**СОДЕРЖАНИЕ**

Введение

1. Характеристика рынка государственных ценных бумаг РФ

* 1. Рынок государственного долга и его структура
  2. Механизм рынка государственного внутреннего долга

1. Рынок государственных ценных бумаг. Современное положение
   1. Характеристика деятельности агентов государства на рынке государственных ценных бумаг
   2. ЦБ как агент государства
   3. Банк развития и внешнеэкономической деятельности

2.4Сбербанк РФ как агент государства

1. Направления совершенствования механизма рынка государственного внутреннего долга

Заключение

Список используемых источников

**ВВЕДЕНИ****е**

Государственные ценные бумаги занимают важное место среди инструментов рынка ценных бумаг. Их эмитентами являются правительства, органы местной власти, а также учреждения и организации, пользующиеся государственной поддержкой.

Выпуск государственных ценных бумаг является наиболее экономически целесообразным методом финансирования бюджетного дефицита по сравнению с практикой заимствования средств в Центральном банке или получению доходов от эмиссии денег. Использование кредитных ресурсов Центрального банка ссужает возможности регулирования ссудного рынка и поэтому во многих странах установлены ограничения на доступ правительства к этим ресурсам. Покрытие дефицита бюджета через эмиссию денег приводит к поступлению в оборот необеспеченных реальными активами платежных средств, что связано с инфляцией и расстройством денежного обращения страны.

Необходимость выпуска государственных долговых обязательств может появиться и в связи с потребностью погашения ранее выпущенных правительством займов даже при бездефицитности бюджета текущего года.

Другой причиной выпуска государственных ценных бумаг может послужить то, что в течении года у государства могут возникать относительно короткие разрывы между государственными доходами и расходами. Эти разрывы появляются из-за того, что поступление платежей в бюджет происходит в определенные даты, в то время как расходы бюджета производятся более равномерно по времени.

Выпуск некоторых видов государственных ценных бумаг может способствовать сглаживанию неравномерности налоговых поступлений, устраняя тем самым причину кассовой несбалансированности бюджета. Особенностью обращения таких обязательств является то, что их владельцы могут через определенный срок возвратить эти обязательства правительства обратно, либо использовать их при уплате налогов.

Государственные ценные бумаги могут выпускаться для финансирования программ, осуществляемых органами местной власти. В таких случаях Государство может выпускать не только свои собственные ценные бумаги, но и давать гарантии по долговым обязательствам, эмитируемым различными учреждениями и организациями, которые по его мнению заслуживают государственной поддержки. Такие долговые обязательства приобретают статус государственных ценных бумаг.

Первичное размещение государственных ценных бумаг осуществляется при посредничестве определенных субъектов. Среди них главенствующее положение занимают центральные банки, которые организуют работу по распространению новых займов, привлекают инвесторов, а в ряде случаев приобретают крупные пакеты правительственных долговых обязательств. В некоторых государствах эти функции выполняются министерством финансов, либо относительно самостоятельными подразделениями по управлению государственным долгом. Во многих странах допускается участие в качестве посредников при первичном размещении государственных ценных бумаг частных финансово-кредитных учреждений и организаций. Однако в ряде государств накладываются определенные запреты на участие коммерческих банков в подобной деятельности.

Целью данной работы является изучение деятельности агентов государства на рынке государственных ценных бумаг и оценка их значимости в процессе формирования внутреннего государственного долга.

Предметом исследования в данной работе является механизм работы рынка государственных ценных бумаг, а объектами изучения – агенты государства: Центральный Банк РФ, Внешэкономбанк, Сбербанк.

Задачей является рассмотрение некоторых агентов достаточно подробно, что бы сделать выводы о необходимости их участия в процессе формирования и погашения государственного долга.

Актуальность избранной темы курсовой работы связана с тем, что в последнее время многие предприятия начали вкладывать значительные денежные средства в операции на рынке ценных бумаг и, в частности, такой доходный сектор, как государственные ценные бумаги, рассматриваемые государством как одно из направлений неинфляционного покрытия бюджетного дефицита путем привлечения частных средств. Поэтому очень важно знать кто и каким образом осуществляет управление государственным долгом.

Новизна работы состоит в изучении современного положения рынка государственных ценных бумаг, изучении агентов государства, действующих на этом рынке, а также рассмотрении перспектив дальнейшего развития институтов управления государственным внутренним долгом.

**1 Характеристика рынка государственных ценных бумаг РФ**

* 1. **Рынок государственного долга и его структура**

Государственные заимствования осуществляются на финансовом рынке. Финансовый рынок представляет собой особую форму организации движения денежных средств от их владельцев к пользователям на основе покупки ценных бумаг или предоставления кредитов, выражающих собой форму движения ссудного капитала. Это означает, что финансовый рынок включает в себя два компонента: рынок ценных бумаг и рынок ссудных капиталов.

Оба этих компонента предоставляют средства для государственных заимствований. Основными сегментами рынка ценных бумаг являются рынки государственных, муниципальных и корпоративных ценных бумаг.

Заново становление рынка государственных ценных бумаг в России началось в 1991 г. Основными факторами, определяющими его развитие, явились:

* развитие практики финансирования федерального бюджета и бюджетов субъектов РФ за счет выпуска государственных ценных бумаг;
* реструктуризация внутреннего валютного долга на основе выпуска облигаций валютного займа;
* появление специфических финансовых инструментов – казначейских обязательств, налоговых освобождений и векселей для решения кризиса неплатежей;
* постепенное открытие доступа эмитируемым в России ценным бумагам на международные рынки капиталов и доступа иностранным инвесторам на российский рынок.

Под воздействием этих факторов сформировались правовые, экономические и организационные основы для дальнейшего развития отечественного рынка государственных ценных бумаг.

В качестве приоритетных задач своей стратегии на рынке государственных ценных бумаг исполнительная власть определяет следующие направления:

* восстановление участия государства на финансовом рынке на приемлемых условиях путем проведения сдержанной и гибкой политики осуществления новых заимствований;
* восстановление доверия участников рынка к государству как эмитенту ценных бумаг на основе полного выполнения обязательств по обслуживанию и погашению облигационной части государственного долга;
* последовательная работа по снижению стоимости и увеличению сроков государственных заимствований;
* функциональное разделение государственных ценных бумаг на инструменты денежного рынка (краткосрочные бумаги) и инструменты рынка капиталов (облигации со сроком погашения свыше одного года);
* выпуск широкого спектра финансовых инструментов для удовлетворения потребностей различных групп инвесторов;
* обеспечение скоординированных действий федеральных органов государственной власти и органов государственной власти субъектов РФ по привлечению заимствований через механизмы рынка ценных бумаг;
* поддержание надежности и доступности государственных ценных бумаг для инвесторов.

Надежность и доступность государственных долговых обязательств для инвесторов обеспечивается формированием государственной долговой книги и возможностью прямого владения ценными бумагами любыми группами инвесторов. Для обеспечения доступа максимально широкому кругу инвесторов на рынок государственных займов, и, прежде всего, коллективных инвесторов, государство стимулирует развитие соответствующих механизмов и технологий.

В истекшие годы становления и развития рынка государственного долга власти опробовали функционирование различных видов ценных бумаг. Среди них – облигации, казначейские векселя, казначейские обязательства, векселя Минфина РФ, золотые сертификаты, жилищные сертификаты.

Облигация государственного займа – это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право её держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок её номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента или иного имущественного эквивалента. Как эмиссионное обязательство она характеризуется одновременно следующими тремя признаками:

* закрепляет совокупность имущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных законом формы и порядка;
* размешается выпусками;
* имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения облигации.

Для покрытия текущей бюджетной задолженности перед предприятиями и организациями в 1994 г. Правительство РФ выпустило казначейские векселя и казначейские обязательства. Оба вида новых государственных финансовых инструментов удовлетворяли всем признакам эмиссионной ценной бумаги. Однако если казначейские векселя сразу могли поступать во вторичный оборот, то казначейские обязательства могли попасть во вторичное обращение только после прохождения установленного числа индоссаментов (обязательных расчетов с поставщиками).

Золотые сертификаты 1993 г. выпускались в виде ценных бумаг государства, замещавших собой операции по продаже золота. Они отвечали требованиям эмиссионной ценной бумаги, но являлись именными и не подлежали вторичному обращению на финансовом рынке.

Жилищные сертификаты — государственные ценные бумаги, замещающие собой операции по продаже общей жилой площади в домах-новостройках по частям. По накоплении определенного количества жилищные сертификаты обмениваются на соответствующую квартиру или погашаются деньгами. Сертификаты представляют собой специфический вид облигаций с индексируемой номинальной стоимостью, номинал которых выражается в единицах общей площади жилья и в его денежном эквиваленте.

Выпуск свободно обращающихся векселей Министерства финансов РФ осуществлен в 1995 г. для восстановления собственных кредитных ресурсов коммерческими банками, проводившими в 1992-1994 годах кредитование организаций АПК, потребительской кооперации и организаций, осуществляющих завоз продукции в районы Крайнего Севера. Векселя эмитировались в размере задолженности заемщиков по централизованным кредитам и процентам по ним по состоянию на 1 апреля 1995 г. Эта задолженность образовалась в результате погашения с корреспондентских счетов коммерческих банков централизованных кредитов и начисленных процентов по ним без уплаты соответствующих сумм заемщиками.

Рынок ссудных капиталов можно условно разделить на рынок долгосрочных кредитов и краткосрочных кредитов. На этих рынках государственные органы действуют на началах обычных заемщиков, т.е. как и все другие юридические лица. Они могут обращаться к любым банкам, и кредиты получают на условиях, формирующихся под воздействием закона спроса и предложения. Исключение составляет кредитование Банком России потребностей Правительства РФ, которое осуществлялось на льготных условиях (на длительные сроки и при низкой процентной ставке).

Со второго квартала 1995 г. прямое заимствование средств федеральной властью у Центробанка РФ прекращено. Оно не отвечало требованиям рыночной экономики и являлось мощным инфляционным фактором. Вся задолженность Правительства РФ перед Банком России 15 марта 1997 г. переоформлена в облигации федеральных займов с постоянным купонным доходом. В результате обострения финансового кризиса летом 1998 г., в четвертом квартале того же года и в 1999 г. Правительство РФ вновь было вынуждено использовать кредиты Центрального банка РФ.

На финансовом рынке государство выступает и как гарант по заимствованиям, привлекаемым хозяйствующими субъектами. Для эффективного использования предприятиями и организациями государственных гарантий они предоставляются на конкурсной основе. Получение государственной гарантии по ценным бумагам или привлекаемым кредитам является действенным инструментом привлечения средств инвесторов для развития инвестиционных проектов.

До недавнего времени государственные гарантии предоставлялись и по коммерческим кредитам, используемым субъектами РФ и иными получателями средств федерального бюджета в случае их недофинансирования. Замещение бюджетного финансирования банковским кредитованием приводило к существенным потерям сначала федерального бюджета, а потом и самих получателей бюджетных средств. Кроме того, предоставление государственных гарантий не решало проблему недофинансирования из федерального бюджета, а лишь отодвигало необходимость ее решения на будущее. С 1997 г. порочная практика предоставления государственных гарантий при недополучении бюджетных средств прекращена.

Таким образом, рынок государственного долга можно определить как совокупность отношений между государством как эмитентом и гарантом, другими эмитентами, инвесторами и их посредниками по поводу эмиссии и обращения государственных ценных бумаг, получения кредитов органами государственной власти и предоставления государственных гарантий по займам и кредитам, привлекаемым региональными и местными органами власти, экономическими субъектами.

Другими словами, рынок государственного долга включает в себя следующие три сегмента: рынок государственных ценных бумаг, рынок привлекаемых государством кредитов, рынок государственных гарантий (или гарантированных государством муниципальных и корпоративных ценных бумаг и кредитов, привлекаемых органами местного самоуправления и экономическими субъектами).

Рынок государственных долговых обязательств делится на внутренний и внешний. На внутреннем рынке государственного долга заимодателями и кредиторами государства являются многочисленные российские предприятия и организации, финансово-кредитные институты, физические лица. На внешнем рынке инвесторами государства выступают иностранные правительства, банки, фирмы и физические лица, международные финансовые организации.

* 1. **Механизм рынка государственного внутреннего долга**

Система участников рынка государственных заимствований на федеральном уровне включает в себя

* Министерство финансов РФ;
* Центральный банк РФ;
* Внешэкономбанк;
* Московскую межбанковскую валютную биржу (ММВБ);
* региональные торговые площадки;
* дилеров;
* уполномоченные банки и другие кредитные организации;
* инвесторов.

Между этими участниками рынка сложились определенные взаимоотношения, которые являются результатом распределения выполняемых на рынке видов профессиональной деятельности и функций.

Самым массовым участником рынка государственных ценных бумаг выступают инвесторы. Это экономические агенты, осуществляющие инвестиции в государственные долговые обязательства. В числе инвесторов можно выделить следующие группы

* население;
* коллективные инвесторы (чековые и паевые инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды);
* коммерческие банки;
* страховые общества;
* государственные внебюджетные фонды и прочие.

Министерство финансов РФ является эмитентом, который производит выпуск государственных ценных бумаг от имени Российской Федерации.

Центральный банк РФ выступает как организатор и генеральный агент Минфина РФ. В качестве такового Банк России выполняет самые разнообразные функции, перечень и содержание которых определяется по отношению к каждому займу в отдельности. В частности, он вместе с эмитентом может:

* устанавливать порядок размещения, обращения и погашения займов;
* хранить государственные ценные бумаги;
* регистрировать сделки купли-продажи;
* осуществлять сами сделки;
* организовывать вторичное обращение и погашение долговых обязательств государства;
* погашать их.

Внешэкономбанк является агентом эмитента по обслуживанию внутреннего государственного валютного облигационного займа. Он:

* осуществляет выдачу облигаций;
* организует учет их первичного размещения и вторичного обращения;
* ведет соответствующие облигационные счета;
* осуществляет полномочия основного платежного агента.

Московская межбанковская валютная биржа:

* + проводит аукционы и вторичные торги государственными краткосрочными бескупонными облигациями и облигациями федеральных займов;
  + обеспечивает учет владельцев облигаций и движение последних между ними;
  + открывает счета и проводит расчеты между дилерами.

Наряду с ММВБ в режиме реального времени работают ещё семь региональных торговых площадок, но их доля в суммарном объеме проводимых операций ничтожно мала.

Тем не менее, включение в орбиту единого российского электронного финансового рынка Новосибирска, Санкт-Петербурга, Ростова-на-Дону, Екатеринбурга, Владивостока, Нижнего Новгорода и Самары имеет большое значение – теперь большая часть российских банков и инвестиционных компании имеет равные возможности по работе на внутреннем рынке государственного долга, независимо от их территориального расположения.

Дилерами, как правило, являются банки, другие кредитные организации, финансовые компании. Они делятся на две группы: первичных и официальных дилеров. Дилеры действуют на основе заключенного с Банком России договора.

Официальные дилеры:

* выступают посредниками между первичными дилерами и инвесторами при заключении сделок на рынке ГКО-ОФЗ;
* ведут учет владельцев облигаций в своем субдепозитарии;
* обеспечивают своевременность и точность расчетов по своим операциям и операциям своих клиентов.

Первичные дилеры – это крупнейшие банки-операторы рынка ГКО-ОФЗ, которые выполняют дополнительные обязанности по поддержанию рынка по уровню ставок и ликвидности.

Уполномоченные банки определяются для работы с конкретным кругом клиентов или обслуживания определенного займа. Так, из числа первичных дилеров выделяются уполномоченные банки для работы с нерезидентами, есть уполномоченные банки и другие кредитные организации, обслуживающие размещение и обращение облигаций государственного сберегательного займа. Специальный институт уполномоченных банков обслуживал движение казначейских обязательств. Критериями выбора уполномоченных банков могут быть разные факторы: наличие лицензии на работу с иностранной валютой (для работы с нерезидентами), покупка облигаций на определенных Минфином РФ условиях подписки (сберегательный заем), наличие опыта работы с предприятиями определенных отраслей (казначейские обязательства).

Характеристика функций основных участников рынка государственного долга свидетельствует о том, что они распределили между собой все виды профессиональной деятельности на рынке государственных ценных бумаг и выступают соответствующими профессиональными участниками рынка.

Дилерскую деятельность осуществляют первичные и официальные дилеры, уполномоченные банки по работе с облигациями сберегательного займа.

Брокерскую деятельность ведут официальные дилеры, уполномоченные банки, Внешэкономбанк.

Управление ценными бумагами инвестора осуществляют официальные дилеры и уполномоченные банки.

Клиринговая деятельность находится в компетенции ММВБ.

Депозитарной деятельностью занимаются Центральным банк РФ (казначейские векселя), ММВБ, дилеры, уполномоченные банки по работе с нерезидентами.

Реестр владельцев ценных бумаг ведут Минфин РФ и территориальные органы федерального казначейства (векселя Минфина РФ), дилеры, Внешэкономбанк.

Торговую деятельность осуществляют ММВБ, первичные дилеры, уполномоченные банки, Российская торговая система.

В результате сложившегося распределения полномочий между основными участниками рынка государственного долга каждый инвестор в любое время беспрепятственно может вложить свои средства в избранную им государственную ценную бумагу, разрешенную положением о ней к покупке данной категорией инвесторов.

* 1. **Рынок государственных ценных бумаг. Современное положение**

Начнем рассматривать современное положение рынка государственных ценных бумаг с 2008 года.

Исходя из имеющихся последних данных о рынке государственных ценных бумаг можно сделать вывод, что август 2008 стал рекордным со времени кризиса 1998 года по масштабу падения стоимости внутренних государственных облигаций.

За август котировки наиболее длинных облигаций федерального займа (ОФЗ) снизились на 5-12 процентных пунктов. Такого значительного падения стоимости государственных бумаг не было с кризиса 1998 года. Только в 2005 году наблюдалось столь резкое движение цен, но тогда ОФЗ наоборот дорожали за счет притока иностранного капитала на фондовый рынок.

Объем рынка ОФЗ а настоящее время составляет более 1 трлн руб. Крупнейшими держателями госбумаг являются Сбербанк, Банк развития и Банк России. Сбербанк держит госбумаг примерно на 300 млрд руб. Согласно отчетности ВЭБа, его портфель ОФЗ превышает 160 млрд руб.

Общая экономическая целесообразность вложения средств в ОФЗ для инвесторов снижается, и причиной тому — повышение Банком России ключевых ставок, считают участники рынка. Под ОФЗ можно получать рефинансирование, в частности, в ЦБ по операциям репо. Однако с весны 2008года ставка по сделкам репо выросла с 6,25% до 7% годовых. За тот же срок ставка рефинансирования ЦБ выросла с 10,25% до 11% годовых. Удорожание денег Центробанка привело к потере интереса инвесторов к федеральным облигациям. "Июльское повышение Центробанком ставки рефинансирования до 11% стало последней каплей, спровоцировавшей начало продажи госбумаг",— считает аналитик банка "Зенит" Александр Ермак[[1]](#footnote-1). Менее чем за два месяца самый длинный выпуск ОФЗ с погашением в 2036 году потерял 15 процентных пунктов, из которых 12 — за август.

Падение котировок госбумаг может привести к снижению прибыли держателей. Как правило, бумаги, находящиеся в инвестиционном портфеле, остаются там до погашения. Бумаги в торговом портфеле периодически переоцениваются по текущим котировкам, и в случае их снижения влияют на финансовый результат. Банкиры признаются, что стараются держать ОФЗ в торговых портфелях.

Смягчить эффект от падения стоимости ОФЗ крупным держателям этих бумаг позволяет игра на повышение. В последний рабочий день месяца, когда держатели бумаг традиционно проводят переоценку торговых портфелей, госбумаги неожиданно подорожали. Трейдеры нескольких банков рассказали, что за минуту до окончания торгов ОФЗ появились котировки, на несколько процентных пунктов превышающие среднедневные уровни. В результате в некоторых длинных выпусках госбумаг прошли сделки на 150-200 млн руб., а цена к закрытию выросла на два-три процентных пункта. Однако банкиры и управляющие публично не признаются в совершении таких операций.

До конца 2008 года ситуация на рынке ОФЗ только ухудшалась, считают эксперты. Учитывая отсутствие поддержки госбумаг со стороны крупных игроков и бегство инвесторов из длинных позиций, переоценка доходностей ОФЗ продолжилась.

Снижение доходностей ОФЗ ударило прежде всего не по частным управляющим компаниям, в структуре портфелей которых доля этих бумаг незначительна, а по Банку развития. В портфеле ВЭБа, инвестирующего пенсионные накопления, более 60% занимают ОФЗ. Согласно закону "Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии Российской Федерации", любая управляющая компания, в том числе ВЭБ, должна обеспечить сохранность пенсионных накоплений, то есть не может показывать отрицательную доходность их инвестирования. По итогам второго квартала 2008 года ВЭБ показал доходность инвестирования накопительной части пенсии в размере 4,85% годовых. При этом за этот же период котировки ОФЗ в целом снизились на два процентных пункта.

Несмотря на неблагоприятные прогнозы экспертов, анализ результатов работы рынков ММВБ и Фондовой биржи ММВБ за сентябрь 2008 показали стабилизацию ситуации на рынке государственных ценных бумаг.

По данным Центрального Банка рынок государственных ценных бумаг на 2010 год находится в следующем положении:

В рассматриваемый период Минфин России продолжал укрупнять объемы последних выпущенных в обращение выпусков государственных ценных бумаг. На вторичном рынке были проведены два аукциона по доразмещению двух выпусков ОФЗ-ПД срочностью 2,3 и 2,8 года. Суммарный объем размещения составил 3,7 млрд. руб. по номиналу против 15,1 млрд. руб. в марте.

Таблица 1 – Параметры и результаты аукционов по доразмещению ОФЗ на вторичном рынке

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Параметры выпусков** | | | | |
| Дата аукциона | 14.04.2010 | | 21.04.2010 | |
| Номер выпуска | 25072 | | 25073 | |
| Объем предложения, млрд. руб. | 6,0 | | 11,1 | |
| Срок обращения, дней | 1 015 | | 833 | |
| Дата погашения | 23.01.2013 | | 1.08.2012 | |
| **Результаты аукционов** | | | | |
| Объем спроса по номиналу, млрд. руб. | | 5,12 | | 5,51 |
| Объем спроса по рыночной стоимости, млрд. руб. | | 5,36 | | 5,69 |
| Объем размещения по номиналу, млрд. руб. | | 2,04 | | 1,71 |
| Объем выручки, млрд. руб. | | 2,13 | | 1,77 |
| Цена отсечения, % от номинала | | 103,13 | | 101,95 |
| Средневзвешенная цена, % от номинала | | 103,16 | | 102,03 |
| Доходность по цене отсечения, % годовых | | 5,99 | | 6,00 |
| Доходность по средневзвешенной цене, % годовых | | 5,98 | | 5,97 |
| Премия/дисконт к доходности выпуска на вторичном рынке, базисных пунктов | | 1 | | 1 |
|  | |  | |  |

В апреле в соответствии с платежным графиком эмитент выплатил купонный доход по 7 выпускам ОФЗ на сумму 5,9 млрд. рублей. По итогам месяца номинальный рыночный портфель гособлигаций возрос на 0,3% — до 1490,9 млрд. рублей. Дюрация рыночного портфеля ОФЗ снизилась на 9 дней и на конец апреля составила 4,4 года.

На вторичном рынке стоимостный объем спроса на облигации (в основном режиме торгов) незначительно уменьшился при некотором увеличении объема предложения ОФЗ. Объем сделок, заключенных в основном режиме торгов (без технических сделок), сократился относительно марта на 31% (до 33,2 млрд. руб.), во внесистемном режиме — на 28% (до 96,6 млрд. руб.) по фактической стоимости. В основном режиме торгов сделки заключались преимущественно с ОФЗ срочностью от 1 года до 3 лет, во внесистемном режиме торгов — с облигациями сроком от 4 до 5 лет.(см. рисунок А.1)

Средняя за месяц валовая доходность ОФЗ снизилась в апреле по сравнению с предыдущим месяцем на 19 базисных пунктов — до 6,67% годовых. Размах колебаний доходности ОФЗ в анализируемый период составил 72 базисных пункта (в марте — 111 базисных пунктов). (см. рисунок А.2).

Кривая бескупонной доходности ОФЗ на конец анализируемого периода была возрастающей на участках до 3 лет и свыше 4 лет, убывающей на участке от 3 до 4 лет. Кривая бескупонной доходности на участке от 2 до 3 лет сдвинулась вверх, а по остальным срокам — вниз. (см. рисунок А.3).

По итогам апреля бескупонная доходность ОФЗ срочностью 3 года повысилась на 8 базисных пунктов. По базовым срокам 5; 10 и 30 лет по итогам месяца бескупонная доходность ОФЗ понизилась на 7; 10 и 11 базисных пунктов соответственно. (см. рисунок А.4).

Рынок госбумаг является сегодня одним из основных сегментов российского финансового рынка, предоставляя участникам возможности инвестирования средств в сверхнадежные инструменты и обеспечивая формирование индикаторов безрисковых процентных ставок, необходимых как рынку корпоративных облигаций, так и иным сегментам финансового рынка, и экономике в целом.

Вместе с тем, за последние годы основной функцией рынка госбумаг стало обеспечение Банка России и участников финансового рынка инструментарием для управления ликвидностью. Так, сделки прямого репо с Банком России, заключаемые на рынке госбумаг, стали основным инструментом ЦБ при проведении денежно-кредитной политики, а сделки междилерского репо, совершаемые участниками рынка госбумаг, позволяют им эффективно размещать и привлекать временно свободные средства под надежное обеспечение.

К существующим на рынке госбумаг проблемам можно отнести недостаточную ликвидность вторичного рынка, что является в значительной степени результатом концентрации бумаг в портфелях крупных пассивных инвесторов. В первую очередь речь идет об инвестировании в госбумаги пенсионных накоплений. Однако по мере дальнейшего роста объема рынка в соответствии с планами Минфина и обсуждаемого расширения инструментария для инвестирования пенсионных средств ликвидность рынка госбумаг будет расти.

Усилия ММВБ по развитию рынка госбумаг направлены на повышение ликвидности рынка, создание дополнительных возможностей и сервисов для участников рынка, Минфина и Банка России, приближение к международным стандартам торговли, клиринга и расчетов в рамках концепции создания в Москве международного финансового центра. При этом на рынке госбумаг продолжают появляться все новые технологий, которые в дальнейшем работают на благо всего российского финансового рынка.

В связи с тем что на рынке госбумаг преобладают среднесрочные и долгосрочные инструменты, у участников отсутствуют ориентиры в определении стоимости "коротких" денег; у дилеров и инвесторов ограничены возможности по формированию и эффективному управлению своими портфелями государственных ценных бумаг. Одним из способов решения данной проблемы могло бы стать введение программы стрипования.

На сегодняшний день программы стрипования — раздельного обращения купонов и номиналов облигаций — используются в большинстве развитых стран. Одной из причин популярности программ стрипования стало то, что их введение предоставляет Министерству финансов, как эмитенту, возможность предложить участникам пользующиеся спросом краткосрочные финансовые инструменты без изменения политики долгосрочных заимствований и без сокращения дюрации долга. Для Банка России появление нового короткого сегмента рынка государственных ценных бумаг, сопровождающееся повышением активности участников рынка, означает формирование индикатора стоимости коротких денег, общее повышение ликвидности рынка государственных ценных бумаг и, как следствие, возможность более гибко осуществлять денежно-кредитную политику и управлять ликвидностью банковской системы.

Возможность стрипования государственных облигаций увеличивает спрос на них со стороны инвесторов, способствует снижению уровня процентных ставок, что, в свою очередь, приводит к сокращению расходов Минфина по обслуживанию госдолга.

Предложения по началу работы по программам стрипования ММВБ были подготовлены и направлены в Министерство финансов и Банк России. Нужно учесть, что проект этот долгосрочный, а для его реализации необходима разработка детальной нормативной базы по аналогии с опытом большинства зарубежных стран, где процессы стрипования и реконституции регламентируются нормативными актами министерств финансов или центральных банков. Также необходимо решение вопросов налогообложения стрипов, определение подходов к процедурам стрипования и реконституции с точки зрения бюджетной классификации.

**2 Характеристика деятельности агентов государства на рынке государственных ценных бумаг**

**2.1 ЦБ как агент государства**

Наиболее активное участие ЦБ РФ осуществляет на рынке ГКБО, ОФЗ и ОБР. Однако в качестве агента Минфина Центробанк выступает на рынке облигаций федерального правительства. Банк России на рынке ГКБО/ОФЗ выполняет следующие функции:

а) агента Министерства финансов Российской Федерации по обслуживанию выпусков Облигаций;

б) Дилера;

в) контролирующего органа.

Выполняя функции агента Министерства Финансов Российской Федерации по обслуживанию выпусков, Банк России:

— устанавливает требования к технологическому обеспечению рынка ГКБО/ОФЗ: торговой системе (ММВБ), расчетным центрам, головному депозитарию и субдепозитариям дилеров;

— устанавливает тpебования к дилеpам, к собственному капиталу дилера, а также кpитеpии отбоpа дилеpов и их количественный состав, заключает договоры с организациями на выполнение функций дилеров;

— устанавливает контроль над ходом аукционов по первичной продаже ГКБО/ОФЗ;

— хранит глобальные сеpтификаты о каждом выпуске, присваивая каждому выпуску государственный регистрационный номер;

— осуществляет на условиях, согласованных с Министеpством финансов Российской Федеpации, дополнительную пpодажу на вторичном рынке не пpоданных на аукционе облигаций в течение сpока их обpащения;

— организует операции по погашению ГКБО/ОФЗ;

* объявляет параметры выпуска в своих бюллетенях за несколько дней до даты проведения торговли.

Наряду с агентской деятельностью Центробанк России может осуществлять деятельность по купле-продаже ГКБО/ОФЗ на первичном и вторичном рынке от своего имени и за свой счет, сбор и исполнение заявок инвесторов. При этом Центробанк имеет право делегировать дилерские полномочия своим территориальным управлениям. Приобретение облигайий на аукционе от своего имени и за свой счет Центробанк осуществляет при предоставлении Минфину РФ краткосрочного кредита на покрытие дефицита государственного бюджета; а также при предоставлении кредита на покрытие кассовых разрывов, возникающих в процессе выпуска и погашения ГКБО/ОФЗ. В обоих случаях облигации Центробанк РФ приобретает по средневзвешенной цене аукциона и в пределах лимита кредитования федерального правительства. Выполняя функции Дилера, Банк России:

— обладает пpавами дилеpа и может делегиpовать эти пpава своим теppитоpиальным упpавлениям;

— осуществляет торговлю облигациями на вторичном рынке путем выставления во время тоpгов заявок на покупку и продажу облигаций;

— осуществляет сбор заявок Инвесторов на покупку или продажу ГКБО/ОФЗ на первичном и вторичном рынках, исполняет эти заявки через Торговую систему.

Выполняя функции контролирующего органа, Банк России:

— осуществляет контpоль за размещением и обращением ГКБО/ОФЗ;

— осуществляет сбор информации о ходе торговли, имеющуюся в торговой системе, об остатках на торговых счетах дилера, об остатках на счетах “депо” дилеров в депозитарии, о движении средств по счетам в Торговой системе.

— получает информацию о состоянии счетов “депо” в субдепозитарии каждого дилера;

— пpиостанавливает опеpации любого дилеpа на срок до одного месяца при обнаpужении в опеpациях данного дилера наpушения действующего законодательства или инструкции, а также без объяснения причин в связи с расторжением договора, однако в этом случае Центробанк обязан возместить все издержки дилера, связанные с расторжением договоров;

— не может использовать при осуществлении Банком России собственных операций с ГКБО/ОФЗ информацию, полученную в ходе контроля за размещением и обращением облигаций, а также передавать ее третьим лицам.

В 2010 году прошло три аукциона. Они прошли 20, 27 января и 26 мая.

20 января были размещены ОФЗ с постоянным купонным доходом на сумму 45000 миллионов рублей, номинальная стоимость одной облигации – 1000 рублей, процентная ставка купонного дохода – 7,15%. Дата погашения – 23 января 2013 года.

27 января 2010 года - выпуск ОФЗ-ПД на сумму 45000 миллионов рублей, номинальная стоимость одной облигации – 1000 рублей, процентная ставка купонного дохода – 6,85%. Дата погашения – 1 августа 2012 года.

26 мая 2010 года - выпуск ОФЗ-ПД на сумму 40000 миллионов рублей, номинальная стоимость одной облигации – 1000 рублей, процентная ставка купонного дохода – 6,88%. Дата погашения – 20 мая 2015 года.

Также произошло доразмещение облигаций на вторичном рынке. Даты аукционов по доразмещению ОФЗ-ПД (2010 год): 17 и 24 февраля, 3, 17 и 24 марта, 14 и 21 апреля, 2 июня.

**2.2 Банк развития и внешнеэкономической деятельности**

Внешэкономбанк является агентом эмитента по обслуживанию внутреннего государственного валютного облигационного займа. Он:

* осуществляет выдачу облигаций;
* организует учет их первичного размещения и вторичного обращения;
* ведет соответствующие облигационные счета;
* осуществляет полномочия основного платежного агента.

Управление государственным внутренним валютным долгом Внешэкономбанк занимает лидирующие позиции в урегулировании внутреннего валютного долга бывшего СССР перед юридическими лицами-резидентами Российской Федерации.

Депозитарий Внешэкономбанка является уполномоченным Правительством Российской Федерации депозитарием по облигациям внутреннего государственного валютного займа всех серий, головным депозитарием по облигациям государственного валютного займа 1999 года, агентом Министерства финансов Российской Федерации по погашению указанных ценных бумаг и выплатам купонных процентов по ним.

В рамках выполнения агентских функций по управлению государственным внутренним валютным долгом Внешэкономбанк:

* осуществляет выверку остатков средств на блокированных счетах клиентов и их переоформление в облигации внутреннего государственного валютного займа;
* занимается урегулированием расчетов предприятий и организаций с Министерством финансов Российской Федерации и Внешэкономбанком;
* обеспечивает учет, хранение и выдачу облигаций государственного внутреннего валютного займа клиентам;
* проводит экспертизу облигаций ОВГВЗ и ОГВЗ 1999г. и операции с ними на вторичном рынке облигаций;
* открывает счета депо держателям указанных ценных бумаг;
* проводит консультации по вопросам, связанным с внутренним валютным долгом бывшего СССР перед нерезидентами Российской Федерации;
* осуществляет выверку расчетов и подписание ликвидационного баланса по операциям бывших учреждений Внешэкономбанка на территории других государств СНГ и Балтии с уполномоченными должным образом организациями этих стран;
* оказывает помощь уполномоченным организациям стран СНГ и Балтии, отказавшихся от претензий к Российской Федерации по внутреннему валютному долгу бывшего СССР и принявших на себя ответственность за урегулирование этого долга перед своими резидентами, в выверке и передаче на учет соответствующих сумм внутреннего валютного долга.

В целях урегулирования внутреннего валютного долга бывшего СССР Внешэкономбанку было поручено также:

1. Произвести конвертацию средств в клиринговых, замкнутых и специальных валютах в свободно конвертируемую валюту (доллары США) в следующих соотношениях:

* по расчетам с развивающимися странами, а также бывшей СФРЮ - 5:1;
* по расчетам с бывшими социалистическими странами - 10:1;

Пересчет базовых валют клирингов в доллары США произвести по курсу Центрального банка Российской Федерации на 25 декабря 1991 г.

1. Провести инвентаризацию счетов (в свободно конвертируемой валюте, замкнутых и специальных валютах, валютах бывших социалистических стран), которые были переданы по заявлениям юридических и физических лиц - клиентов Внешэкономбанка в главные территориальные управления Центрального банка Российской Федерации и по которым не было предоставлено соответствующего валютного покрытия.
2. Осуществить выдачу облигаций внутреннего государственного валютного облигационного займа российским юридическим лицам - владельцам средств в клиринговых, замкнутых и специальных валютах во Внешэкономбанке вне зависимости от их юридического статуса в следующей пропорции:

* 55 процентов суммы задолженности - облигациями IV транша;
* 45 процентов суммы задолженности - облигациями V транша.

14 мая 2008 года Внешэкономбанк, выступающий в качестве платежного агента Министерства финансов Российской Федерации, произвёл погашение облигаций внутреннего государственного валютного займа (ОВГВЗ) V серии, предъявленных держателями к погашению по состоянию на 14 мая 2008 года, в том числе находящихся на счетах депо во Внешэкономбанке. Сумма выплат в погашение ОВГВЗ V серии составила 2,47 млрд. долларов США.

Внешэкономбанк также осуществил платежи по купонам ОВГВЗ V и VII серий в общей сумме 104,85 млн. долларов США. Оплата купонов произведена из расчета 3% годовых.

Держатели ОВГВЗ V серии, которые не предъявили облигации во Внешэкономбанк для погашения в установленный срок, смогут сделать это начиная с 16 мая 2008 года в течение последующих 10 лет.

После погашения облигаций внутреннего государственного валютного займа V серии в обращении остается один выпуск указанных облигаций – ОВГВЗ VII серии в объеме 1,75 млрд. долларов США со сроком погашения 14 мая 2011 года.

В соответствии с Условиями выпуска облигаций внутреннего государственного валютного займа (ОВГВЗ), утвержденными постановлением Правительства Российской Федерации от 4 марта 1996 года № 229, 14 мая 2009 года наступает срок оплаты купона ОВГВЗ VII серии за 2009 год.

Внешэкономбанк, являющийся платежным агентом Министерства финансов Российской Федерации по указанным облигациям, с 14 апреля 2009 года начал прием ОВГВЗ VII серии от держателей для оплаты очередного купона. Срок приема облигаций для оплаты купона заканчивается за 7 дней до даты погашения купона, то есть прием осуществляется до 7 мая 2009 года включительно. После указанной даты до даты оплаты купона по облигациям Депозитарий Внешэкономбанка прекращает все операции с ОВГВЗ VII серии. Прием указанных облигаций для оплаты купона будет возобновлен Внешэкономбанком 18 мая 2009 года.

Помимо агента Правительства по управлению внутренним валютным долгом Внешэкономбанк выполняет следующие агентские функции:

* обслуживание государственных внешних облигационных займов Российской Федерации (Внешэкономбанк обеспечивает осуществление платежей по основному долгу и купонам по двум внешним облигационным займам эмиссий 1998 г., а также по внешним облигационным займам с окончательными датами погашения в 2010 и 2030 гг);
* Привлечение под гарантии Правительства Российской Федерации иностранных кредитных ресурсов, их обслуживание и погашение (Внешэкономбанк - один из важнейших каналов поступления в страну иностранных инвестиционных ресурсов под гарантии Правительства Российской Федерации. В соответствии с курсом, проводимым Правительством Российской Федерации, привлеченные Внешэкономбанком под правительственные гарантии ресурсы используются только для финансирования социально значимых проектов.)
* Взыскание с российских заемщиков задолженности по кредитам, полученными ими за счет централизованных средств (Высококвалифицированные юристы и экономисты Банка постоянно занимаются совершенствованием имеющихся и разработкой новых форм обеспечения возвратности бюджетных средств российскими заказчиками импортных товаров, закупленных в счет кредитов, привлеченных под гарантию Правительства Российской Федерации.);
* Управление государственными финансовыми активами (Государственные финансовые активы, состоящие на учете во Внешэкономбанке - это обязательства иностранных заемщиков (зарубежных государств, банков и коммерческих фирм) по кредитам, предоставленным им Российской Федерацией и бывшим СССР. Подавляющая часть этих обязательств по своей природе относится к экспортным кредитам и связана с поставками российских (и советских) промышленных товаров и услуг за рубеж.)
* Управление средствами пенсионных накоплений (В рамках проводимой в стране пенсионной реформы в январе 2003 года постановлением Правительства Российской Федерации Внешэкономбанк назначен государственной управляющей компанией по управлению пенсионными накоплениями граждан.

Внешэкономбанк осуществляет доверительное управление средствами пенсионных накоплений застрахованных граждан, не выбравших частную управляющую компанию, а также выбравших Внешэкономбанк в качестве управляющей компании.)

**2.3Сбербанк РФ как агент государства**

КБ АО "Сбербанк" – активный участник фондового рынка и является первичным дилером/агентом по обслуживанию операций с государственными ценными бумагами (ГЦБ) эмитируемыми Министерством Финансов РФ и Центральным Банком РФ.

КБ АО "Сбербанк" имеет Лицензию № 199 Агентства РФ по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций на проведение банковских и иных операций, осуществляемых банками, в национальной и иностранной валюте от 09 апреля 2007 года, и Лицензию № 0401101506 на занятие брокерской и дилерской деятельностью на рынке ценных бумаг с правом ведения счетов клиентов в качестве номинального держателя от 09 апреля 2007 года.

Сбербанк может совершать сделки от своего имени и за свой счет, а также может выполнять функции финансового брокера при заключении сделок от своего имени, за счет и по поручению клиента.

Сбербанком были соблюдены следующие требования, чтобы стать дилером на рынке государственных ценных бумаг:

* Сбербанк имел лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской, брокерской и депозитарной деятельности;
* не имел нарушений налогового законодательства. Кроме того, на последнюю отчетную дату Сбербанк не имел задолженности по платежам в соответствующие бюджеты и внебюджетные фонды;
* не имел санкции в виде приостановления или аннулирования действия лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг;
* имел собственные средства (капитал), соответствующие требованиям, установленным Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг для профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих на условиях совмещения дилерскую, брокерскую и депозитарную деятельность, эквивалентную 1 млн. ЭКЮ.

Так как Сбербанк является кредитной организацией, к нему были предъявлены дополнительные требования:

* выполнение обязательных резервных требований за последние три месяца, предшествующие месяцу подачи документов для заключения договора с Центробанком;
* членство в Национальной фондовой ассоциации (НФА);
* отсутствие просроченной задолженности по кредитам, ранее предоставленным Банком России, и процентам по ним, а также других просроченных обязательств перед Банком России;
* недопущение фактов неоплаты расчетных документов его клиентов, а также неоплаты расчетных документов самого банка в связи с отсутствием средств на корреспондентских счетах последнего непрерывно свыше 5 дней;
* отнесение к категории финансово стабильных банков, определяемой ГУ (НБ) Банка России в соответствии с нормативными актами Банка России.

Все эти требования Сбербанком были соблюдены, поэтому он стал первичным дилером на рынке государственных ценных бумаг.

Первичные дилеры – это крупнейшие банки-операторы рынка ГКО-ОФЗ, которые выполняют дополнительные обязанности по поддержанию рынка по уровню ставок и ликвидности.

Выкупу подлежат ценные бумаги СССР:

* размещенные на территории Российской Федерации в период до 1 января 1992 года;
* предъявляемые гражданами Российской Федерации.

Выкуп ценных бумаг СССР осуществляется за счет средств федерального бюджета, перечисленных согласно Заявлениям клиентов.

Выплаты денежных средств производится:

* по ценам, устанавливаемым Постановлением Правительства Российской Федерации;
* путем зачисления на счет владельца ценных бумаг СССР по вкладу, открытому в учреждении Банка, осуществившем прием этих ценных бумаг.

В настоящее время отделения Среднерусского банка СБ РФ осуществляют прием заявлений клиентов на выкуп государственных казначейских обязательств СССР и сертификатов Сберегательного банка СССР.

Выплаты денежных средств будут производиться по ценам, установленным Постановлением Правительства Российской Федерации № 230 от 06.05.2004 путем зачисления на счет владельца ценных бумаг СССР по вкладу, открытому в учреждениях Банка, осуществляющем прием этих ценных бумаг.

Государственные казначейские обязательства СССР и сертификаты Сберегательного банка СССР, размещенные до 1 января 1992 года, принимаются к оплате всеми отделениями Банка.

Выкуп Государственных казначейских обязательств СССР и сертификатов Сберегательного банка СССР. В соответствии со статьей 104 Федерального закона РФ «О федеральном бюджете на 2006 год» № 189-ФЗ от 26.12.2005 и Постановлением Правительства Российской Федерации № 230 от 06.05.2004 «О выкупе в 2004 году у владельцев – граждан Российской Федерации имеющихся у них государственных казначейских обязательств СССР и сертификатов Сберегательного банка СССР, размещенных на территории Российской Федерации до 1 января 1992 года», в учреждениях Сбербанка России возобновлена работа по выкупу ценных бумаг СССР. Начиная с 2006 года учреждения Банка также совершают операции выкупа сертификатов Сберегательного банка СССР, размещенных на территории Российской Федерации в период с 1 января 1992 года. В настоящее время отделения Среднерусского банка Сбербанка России осуществляют прием заявлений клиентов на выкуп государственных казначейских обязательств СССР и сертификатов Сберегательного банка СССР.

В настоящее время проводятся только выплаты купонного дохода по ОГВЗ 1991 года, ГСО-ФПС и ГСО-ППС. По ГСО-ППС последние выплаты проводились 7 мая и 21 апреля 2010 года, по ГСО-ФПС – 29 апреля и 28 мая.

Выплаты доходов по государственным ценным бумагам осуществляются и региональными отделениями Сбербанка.

**3.Направления совершенствования механизма рынка государственного внутреннего долга**

Необходимость и направления совершенствования механизма рынка государственного внутреннего долга мы рассмотрим в сравнении со странами-участницами ОЭСР.

Описательной теорией служит теория агентства, раскрывающая отношения принципала (хозяина ресурсов) с агентом (управляющим ресурсами ради исключительной выгоды принципала).

Общая идея состоит в том, что интересы принципала хотя бы частично должны конфликтовать с интересами агента, и агент имеет некое информационное или операционное превосходство над принципалом. Стандартная модель агентских операций содержит систему кнута и пряника, вынуждающую/побуждающую агента действовать хотя бы частично в интересах принципала. Таким образом, принципалу приходится выбирать между эффективностью (нанять агента) и пониженным риском (сделать дело саму), и результат всегда хуже лучшего.

В нашем случае принципалом является государство, а «ресурсами» - его долг. Государство решает, самому управлять долгом или нанять для этого агента. Например, в России долгом управляет Минфин, а в Великобритании – специализированное агентство (United Kingdom Debt Management Office – UKDMO). В первом случае, говорит теория, риск меньше, но и эффективность УГД ниже, во втором, наоборот, – риск больше, но и эффективность выше.

Делегирование ответственности за УГД долговому агентству создает проблему «принципал – агент» независимо от того, где находится агентство – в Минфине или за его пределами. Как подчинить интересам принципала деятельность агента, имеющего собственные интересы информационное превосходство над принципалом? Если агент информирован лучше принципала, то у принципала возникает моральная проблема из-за того, что он не может проверить операции агента. Иначе говоря, принципал не понимает до конца, почему агент не справляется с возложенной на него миссией – из-за низкой квалификации агента или внешних, неподконтрольных агенту обстоятельств. Например, если мандат долгового агентства предписывает достижение неких исполнительских эталонов, а агентство не выполняет это предписание, то неясно, кто виноват – рынок, «подставляющий» агентство под плохую конъюнктуру, или неопытные сотрудники агентства. В случае отдельного агентства потребность в эффективном делегировании ответственности еще острее, так как агентский риск нарастает с «длиной поводка». В этом случае отношения с агентством переводятся в более формальное русло, а требования к прозрачности и подотчетности ужесточаются.

Система кнута и пряника, необходимая для решения проблемы «принципал – агент», возникает, когда принципал:

* воспринимает агента как институт, то-есть организацию, имеющую юридический статус, мандат и соответствующий мандату персонал;
* ставит перед агентом ясные цели УГД и исполнительские эталоны;
* предлагается агенту контракт, мотивирующий к приложению всех усилий и мобилизации кадровых ресурсов, необходимых для выполнения поручения принципала;
* проводит мониторинг операций агента и рисков;
* способен выполнять функции такого мониторинга.

Рассмотрим подробнее эти элементы системы кнута и пряника.

Начнем с восприятия принципалом агента как института. Когда функции УГД разбросаны по различным ведомствам и департаментам, трудно (если вообще возможно) вложить ответственность за УГД в одни руки. Для начала необходимо собрать их в одном офисе, обладающим формальным статусом, мандатом, командной цепью и персоналом. Минфиновский приказ о создании департамента УГД позволяет воспринимать офис как институт.

Что касается агентства, уровень формализма зависит от того, находится оно в Минфине или вне Минфина. Одни агентства были созданы по специальному закону, определяющему их юридический статус, обязанности, подотчетность и организационное устройство; другие – по решению Минфина без специального статуса, и их обязанности, подотчетность и организационное устройство прописывались в отдельном документе, например, агентском соглашении. Этот документ (не говоря уже о специальном законе) и позволяет принципалу воспринимать агента как институт. Глава агентства прямо подотчетен министру финансов, а тот – парламенту.

Следующий элемент системы кнута и пряника – цели и исполнительские эталоны (стандарты деятельности). Чтобы направить деятельность агентства в нужное русло, Минфин должен поставить перед ним ясные неизмеряемые цели и увязать их, насколько это возможно, со среднесрочной долговой стратегией, учитывающей отношение правительства к риску. Отношение правительства к риску должно проистекать из мандата, полученного им от парламента, а мандат должен учитывать стремление среднего избирателя избегать риска.

В некоторых развитых странах неизмеряемые цели УГД дополняются измеряемыми стратегическими целями. Измеряемые стратегические цели являются результатом анализа затрат и риска на основе стохастических симуляций денежного потока за ряд лет.

Возложив на агента ответственность за получение измеряемых результатов, принципал побуждает агента действовать более энергично и тем самым хотя бы частично решает свою моральную проблему. Но он должен отвечать и отчитываться перед парламентом за усилия по достижению неизмеряемых целей. И здесь его ждет другая ловушка. Будут цели достигнуты или нет, зависит от действий агента и внешних обстоятельств. Поскольку принципал не может вычленить вклад агента в достижение целей, моральный конфликт сохраняется. Неудачу принципал скорее всего спишет на внешние обстоятельства, а агент продолжит действовать спустя рукава, получая полновесный гонорар.

Перейдем к исполнительским эталонам. Эти переоцененные по рынку параметры «теневого», эталонного долгового портфеля - итог сделок, заключенных в строгом соответствии со стратегическими целями. Если текущий долговой портфель можно мгновенно реструктурировать посредством выкупа ГЦБ и процентных свопов, то стратегические цели идентичны исполнительским эталонам. В противном случае первые могут сильно отличаться от вторых.

В Австрии, Дании, Ирландии, Португалии и Швеции агентства ведут активную торговлю ради краткосрочной экономии затрат на обслуживание долга. Для таких организаций стратегические цели дополняются исполнительскими эталонами, что позволяет измерять их деятельность. Тогда и отвечать за неудачу приходится агентству. Во многих странах- участницах ОЭСР стратегические цели идентичны исполнительским эталонам, так фактический долговой портфель может быть быстро доведен до «теневого» посредством активной торговли. Там же, где стратегические цели не идентичны исполнительским эталонам, важно провести четкую границу между первыми и вторыми.

Следующий элемент – мотивация агента. Огромная проблема для принципала - отличить результаты усилий и способностей агента от проявлений внешних факторов. Чтобы решить эту проблему, принципал предлагает контракт, мотивирующий агента к приложению всех усилий для выполнения возложенной на него миссии. Мотивация особенно важно, если агент ведет активную торговлю, предполагающую позиционирование на рынке и награду в случае «победы над эталоном». Такой контракт выходит за рамки единой тарифной сетки для работников бюджетной сферы. В этой сетке нет надбавок за рискованные операции на рынке, но есть штрафы за потерю денег. Принципал должен изыскать способы доплачивать агенту за «победу над эталоном».

Следующий элемент - проверка и контроль. Принципал должен проверять и контролировать агента. Чем удаленнее агентство от правительства, тем формальнее должны быть проверка и контроль. Из-за высоких требований к информационным системам и персоналу эти функции могут обходиться очень дорого. Но их значение трудно переоценить в свете операционных рисков, способных обрушить национальные финансы.

Проверять и контролировать можно:

* через независимый департамент, отделенный от агентства«китайской стеной» (чтобы исключить использование людьми из front office бэк-офисной информации в неблаговидных целях);
* через службу внутреннего аудита, подотчетную прямо директору агентства или совету директоров (если таковой имеется).

В некоторых странах отдельные (вне Минфина) агентства действительно имеют советы директоров.

Сами агентства проявляют инициативу в области проверки и контроля. Здесь и периодические доклады министру финансов, и ежегодные слушания в парламенте, и аудиторские проверки, и обнародование долговой стратегии. Кстати, эта инициатива помогает ослабить политическое давление на агентства с целью заставить их «гоняться» за краткосрочной экономией процентных расходов.

Последний элемент системы кнута и пряника – способность принципала выполнять функции мониторинга. Когда весь «ноу-хау» (управлять долгом) находится за пределами Минфина, трудно оценивать соответствие результатов УГД долговой стратегии. Чтобы преодолеть эту пропасть, из представителей правительства, офиса УГД и частного сектора создаются координационные советы (комитеты). Однако последнее слово в принятии стратегических решений остается за Минфином. И если он намерен справляться с ролью стратега, то должен быть столь же компетентным (в широком смысле), как и отдельное агентство. Чиновники в странах-участницах ОЭСР, где созданы отдельные агентства, признают, что надзор за деятельностью агентств оставляет желать много лучшего, так как «надзирателей» мало, они редко контактирует с рынком и потому слабо подкованы в управлении долгом. Там, где важна политическая координация, координационный совет играет ключевую роль в достижении этой цели.

Если описанную выше систему кнута и пряника прописать в агентском соглашении, то есть хорошие шансы решить проблему «принципал – агент». Это помогает понять, почему в половине стран-участниц ОЭСР возникли агентства и почему некоторые из них управляют долгом не хуже Минфина.

**ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

В условиях рыночной экономики финансовое здоровье государства, его перспективы определяются прежде всего состоянием государственного бюджета, величиной его дефицита, а также величиной государственного долга - агрегированной характеристикой этого дефицита.

В развитых странах мира накоплен большой опыт в управлении государственным долгом прежде всего рыночными методами, связанными с использованием различных финансовых инструментов, призванных обеспечивать результативное воздействие на величину государственного долга и его структуру. Мировой опыт подсказывает, что одним из таких инструментов являются государственные ценные бумаги, выпускаемые в виде срочных долговых обязательств. Рынок государственных ценных бумаг - это, с одной стороны, один из индикаторов состояния всей экономики, а с другой - одна из болевых точек, воздействие на которую может замедлить или ускорить процессы рыночных преобразований.

Создание рынка государственных ценных бумаг, при условии его полноценного функционирования, позволит решить следующие проблемы:

- финансирование бюджета из неинфляционного источника (за счет привлечения финансовых ресурсов с рынка);

- кризис неплатежей (выпуск казначейских обязательств предназначен для покрытия бюджетных долгов - так называемого начального звена в цепочке хронических неплатежей)

- определение реальной стоимости обслуживания государственного долга (процентная ставка по государственным облигациям будет определяться и диктоваться рынком);

- установление ориентира для рыночных ставок по другим инструментам финансового и денежного рынков (ставка по государственным краткосрочным облигациям всегда является отправным пунктом при сравнении различных типов инвестиций), в том числе по срочным и опционным сделкам;

- предоставление участникам рынка высоконадежного, высоколиквидного инструмента для временного размещения финансовых ресурсов, конкурирующего с существующими финансовыми инструментами (расширение спектра финансовых операций позволит диверсифицировать портфели финансовых компаний и таким образом снижать риски и осуществлять более долгосрочное инвестирование);

- вышеупомянутое обстоятельство заметно снизит чувствительность экономики к избыточному росту рублевой денежной массы и в условиях последовательной денежно-кредитной политики правительства и Центробанка даст хорошие результаты в достижении финансовой стабилизации экономики;

- предоставление в распоряжение Банка России инструмента для проведения денежно-кредитной политики посредством операций на открытом рынке;

- организация широкой сети коммерческих посредников, поддерживающих рынок государственных ценных бумаг и охватывающих значительные слои инвесторов;

- внедрение современной электронной технологии торговли, расчетов и депозитарного учета, которая станет своего рода "моделью",примером для подражания в процессе становления отечественного фондового рынка, стимулом для цивилизованного развития всего фондового рынка в России и СНГ.

**СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМЫХ ИСТОЧНИКОВ**

Законодательные акты:

1. Федеральный закон N 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» от 29 июля 1998 года
2. Федеральный закон N 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 года
3. Постановление Президиума Верховного Совета РСФРС. N 1697-1 «Об условиях выпуска государственного республиканского внутреннего займа РСФРС 1991 года» от 30 сентября 1991 г
4. Постановление Правительства Российской Федерации N 229 «О выпуске облигаций внутреннего государственного валютного облигационного займа» от 4 марта 1996 г.
5. Постановление Правительства Российской Федерации N 379 «Об утверждении генеральных условий эмиссии и обращения облигаций государственного сберегательного займа Российской Федерации» от 16 мая 2001 г.
6. Постановление Правительства Российской Федерации N 458 «О генеральных условиях эмиссии и обращения облигаций федеральных займов» от 15 мая 1995 г.
7. Постановление Правительства Российской Федерации N 316 «О Генеральных условиях эмиссии и обращения облигаций государственных нерыночных займов» от 21 марта 1996 г.
8. Постановление Правительства Российской Федерации N 790 «Об утверждении генеральных условий эмиссии и обращения государственных краткосрочных бескупонных облигаций» от 16 октября 2000 г.
9. Положение Центрального Банка Российской Федерации N 219-п «Об обслуживании и обращении выпусков федеральных государственных ценных бумаг» от 25 марта 2003 г.
10. Приказ Министерства финансов Российской Федерации N 11 «Об упорядочении работы по формированию и обслуживанию государственного внутреннего долга Российской Федерации» от 19 января 1996 г.
11. Приказ Министерства финансов Российской Федерации N 68н «Об утверждении условий эмиссии и обращения государственных сберегательных облигаций» от 19 августа 2004 г.
12. Приказ Министерства финансов Российской Федерации N 103н «Об утверждении условий эмиссии и обращения государственных краткосрочных бескупонных облигаций» от 24 ноября 2000 г.
13. Приказ Министерства финансов Российской Федерации N 65н «Об утверждении условий эмиссии и обращения облигаций федерального займа с постоянным купонным доходом» от 16 августа 2001 г.
14. Приказ Министерства финансов Российской Федерации N 45н «Об утверждении условий эмиссии и обращения облигаций государственного сберегательного займа Российской Федерации» от 15 июня 2001 г.
15. Приказ Министерства финансов Российской Федерации N 86н «Об утверждении условий эмиссии и обращения облигаций государственных нерыночных займов» от 21 сентября 2004 г.
16. Приказ Министерства финансов Российской Федерации N 37н «Об утверждении условий выпуска облигаций федерального займа с фиксированным купонным доходом» от 18 августа 1998 г.
17. Приказ Министерства финансов Российской Федерации N 37н «Об утверждении условий эмиссии и обращения облигаций федерального займа с амортизацией долга» от 27 апреля 2002 г.
18. Приказ Центрального Банка Российской Федерации N 02-78 «О проведении операций с государственными краткосрочными бескупонными облигациями» от 6 мая 1993 г.
19. Письмо Центрального Банка Российской Федерации N 13 «О работе с облигациями государственного республиканского Внутреннего займа РСФСР 1991 года» от 20 мая 1992 г.
20. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2008 – 2010 год Центрального Банка Российской Федерации

Учебная и периодическая литература:

1. Рынок ценных бумаг: учебник под ред. В.А.Галанова, А.И. Басова. – 2-е изд., перераб. И доп. –М.: Финансы и статистика. 2007. 448 с.
2. Чумаченко А. Государственный внутренний долг РФ и государственные внутренние заимствования (долговая стратегия Минфина России на внутреннем рынке). РЦБ № 16 2005.
3. Алёхин, Б.И. Государственный долг: учебное пособие / Б.И. Алёхин. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 335 с.
4. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учеб. Для вузов / Под ред. О.И. Дегтяревой и др. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2002. – 502с.
5. Данилов, Ю.А. Рынки государственного долга: Мировые тенденции и российская практика / Ю.А. Данилов. – М.: ГУ ВШЭ, 2002. – 432с.
6. Никифорова В.Д. Государственные и муниципальные ценные бумаги: учебное пособие / В.Д. Никифорова. – С.-П.: Питер, 2009.

1. [↑](#footnote-ref-1)