Ульянецкий Максим Михайлович. Формирование портфеля государственных облигаций как инструмента снижения кредитных рисков государства : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Ульянецкий Максим Михайлович; [Место защиты: Рос. эконом. акад. им. Г.В. Плеханова].- Москва, 2009.- 146 с.: ил. РГБ ОД, 61 09-8/1964

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Необходимость системного подхода к государственным облигациям 9

1.1. Государственные облигации как инструмент макроэкономического регулирования 9

1.2. Риск дефолта как наиболее существенный из рисков государственных облигаций 25

1.3. Сущность портфельного подхода как метода управления государственными облигациями 39

Глава 2. Государственные облигации как вариативная форма существования государственного долга 49

2.1. Государственные облигации с разными сроками обращения: преимущества и недостатки 49

2.2. Государственные облигации, индексируемые на темпы роста инфляции: преимущества и сфера использования 74

2.3. Преимущества индексации государственных облигаций на темпы роста ВВП 96

Глава 3. Использование портфельного подхода к государственным облигациям России 107

3.1. Метод индексирования государственных облигаций в российских условиях 107

3.2. Диверсификация и состав портфеля облигаций государства 120

Заключение 134

Список литературы 139

Введение

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Государственные облигации представляют собой крупнейший сегмент современного финансового рынка, обороты торгов, набор инструментов и количество участников которого постоянно увеличивается и расширяется.

Рынок государственных облигаций является эффективным средством аккумулирования финансовых средств на рынке ссудного капитала и ценных бумаг, а также, ввиду этого, представляет собой мощнейший инструмент макроэкономического регулирования. Рынок государственных облигаций является не только важнейшей составляющей фискальной политики, но и инструментом реализации стратегически важных структурных реформ.

Актуальность исследования государственных облигаций обусловлена тем, что:

1. За последние 30 лет в разных странах прокатилась волна крупнейших дефолтов по государственному долгу;
2. Государственные облигации, считающиеся безрисковыми долговыми инструментами, тем не менее, являются носителями суверенного риска. Государственные облигации необходимо исследовать не только с точки зрения их использования в качестве наименее рискового объекта инвестирования, но и с позиций возникновения первичных кредитных рисков финансового рынка;

3) Требуется уточнить содержание экономических категорий,  
относящихся к теоретическим основам рынка государственных облигаций;

4) Необходимо постоянно обобщать накапливаемый опыт развития  
рынка государственных облигаций для выработки методов по борьбе с  
процессом возрастания макроэкономических рисков, кредитных рисков  
государственного долга;

1. На основе анализа важно выявить потенциальные риски различных классов государственных облигаций с целью определения наименее рисковых типов государственных облигаций и включения их в портфель наименьшего риска;
2. Необходимо развитие российского рынка государственных облигаций с целью обеспечения возможности реализации Стратегии развития финансового рынка РФ на период до 2020 г. (Россия — мировой финансовый центр), а также интеграции России в мировой финансовый рынок.

**Степень научной разработанности проблемы.**Теоретические основы развития государственных облигаций раскрываются в научных трудах отечественных и зарубежных ученых и специалистов-практиков: Алехина Б., Альфаро Л., Барро Р., Боренштайна Э., Брагинская Л., Вавилова А., Вавилова Ю., Галанова В., Головачева Д., Гольдфаджна И., Гриффиф-Джоунса С, Гуидотти П., Данилова 1С, Жеанне С, Златкис Б., Кальво Г., Канчука Ф., Костикова И., Кругмана П., Мауро П., Миссайла А., Решрайтера А., Табовы А., Ушвицкого Л., Хейфеца Б., Цеттелмейера Дж., Чамона М., Шармы К., Шиллера Р. и других. Однако обычно эти исследования связаны с теоретическими подходами к государственному долгу, вопросами реструктуризации, а государственный долг рассматривается как единая макроэкономическая категория. Государственному же долгу с позиции дифференцированного набора облигаций уделяется недостаточное внимание. Малоисследованными остаются классы индексированных государственных облигаций.

**Целью диссертационного исследования**является разработка теоретических положений и практических рекомендаций, направленных на ускорение процесса развития российского рынка государственных облигаций в рамках эффективной реализации правительственной Стратегии развития

финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года. На основе поставленной цели осуществлялось решение следующих **задач:**

1. Уточнить экономические категории рынка государственных облигаций;
2. Выявить основные направления использования рынка государственных облигаций, а также присущих им рисков;

3) Исследовать зарубежный опыт эмиссии различных классов  
государственных облигаций с целью определения возможности и  
целесообразности его использования в современных российских условиях;

1. Разработать метод индексирования государственных облигаций, который подходил бы для российского финансового рынка в текущих кризисных условиях;
2. Сформировать портфель облигаций государства, отличающийся высокой степенью диверсификации и низким кредитным риском.

**Объектом исследования**выступают государственные облигации как первоисточник кредитных рисков финансового рынка.

**Предметом исследования**является разработка портфельного подхода к эмиссии и обслуживанию государственных облигаций с целью повышения их ликвидности при контролируемом уровне кредитного риска.

**Теоретической основой**диссертационного исследования послужили существующая теория финансов, научные труды отечественных и зарубежных специалистов по проблемам организации и функционирования рынка государственного долга, а также эмиссии и обращения государственных облигаций. В процессе диссертационного исследования были изучены российские и зарубежные законодательные акты, материалы научных конференций, проанализированы статистические, справочные, аналитические и

обзорные материалы институтов, министерств финансов, национальных банков, казначейств и международного информационного агентства Bloomberg за период 1950-2008 гг.

**Методологической основой**исследования служат диалектические принципы изучения процессов и явлений в их взаимообусловленности и взаимозависимости, логический и системный анализы экономической информации и практического опыта.

**Научная новизна результатов диссертационного исследования**состоит в следующем:

1. Обосновывается необходимость диверсификации набора облигаций государства и управления ими с позиций портфельного подхода, позволяющих сформировать портфель государственных облигаций наименьшего риска;
2. Сформулировано регулирующее свойство рынка государственных облигаций на трех уровнях: уровень домохозяйств, макроэкономический уровень, уровень мирового финансового рынка;
3. Среди прочих рисков, присущих государственным облигациям, выделен риск государственного дефолта и определена его экономическая сущность, что позволило рассматривать государственный дефолт как нарушение государством условий кредитного договора или проспекта эмиссии государственных долговых ценных бумаг;
4. Выявлены основные классы государственных облигаций с их уникальными характеристиками, влияющими на кредитный риск государства;

5) Обоснована необходимость связи сроков погашения государственных  
облигаций с колл-опционом с периодичностью установления ставки  
рефинансирования национальным банком;

1. Предложен механизм функционирования государственного срочного аннуитета, определен алгоритм установления купонной ставки срочного аннуитета, разработана формула расчета разницы в скорости приращения денежного предложения от купонных платежей по срочному аннуитету по сравнению с купонными платежами по купонной облигации аналогичного срока обращения и внутренней доходности;
2. Разработан метод индексирования государственных облигаций в современных российских условиях, позволяющий существенно снизить кредитный риск государства;

**Практическая значимость результатов исследования**заключается в том, что они могут быть использованы в деятельности правительств, министерств финансов, национальных банков, казначейств, органов регулирования финансового рынка, инвесторов в государственные облигации, а также в системе высшего профессионального образования.

Практическую значимость имеют:

1. Рекомендации по снижению кредитных рисков по основным выявленным классам государственных облигаций;
2. Рекомендации по внесению поправок в Бюджетный кодекс РФ и Гражданский кодекс РФ;
3. Алгоритм определения купонной ставки для государственного срочного аннуитета;
4. Метод индексирования государственных облигаций пониженного кредитного риска государства;
5. Диверсифицированный портфель облигаций государства;
6. Пути увеличения ликвидности российского рынка государственных облигаций;

7) Теоретические положения и выводы диссертации, которые могут быть использованы в учебном процессе высших учебных заведений.

**Апробация диссертационной работы.**Результаты исследования, касающиеся диверсификации и формирования портфеля государственных облигаций с целью привлечения розничных и институциональных инвесторов и размещения их ресурсов на рынке ценных бумаг, были использованы ЗАО «Газэнергопромбанк» при формировании стратегии его развития.

Основные положения и выводы диссертационной работы докладывались на Международных Плехановских чтениях, обсуждались со специалистами российских и зарубежных финансовых организаций и были применены при разработке и проведении семинарских занятий для студентов Российской экономической академии им. Г.В. Плеханова.

**Публикации.**По теме диссертации опубликовано 19 научных работ общим объемом 12,6 п.л.

**Структура и объем диссертации.**Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованной литературы. Текст изложен на 138 страницах, содержит 15 таблиц, 22 рисунка, в списке использованной литературы 115 наименований.

## Государственные облигации как инструмент макроэкономического регулирования

На сегмент государственных долговых ценных бумаг приходится довольно существенная часть мирового финансового рынка, причем, как в количественном выражении (объемы торгов и размеры заемного капитала), так и по степени влияния, которое государственные облигации наиболее крупных и развитых стран мира оказывают на мировой финансовый рынок.

Современные тенденции развития финансовых рынков привели к существенному возрастанию роли государственных облигаций по макроэкономическому регулированию. Рассмотрим данную функцию, а также остальные, выполняемые государственными облигациями.

1. Фискальная функция. Данная функция отражает сущность облигации как долговой ценной бумаги, удостоверяющей отношения займа. Ввиду этого цель ее выпуска у государства, в первую очередь — привлечение финансовых ресурсов.

Привлечение заемного капитала государствами осуществляется на протяжении уже многих столетий, причем, наиболее существенно в периоды нехватки налоговых доходов. В 13-16 вв. займы в виде аннуитетов широко выпускались во Фландрии и Брабанте (территория современной Бельгии), а также в Нидерландах и немецких городах.

В середине 17 в. в Европе, государственные финансы которой были истощены многолетними войнами, появился принципиально новый вид долговых инструментов — тонтины, которые представляли собой пример государственного группового аннуитета. Термин "bond" появляется только в конце 19 в. До этого, в основном, использовались два термина, которые обозначали государственную долговую ценную бумагу: "Annuity" и "Consolidated Stock".

Наиболее интенсивно заемная функция государственных (муниципальных) долговых ценных бумаг использовалась в США, где на протяжении 19 в. муниципальные облигации, по которым часто объявлялся дефолт, выступали инструментом первоначального накопления капитала муниципалитетами.

Российская империя также активно выпускала вечные ренты, в СССР были распространены принудительные займы. В период 1991-1998 г. привлекаемые Россией займы, использовались в основном, с целью первоначального накопления капитала группой коррупционеров. В первое же постдефолтное десятилетие Россия проводит крайне консервативную долговую политику, и величина государственного долга составляет около 6,3% ВВП.

2. Функция сбережений и инвестиций. Безрисковость государственных облигаций (у государства есть монопольное право денежной эмиссии и сбора налогов для выполнения своих обязательств) делает их великолепным объектом сбережения. Кроме того, государственные облигации - это ценные бумаги, которые приносят купонный доход, а также предоставляют возможность получения спекулятивной прибыли от перепродажи их на вторичном рынке.

## Государственные облигации с разными сроками обращения: преимущества и недостатки

Дефолт не всегда развивается по сценарию России 1998 г., когда финансисты говорили о его неминуемом приближении еще весной 1998 г., когда постоянно привлекались все новые займы ГКО, а их доходность превышала все разумные пределы.

Дефолт может возникнуть внезапно, спровоцированный резкой нехваткой средств в бюджете, которые необходимы для погашения тех же векселей (при наличии профицитного бюджета и достаточного размера золотовалютных резервов такая ситуация практически исключается, хотя вероятность кассового разрыва ни коим образом не исключается). Государственный бюджет подвержен сезонным флуктуациям в течение одного года. Предприятия могут выплачивать налоги один раз в квартал или год, а выплаты зарплат, пенсий, стипендий и социальных пособий осуществляются ежемесячно, а иногда и два раза в месяц. В этом случае дефолт может возникнуть по чисто техническим причинам вследствие кассового разрыва бюджета. Решающая разница во времени между суммой поступлений в бюджет и датой погашения сверхкоротких инструментов может сводиться до нескольких дней.

В описанной ситуации кассового разрыва бюджета краткосрочные векселя сами по себе не являются первопричиной дефолта (если он все же случается), однако риск дефолта находится в прямой зависимости от удельного веса краткосрочных инструментов и частоты их погашения.

2) Сверхкороткие инструменты, особенно в случае эмиссии с целью финансирования внезапного кризиса ликвидности, ничем не обеспечиваются. Их обеспечением выступают будущие бюджетные поступления, а с учетом ситуации кризиса ликвидности непоступление последних или их очередная задержка весьма вероятны. Так, по причине явной недостаточности бюджетных доходов в 1975 г. штат Нью-Йорк не смог разместить выпуск коротких облтгаций для рефинансирования долга, что привело к дефолту.

Казначейские векселя управления наличностью США являются самыми короткими бумагами во всей структуре мировых государственных ценных бумаг. Государство в момент кризиса ликвидности старается сэкономить, поэтому эмитируются векселя со сроком обращения порядка 5-7 дней. Факт эмиссии во время кассового разрыва таких сверхкоротких инструментов делает их совершенно необеспеченными, что значительно увеличивает дефолт-риск.

## Метод индексирования государственных облигаций в российских условиях

Отсутствие практики индексирования государственных облигаций в России приводит к основным двум негативным последствиям:

1) Происходит снижение привлекательности российских ОФЗ из-за высоких темпов роста инфляции. Реальная ставка доходности долгосрочных облигаций России в декабре 2008 г. составила (-2,23%);

2) Возникает проблема управления пенсионными накоплениями.

По итогам 2008 г. Внешэкономбанк, государственная управляющая компания пенсионными накоплениями, впервые с 2004 г. показал отрицательную доходность (-0,5%), а убыток составил 1,2 млрд. руб.36 Высокая инфляция делает непривлекательными российские облигации, которые являются одними из объектов вложений пенсионных накоплений, среди которых не имеется индексируемых выпусков.

В виду того, что спектр активов, в которые Внешэкономбанку законодательно разрешено инвестировать пенсионные накопления довольно узок (российские государственные облигации, валютные государственные облигации, российские ипотечные облигации, гарантированные государством и остатки средств на счетах доверительного управления), в 2009 г. существенным образом возрастает риск ухода пенсионных накоплений в иностранные государственные облигации.

Государственного резервного фонда. Пенсионные активы России - это средства, изначально созданные внутри российской экономики, и их инвестирование в российские активы придать ускорение темпам роста инфляции не может.

Для этого необходимо предоставить рынку объект долгосрочного безрискового инвестирования с возможностью индексации (пенсионные деньги являются "длинными", что делает их крайне уязвимыми даже перед умеренной инфляцией).

Кроме того, долгосрочные индексируемые облигации крайне необходимы для страховых компаний. В частности, на российском страховом рынке совершенно не развито добровольное страхование жизни.

В главе 2 настоящей диссертации были раскрыты основные характеристики государственных индексируемых облигаций. Были выбраны два блока: индексация на темпы роста инфляции и индексация на темпы роста ВВП.

России целесообразно начать выпуск обоих классов инструментов. Стоит признать, что темпы роста инфляции достаточно высоки, однако здесь важны темпы прироста, которые являются приемлемыми и опасений не вызывают. Эмиссия государственных облигаций с индексацией на темпы роста ВВП просто необходима для России: с учетом того, что пока еще в мире выпуск данных облигаций находится на стадии рассмотрения, Россия, первая выпустившая такой инструмент, могла бы рассчитывать на массовый приток иностранных инвесторов.