

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

**ОБЗОР ДЕЯТЕЛЬНОСТИ  
БАНКА РОССИИ  
ПО УПРАВЛЕНИЮ РЕЗЕРВНЫМИ  
ВАЛЮТНЫМИ АКТИВАМИ**

*Выпуск 2 (10)*

Москва  
2009

При использовании материала ссылка на Центральный банк  
Российской Федерации обязательна

© Центральный банк Российской Федерации, 2009  
107016, Москва, ул. Неглинная, 12  
e-mail: reservesmanagement@mail.cbr.ru

## ПРЕДИСЛОВИЕ

Вашему вниманию предлагается очередной выпуск обзора деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. В первом разделе приведены результаты управления резервными активами за период с октября 2007 по сентябрь 2008 года. В течение рассматриваемого периода управление резервными валютными активами осуществлялось в условиях нестабильности на мировых финансовых рынках и нарастающего финансового кризиса. Это обстоятельство обусловило большинство изменений структуры резервных активов и в значительной мере – изменения динамики их доходности.

Результаты управления резервными валютными активами публикуются с временным лагом не менее 6 месяцев. Чувствительность процессов ценообразования на мировых фи-

нансовых рынках к действиям крупнейших игроков (к которым, учитывая объем активов, можно отнести и Банк России) высока, и это особенно заметно в текущих рыночных условиях.

Второй раздел содержит краткий анализ текущих тенденций в мировой экономике и на финансовых рынках.

В приложениях к настоящему выпуску приведены обзор международного валютного рынка, а также обзор мер центральных банков и правительств разных стран по противодействию финансовому кризису.

В следующем выпуске обзора будут рассмотрены результаты управления валютными резервными активами за 2008 г., а также актуальные тенденции международного валютного и денежного рынков.



## СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие .....	3
Содержание .....	5
1. Управление резервными валютными активами Банка России с октября 2007 по сентябрь 2008 года .....	7
2. Обзор конъюнктуры мировых финансовых рынков в октябре 2008 – марте 2009 года ....	12
2.1. Глобальные тенденции .....	12
2.2. Соединенные Штаты Америки .....	19
2.3. Экономический и валютный союз .....	22
2.4. Соединенное Королевство .....	25
2.5. Япония .....	28
2.6. Рынок золота .....	30
Приложение 1. Международный валютный рынок .....	32
Приложение 2. Обзор мер, направленных на поддержку экономики ведущих развитых и развивающихся стран .....	38
Глоссарий .....	48



## 1. УПРАВЛЕНИЕ РЕЗЕРВНЫМИ ВАЛЮТНЫМИ АКТИВАМИ БАНКА РОССИИ С ОКТЯБРЯ 2007 ПО СЕНТЯБРЬ 2008 ГОДА

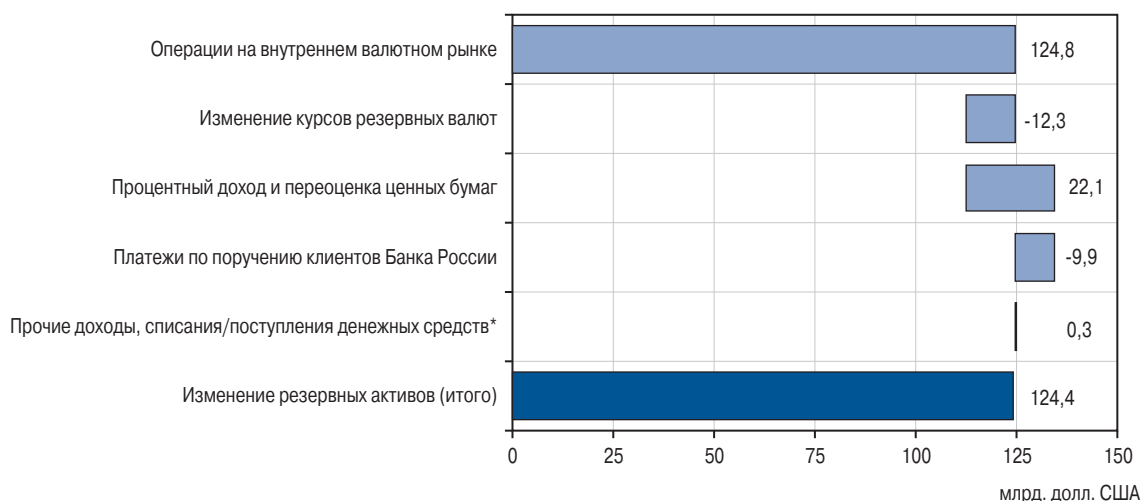
За период с октября 2007 по сентябрь 2008 г. *резервные<sup>1</sup> валютные активы* Банка России выросли на 124,3 млрд. долл. США – до 537,6 млрд. долл. США. Основным фактором увеличения резервных валютных активов в рассматриваемый период была покупка Банком России иностранной валюты на внутреннем валютном рынке (см. рисунок 1.1). Дополнительными факторами, повлиявшими на динамику резервных активов, стали получение дохода от операций с активами Банка России в иностранной валюте и драгоценных металлах, а также изменение курсов остальных *резервных валют* к доллару США (последний фактор оказал на их динамику понижающее воздействие).

**Распределение активов Банка России в резервных валютах по видам валют.** Резервные валютные активы Банка России в течение рассматриваемого периода были номинированы в долларах США, евро, фунтах стерлингов Соединенного Королевства и японских иенах (см. рисунок 1.2). У Банка России имелись также обязательства, вы-

раженные в резервных валютах: остатки на счетах клиентов, включая счета Федерального казначейства в Банке России, и денежные средства, полученные по *операциям РЕПО* с иностранными контрагентами<sup>2</sup>.

Разница между величиной активов Банка России в резервных валютах и величиной обязательств Банка России в указанных выше иностранных валютах представляет собой чистые резервные валютные активы, валютная структура которых является источником валютного риска. Принимаемый Банком России уровень валютного риска ограничивается нормативной валютной структурой резервных валютных активов Банка России, которая определяет целевые значения долей резервных валют в чистых резервных валютных активах и пределы допустимых отклонений от нее. Так как общая величина валютных резервных активов измеряется в долларах США, под валютным риском в процессе управления валютными резервами понимается снижение стоимости валютных резервов вследствие отклонения фактической валютной структуры

**Рисунок 1.1. Факторы изменения величины активов Банка России в резервных валютах с октября 2007 по сентябрь 2008 года**

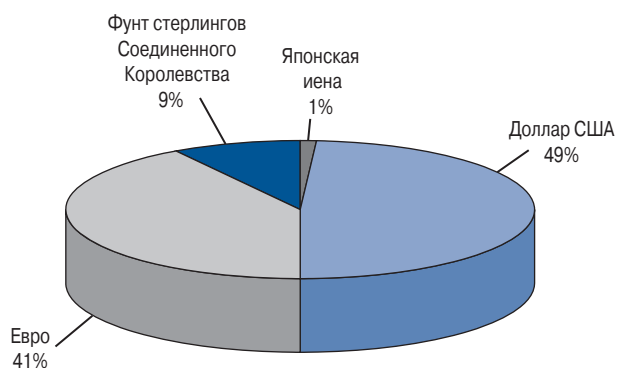


\* Статья «Прочие доходы, списания/поступления денежных средств» учитывает отток средств для осуществления платежей по внешнему долгу Правительства Российской Федерации, результаты операций с драгоценными металлами и нерезервными валютными активами.

<sup>1</sup> Начиная с данного выпуска данные по валютным активам включают в себя нерезервные активы: российские еврооблигации, депозиты в иностранной валюте в российских банках и прочие активы в иностранных валютах.

<sup>2</sup> Денежные средства, полученные по операциям прямого РЕПО с иностранными контрагентами, в расчет валютных резервных активов не включаются.

**Рисунок 1.2. Распределение активов Банка России в резервных валютах по видам валют по состоянию на конец периода**

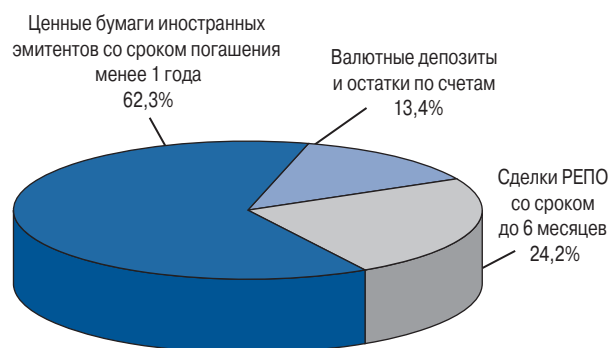


от нормативной при неблагоприятных колебаниях курсов резервных валют к доллару США.

Нормативная валютная структура валютных резервов Банка России в рассматриваемый период не менялась.

С октября 2007 по сентябрь 2008 г. на международном валютном рынке Банком России проводились конверсионные сделки с долларом США, евро, фунтом стерлингов и японской иеной. Благодаря значительным объемам покупки долларов США на внутреннем валютном рынке и изменению величины и структуры обязательств Банка России в иностранных валютах (счета Федерального казначейства) основной объем сделок приходился на продажи долларов США против других резервных валют для приведения их доли в величине чистых валютных активов в соответствие с нормативным показателем.

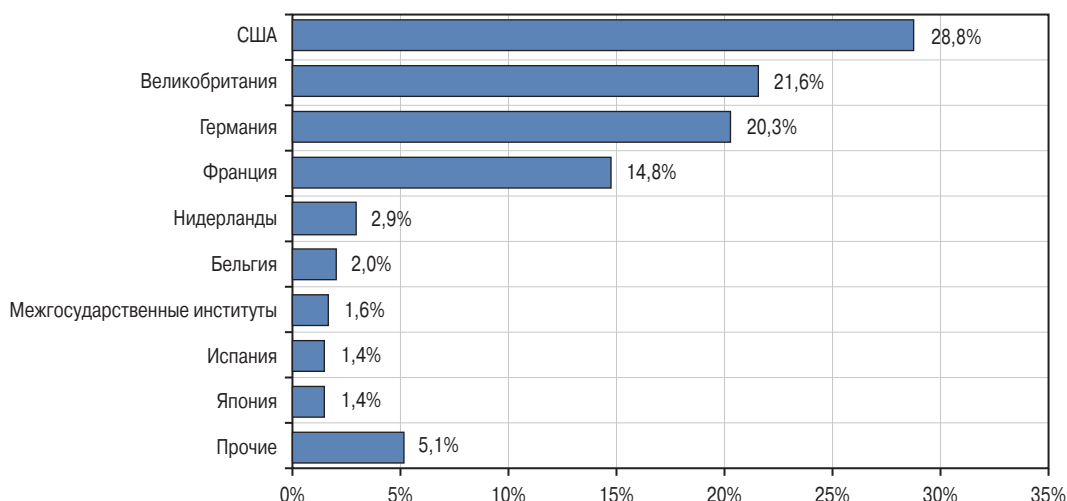
**Рисунок 1.3. Распределение резервных валютных активов Банка России по видам инструментов по состоянию на конец периода**



**Структура резервных валютных активов по видам инструментов.** По состоянию на 30 сентября 2008 г. резервные валютные активы Банка России были инвестированы в следующие классы инструментов: депозиты и остатки на корреспондентских счетах – 13,4%, сделки РЕПО – 24,2%, ценные бумаги иностранных эмитентов – 62,3% (см. рисунок 1.3). Ценные бумаги иностранных эмитентов представляют собой купонные государственные облигации США, Германии, Соединенного Королевства, Франции, Нидерландов, Австрии, Бельгии, Испании, Финляндии, Ирландии, бескупонные и купонные ценные бумаги государственных агентств указанных стран.

Географическое распределение резервных валютных активов по состоянию на 30 сентября 2008 г. представлено на рисун-

**Рисунок 1.4. Географическое распределение активов Банка России в резервных валютах по состоянию на конец периода**





ке 1.4. На США приходилось 28,8% активов, Соединенное Королевство – 21,6%, Германию – 20,3%, Францию – 14,8%, на остальные страны – 14,5%.

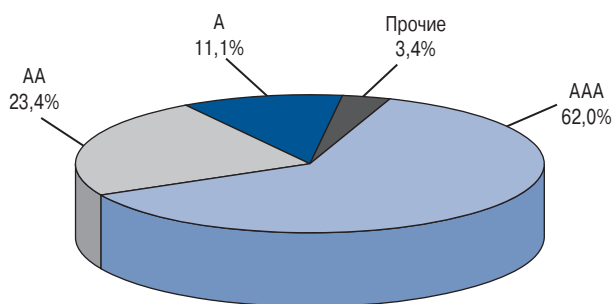
Распределение построено по признаку местонахождения головных контор банковских групп – контрагентов Банка России по операциям денежного рынка и эмитентов ценных бумаг, входящих в состав портфелей резервных валютных активов Банка России.

**Распределение резервных валютных активов по степени кредитного риска.** Кредитный риск ограничивался лимитами, установленными на контрагентов Банка России, а также требованиями, предъявляемыми к кредитному качеству эмитентов ценных бумаг, входящих в состав резервных валютных активов Банка России. Минимально допустимый рейтинг долгосрочной кредитоспособности контрагентов и должников Банка России по операциям с резервными валютными активами Банка России установлен на уровне «А» по классификации рейтинговых агентств Fitch Ratings и Standard & Poor's (либо «A2» по классификации рейтингового агентства Moody's). Минимальный рейтинг выпусков долговых ценных бумаг (или эмитентов долговых ценных бумаг) установлен на уровне «AA–» по классификации рейтинговых агентств Fitch Ratings и Standard & Poor's (либо «Aa3» по классификации рейтингового агентства Moody's). Сделки, связанные с управлением резервными валютными активами, заключались с включенными в соответствующий перечень иностранными контрагентами в пределах установленных на них лимитов по кредитному риску.

Состав портфелей резервных валютных активов Банка России в зависимости от их кредитного рейтинга приведен на рисунке 1.5. По состоянию на 30 сентября 2008 г. активы с рейтингом «AAA» составляли 62,0% всех резервных валютных активов, с рейтингом «AA» – 23,4%, с рейтингом «А» – 11,1%. Распределение построено на основе информации о рейтингах долгосрочной кредитоспособности, присвоенных головным конто-

рам банковских групп – контрагентов Банка России по операциям денежного рынка и эмитентам ценных бумаг, входящих в состав портфелей резервных валютных активов Банка России, рейтинговыми агентствами Fitch Ratings, Standard & Poor's и Moody's. Если рейтинги контрагента или эмитента по классификации указанных агентств различались, во внимание принимался наиболее низкий рейтинг. Распределение по уровню кредитного риска представлено по основным рейтинговым категориям «AAA», «AA», «А» без детализации рейтинговой шкалы внутри каждой категории<sup>1</sup>.

**Рисунок 1.5. Распределение резервных активов Банка России по кредитному рейтингу по состоянию на конец периода**



**Доходность резервных валютных активов.** Для оценки показателей процентного риска и доходности портфелей фактических активов используются *нормативные портфели*. Они формировались в соответствии с процедурой, установленной внутренними документами Банка России.

С 1 апреля 2008 г. ребалансировка нормативных портфелей осуществлялась еженедельно. Нормативный портфель представлял собой набор инструментов, сформированный путем присвоения определенного веса (доли) в портфеле каждому инструменту, соответствующему установленным внутренними документами Банка России требованиям. Вес инструмента в нормативном портфеле определялся в зависимости от емкости рынка данного инструмента.

<sup>1</sup> Дополнительно для сравнения рейтингов долгосрочной кредитоспособности внутри каждой рейтинговой категории используются знаки «+» или «-» для рейтинговой шкалы Standard & Poor's и Fitch Ratings, и цифры 1, 2, 3 – для рейтинговой шкалы Moody's.

**Таблица 1.1. Доходность валютных резервных активов Банка России (% годовых)**

Активы		Доллары США	Евро	Фунты стерлингов Соединенного Королевства	Японские иены
Доходность одновалютных портфелей за апрель–сентябрь 2008 г.	фактического	1,6	3,4	4,7	0,4
	нормативного	2,0	3,6	4,5	0,2
Фактическая доходность одновалютных портфелей с октября 2007 по сентябрь 2008 г.		5,0	4,2	6,7	0,3

В качестве показателя процентного риска, то есть риска финансовых потерь вследствие изменений процентных ставок по каждой из резервных валют, использовалась *дюрация*. Для ограничения процентного риска устанавливались пределы отклонений эффективной дюрации фактических портфелей резервных валютных активов Банка России от аналогичных показателей нормативных портфелей.

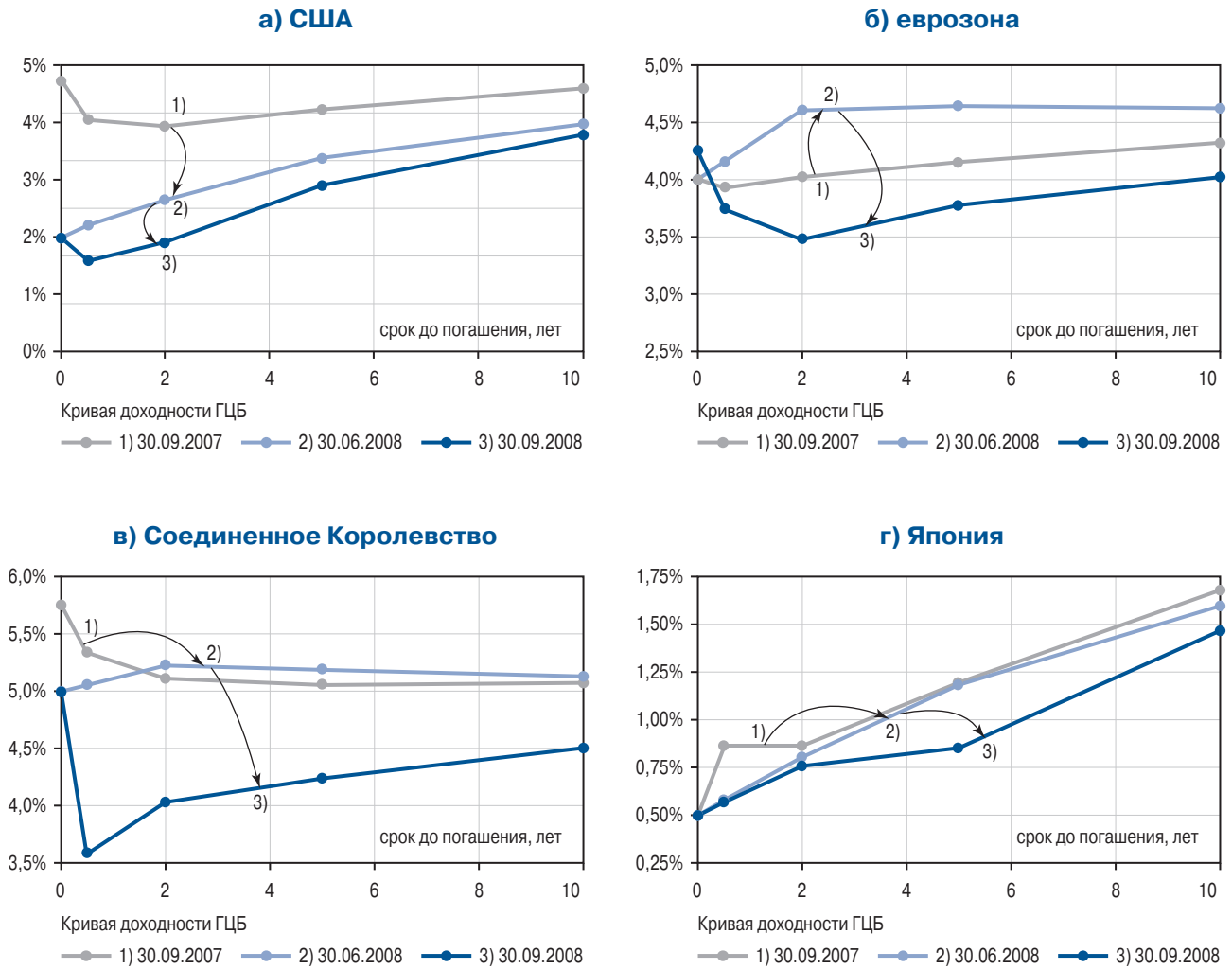
Доходность и эффективная дюрация фактических портфелей и соответствующих им нормативных портфелей оценивались на ежедневной основе. Показатели доходности учитывали как реализованные доходы, так и изменения в стоимости входящих в портфели активов. Доходность оценивалась отдельно по каждому одновалютному портфелю. Показатели доходности портфелей валютных резервов Банка России за рассматриваемый период даны в таблице 1.1. В таблице не приводятся показатели доходности одновалютных нормативных портфелей за период с октября 2007 по март 2008 г., так как нормативное соотношение между *операционным и инвестиционным портфелями* не устанавливалось и доходность рассчитывалась отдельно для инвестиционного и операционного портфелей по каждой из валют.

В рассматриваемый период Банк России по-прежнему принимал меры, направленные на минимизацию негативного влияния кризиса на стоимость резервных валютных активов: была сокращена доля активов с рейтингом ниже «АА», установлены более жесткие требования к контрагентам и срокам по депо-

зитным операциям, дополнительно ограничен объем операций с иностранными контрагентами и операций, обеспеченных залогом. В этот период Банк России уделял повышенное внимание мерам по обеспечению сохранности резервных активов. На фоне снижения доверия инвесторов к негосударственным ценным бумагам сокращены их объемы в составе валютных резервных активов в пользу более краткосрочных инструментов и государственных облигаций, установлены дополнительные ограничения на объемы вложений в негосударственные ценные бумаги.

Эффект «*бегства в качество*», который усиливался по мере развития финансового кризиса, сказался в первую очередь на динамике ставок по государственным облигациям. Существенное снижение ставок в США и Соединенном Королевстве по всей *кривой доходности* определило достаточно высокие значения фактической доходности по всем одновалютным портфелям в течение всего рассматриваемого периода (см. рисунок 1.6). Однако во II квартале 2008 г. на финансовых рынках наблюдался рост доходности государственных ценных бумаг. Это было связано с временной стабилизацией на финансовых рынках и нарастанием инфляционных ожиданий. В этот период ожидания участников рынка сместились в сторону повышения *ключевых ставок* ведущими центральными банками, что вызвало снижение цен и определило низкую доходность нормативных и фактических портфелей в период с апреля по сентябрь 2008 года.

**Рисунок 1.6. Кривые доходности рынка государственных ценных бумаг в США, еврозоне, Соединенном Королевстве и Японии**



## 2. ОБЗОР КОНЪЮНКТУРЫ МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ В ОКТЯБРЕ 2008 – МАРТЕ 2009 ГОДА

### 2.1. Глобальные тенденции

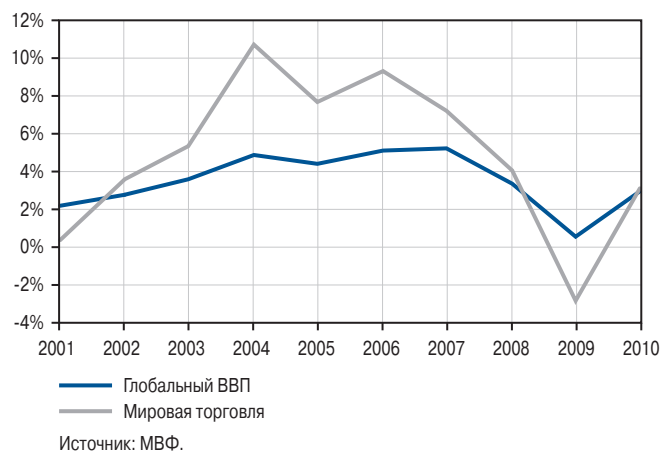
На протяжении последних месяцев 2008 г. и начала 2009 г. почти во всех регионах мира наблюдалось резкое ухудшение экономической ситуации и усиление *волатильности* финансовых индикаторов. Кризис вышел далеко за рамки финансового сектора, все глубже проникая в реальную экономику. Зафиксированный по итогам IV квартала 2008 г. спад промышленного производства в ведущих развитых странах (самое значительное падение производства отмечено в Японии) стал рекордным за последние 60 лет. При этом ожидается, что итоги I квартала текущего года окажутся еще более неутешительными.

Окончательно развеялись надежды на то, что странам с формирующимися рынками удастся минимизировать влияние негативных тенденций в экономике развитых стран и сохранять на высоком уровне темпы своего экономического развития. Стремительное сокращение объемов мировой торговли и «пересыхание» потоков капитала из развитых экономик привели к существенному снижению деловой и потребительской активности, а впоследствии и к росту безработицы в указанной группе стран, включая ее признанных лидеров – Китай, Индию, Бразилию и Россию.

Наиболее ощутимое сокращение ВВП зарегистрировано в таких азиатских странах, как Республика Корея, Гонконг, Сингапур и Тайвань, традиционно играющих активную роль в мировых экспортных поставках. Что касается конкретных отраслей, то после жилищного рынка (который по-прежнему далек от стабилизации) следующей крупной жертвой кризиса стала автомобильная промышленность, страдающая из-за резкого снижения расходов потребителей на товары длительного пользования.

Некоторый оптимизм пока внушает лишь рост объемов банковского кредитования в Китае и возобновление спроса на некоторые

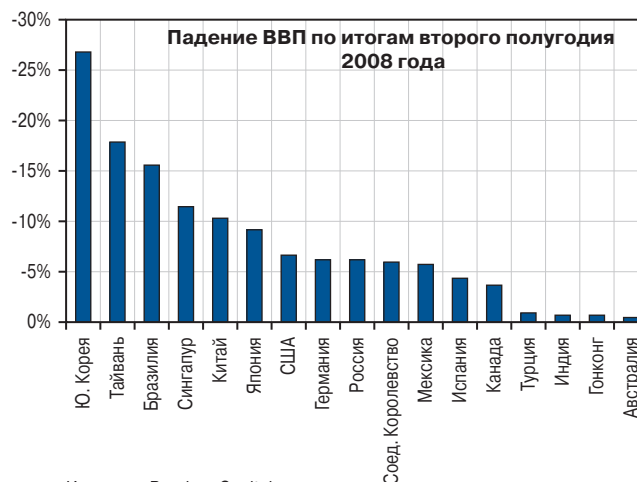
**По прогнозам МВФ, темпы роста мировой экономики и торговли в 2009 году будут самыми низкими за последние 60 лет**



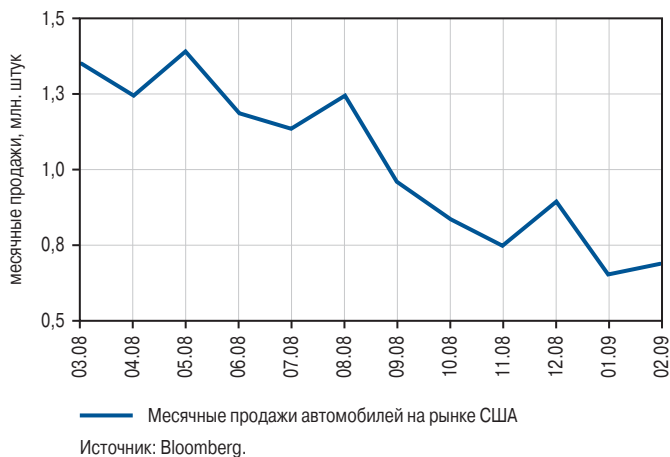
**Падение оборотов мировой торговли привело к резкому снижению спроса на международные грузовые перевозки**



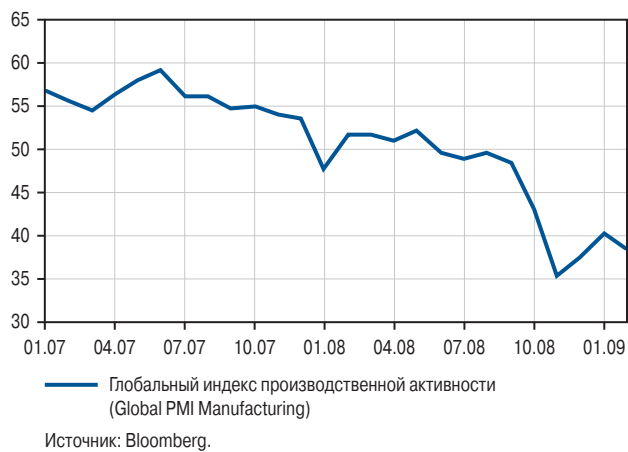
**Наибольшее падение темпов развития отмечается в экспортно ориентированных странах Азии**



### Продажи автомобилей на рынке США по сравнению с I кварталом 2008 года резко сократились



### Продолжается снижение активности в производственном секторе



### Показатели напряженности на финансовом рынке значительно превышают докризисный уровень



виды сырья в связи с началом реализации масштабной государственной программы по модернизации инфраструктуры. Вместе с тем ряд участников рынка высказывает опасения, что принимаемые китайскими властями меры по стимулированию внутреннего потребления не смогут в полной мере компенсировать потери от сокращения экспортных поставок. В сложившейся ситуации трудно рассчитывать на то, что китайская экономика сможет стать локомотивом мирового развития, тем более с учетом ее сравнительно небольшой (порядка 4%) доли в глобальном ВВП.

Преодолению кризисных явлений в глобальной экономике препятствовали сохраняющаяся нехватка капитала в финансовой системе, крайне осложняющая задачу восстановления докризисных масштабов кредитования корпоративного сектора и населения, а также нарастающая угроза дефляции.

Для нормализации ситуации на финансовых рынках и в реальном секторе монетарные власти по всему миру пошли на беспрецедентные по масштабам меры, включающие пополнение капитала кредитных учреждений, расширение программ страхования банковских депозитов и гарантий по банковским займам, снижение ключевых процентных ставок (в ряде случаев – вплоть до близкого к нулю уровня), учреждение двусторонних *своп-линий* и др. (см. Приложение 1).

В области бюджетно-налоговой политики упор делается на стимулирование экономической активности посредством увеличения госрасходов (в основном за счет инвестиций в крупные инфраструктурные и другие проекты) и снижения налогового бремени.

Однако преобладание среди участников рынка крайне пессимистичных прогнозов относительно дальнейшего развития ситуации в мировой экономике приводит к тому, что показатели напряженности на финансовом рынке, несколько снизившиеся по сравнению с сентябрьским пиком (спровоцированным банкротством холдинга Lehman Brothers), все же значительно превышают докризисный уровень. Дополнительную нервозность у инвесторов вызывают неопределенность относительно возможной продолжительности и глубины нынешней рецессии, а также ожи-

дания так называемой «третьей волны» финансового кризиса в развивающихся странах, прежде всего в странах третьего мира.

Тем не менее активное вмешательство монетарных властей помогло ослабить напряженность в ряде сегментов финансового рынка и сузить кредитные спреды. Например, инициативы Министерства финансов и Федеральной резервной системы США по покупке ценных бумаг государственных агентств, обеспеченных пулом ипотек, способствовали относительной нормализации ипотечного рынка. Спреды между доходностями обязательств агентств и гособлигаций, а также ставки по ипотечным кредитам для населения существенно снизились по сравнению с октябрём прошлого года. Так, ставка по 30-летним ипотечным займам впервые за последние 5 лет снизилась до 5%, что позволило многим заемщикам рефинансировать свою задолженность на льготных условиях.

Аналогичный эффект наблюдался и в сегменте ценных бумаг, обеспеченных другими видами активов, в частности потребительскими кредитами.

Расширение центральными банками перечня инструментов рефинансирования и масштабов проводимых операций позволило несколько улучшить ситуацию с привлечением финансирования банковскими институтами. Важную роль в этом играло предоставление государственных гарантий властями ведущих стран по новым заимствованиям кредитных учреждений, позволившее банкам увеличить сроки привлекаемых кредитов.

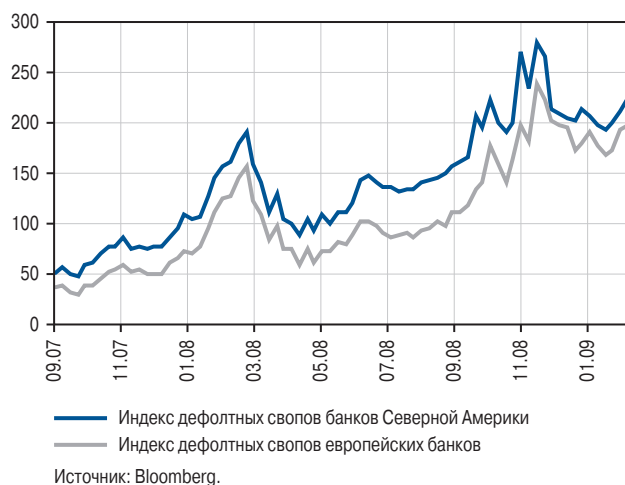
Большое значение имели также анонсированные правительствами ряда стран (США, Японии, Соединенного Королевства и др.) планы по покупке корпоративных облигаций и коммерческих бумаг. В результате в январе текущего года был отмечен рекордный всплеск активности среди корпоративных эмитентов с высоким рейтингом. Вместе с тем эмитенты с более низким кредитным рейтингом по-прежнему испытывают серьезные трудности с привлечением заемных средств.

Достигшие своего пика в начале декабря 2008 г. основные индексы дефолтных свопов продолжают демонстрировать высокую волатильность. Ненадолго снижаясь после объяв-

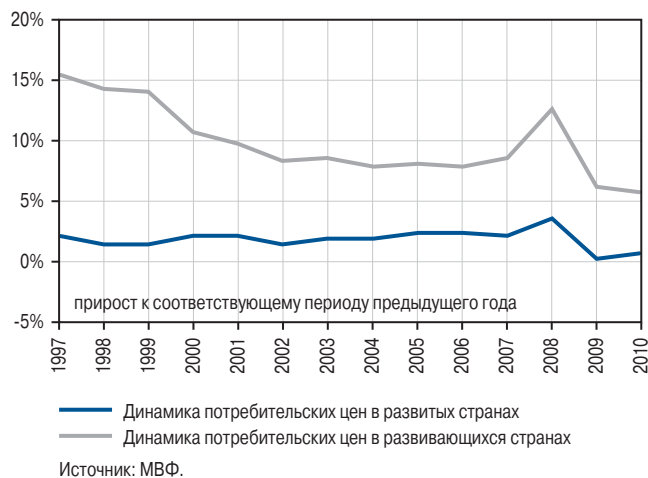
### Снижение инвестиционной привлекательности стран с формирующимися рынками негативно сказывается на их экономических перспективах



### Продолжают нарастать опасения относительно платежеспособности крупных североамериканских и европейских финансовых институтов

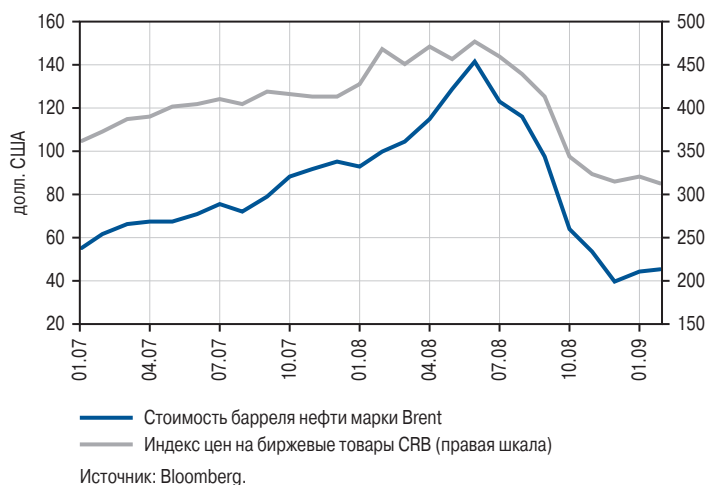


### Финансовые власти развитых стран вынуждены использовать для борьбы с дефляцией нетрадиционные меры денежно-кредитной политики

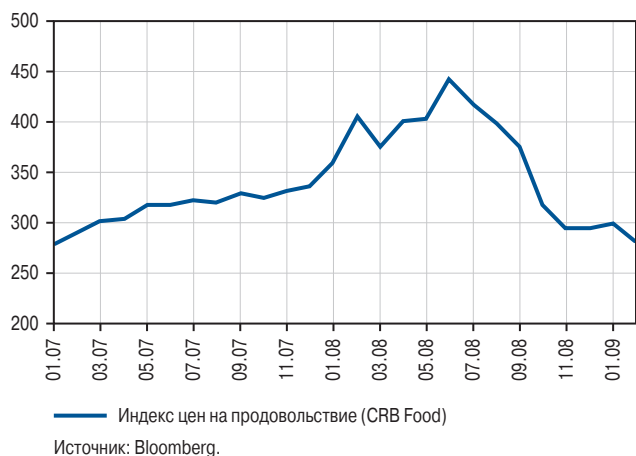




### Резкому снижению инфляционного давления способствовало падение цен на товарных и сырьевых рынках...



### ...и рынке продовольствия



### Опасения крупных потерь банков в результате операций в Восточной Европе спровоцировали новый виток роста недоверия среди участников рынка



лений об очередных стабилизационных мерах со стороны монетарных властей, их стоимость, как правило, вновь возрастает после выхода новых негативных макроэкономических данных или корпоративной отчетности. Рост количества дефолтов в группе корпоративных заемщиков с низким рейтингом не способствует восстановлению у инвесторов уровня толерантности к риску, характерного для докризисного периода.

За исключением непродолжительного ралли в январе 2009 г. динамика ведущих международных фондовых индексов в рассматриваемый период была негативной. Наиболее резкое снижение, помимо акций предприятий энергетического сектора, демонстрировали акции финансовых институтов, над которыми довели постоянно растущие суммы убытков (во многих случаях исчисляемые десятками миллиардов долларов США) и слухи об их возможной национализации. Переломить данную тенденцию пока не удается, несмотря на то что капитал ряда крупных банковских учреждений был пополнен частными инвесторами и государственными институтами на общую сумму 925 млрд. долл. США начиная с III квартала 2007 года.

Обвал котировок акций, в свою очередь, приводит к еще большему снижению доходов отдельных групп населения, инвестировавших свои сбережения на фондовом рынке, и, соответственно, к дальнейшему уменьшению потребительского спроса, и без того усугубляемого ростом безработицы.

Новый виток усиления взаимного недоверия участников рынка в феврале текущего года был спровоцирован предупреждением ведущих рейтинговых агентств о возможности снижения рейтинга западноевропейских банков, располагающих крупными филиальными сетями в Центральной и Восточной Европе. Согласно некоторым экспертным оценкам, потенциальный объем потерь западноевропейских (в основном австрийских, бельгийских и немецких) банков в этом регионе может составить порядка 500 млрд. долл. США. Чтобы не допустить дальнейшей эскалации кризиса в восточноевропейских и других потенциально уязвимых странах, ключевые международные финансовые организации (Международный

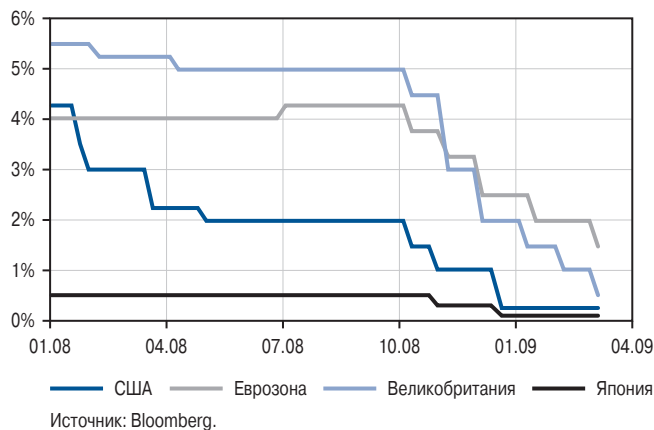
валютный фонд, региональные банки развития) поставили перед своими акционерами вопрос о необходимости существенного пополнения капитала.

В течение рассматриваемого периода сохранялась тенденция к снижению доходности высоконадежных государственных облигаций. Помимо проявления эффекта «бегства в качество» на фоне распродажи рискованных активов (в том числе активов развивающихся экономик), свою роль в этом сыграли озвученные монетарными властями США, Японии, Соединенного Королевства и ряда других развитых стран планы приступить к покупке долгосрочных государственных облигаций в целях борьбы с дефляционными тенденциями. С октября 2008 по март 2009 г. доходности 10-летних государственных облигаций США, Германии и Японии снизились на 87; 99 и 15 базисных пунктов соответственно. Вместе с тем данный процесс замедлился из-за усиления опасений участников рынка относительно чрезмерного роста государственного долга у ключевых участников мировой экономики.

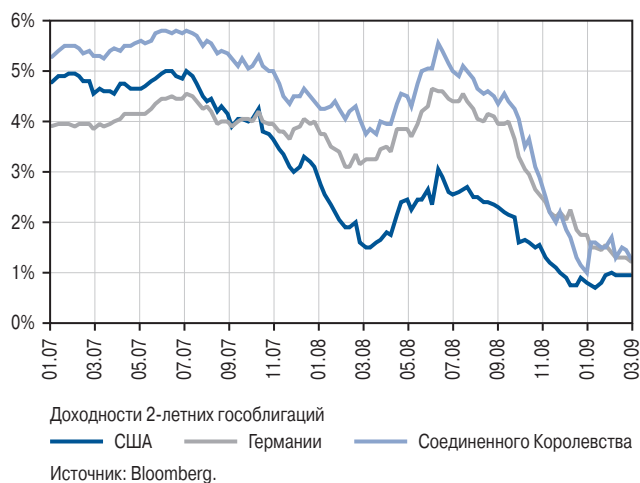
Еще одним фактором изменения ценовой тенденции на рынке гособлигаций может стать ожидаемое увеличение заимствований банков и корпораций под правительственные гарантии. По сути, это будет означать рост конкуренции между суверенными и квази-суверенными облигациями при привлечении инвесторов. Тревожным симптомом стала отмена ряда аукционов по размещению долгосрочных государственных ценных бумаг в европейских странах, включая Германию, по причине недостаточного спроса на них. Не стоит сбрасывать со счетов и вероятность падения спроса на гособязательства со стороны центральных банков Китая и государственных нефтеэкспортеров в силу резкого сокращения валютных поступлений от экспорта. Еще один фактор уменьшения международных резервов – необходимость защиты валют развивающихся стран от резкого обесценения.

Для валютных рынков в рассматриваемый период была характерна относительно высокая (по сравнению с докризисным периодом) волатильность. Повышенная нервозность участников рынка была связана в первую очередь с неопределенностью пер-

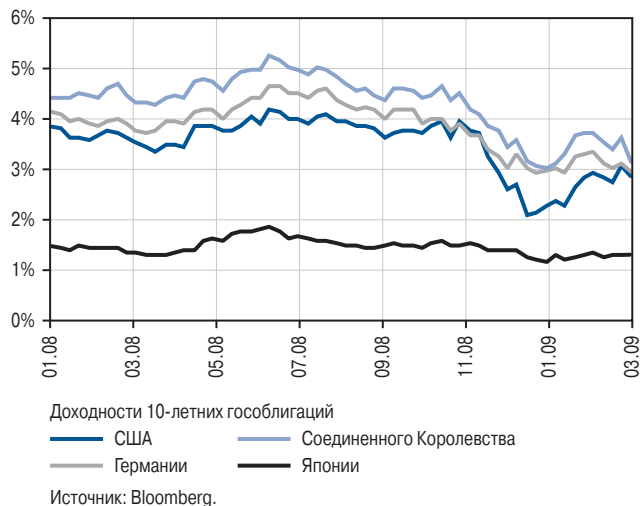
### Снижение процентных ставок в развитых странах до рекордно низких уровней...



### ...привело к резкому снижению доходности 2-летних гособлигаций

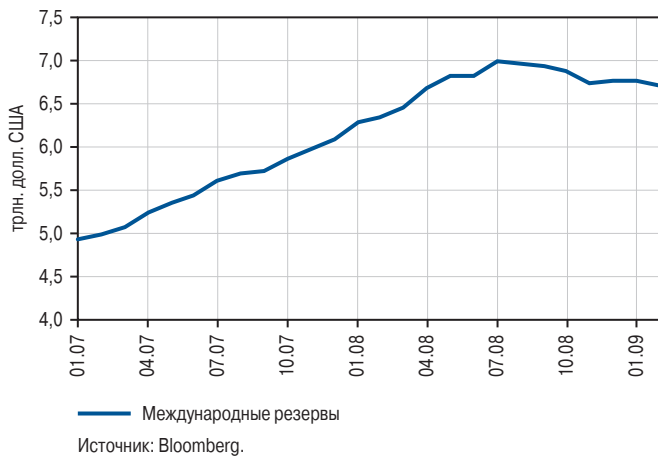


### Доходности 10-летних гособлигаций отражают нервозность инвесторов в условиях неопределенности перспектив развития мировой экономики

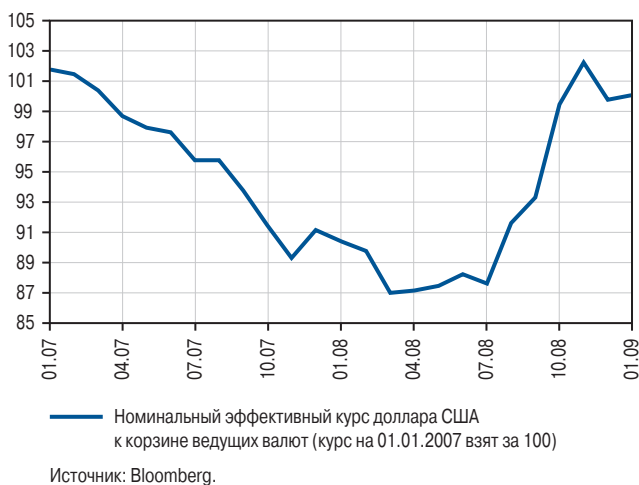




**Уменьшение экспортных доходов развивающихся стран и необходимость защиты валютных курсов привели к остановке роста международных резервов**



**В условиях повышенной нервозности инвесторов спрос на долларовые активы оставался достаточно высоким**



спектив развития как ведущих, так и развивающихся экономик. Однако, несмотря на негативную динамику большинства экономических показателей, доллар США сумел укрепить свои позиции по отношению к большинству других ведущих валют.

По мнению большинства представителей экспертного сообщества, главными рисками для мировой экономики в ближайшей перспективе являются дальнейшее падение стоимости ценных бумаг, недвижимости и других активов, рост бюджетного дефицита и госдолга в большинстве стран, а также неспособность государственных институтов в полной мере компенсировать снижение частного потребления. Если глобальная рецессия приобретет затяжной характер, существует опасность резкого нарастания протекционистских тенденций, что может привести к коллапсу современной мировой торговой системы.

Таким образом, говорить о скорой стабилизации международных финансовых рынков пока преждевременно. Более того, в нынешних условиях любой серьезный шок (например, коллапс еще одной крупной международной финансовой структуры или возникновение проблем с обслуживанием госдолга у некоторых стран) вполне может перечеркнуть последние надежды на выход глобальной экономики из кризиса в текущем году.

**Таблица 1.1. Основные макроэкономические индикаторы некоторых стран по итогам IV квартала 2008 года**

Страна	ВВП на душу населения, тыс. долл. США <sup>1</sup>	Темп прироста реального ВВП, в 2008 г., %	Темп роста потребительских цен, % в год	Уровень безработицы на конец периода, %	Сальдо торгового баланса, % ВВП	Ключевая ставка денежно-кредитной политики на 01.03.2009, % годовых
США	47,0	1,1	0,1	7,2	-4,6	0,25
Экономический и валютный союз	39,6	0,7	1,6	8,1	-1,2	2,00
Соединенное Королевство	45,7	0,7	3,1	6,3	-3,6	1,00
Япония	37,9	-0,6	0,4	4,3	4,0	0,10
Китай	3,2	9,0	1,2	4,0	9,5	5,31
<b>Россия</b>	<b>12,6</b>	<b>5,6</b>	<b>13,6</b>	<b>7,7</b>	<b>6,5</b>	<b>9,00</b>

**Таблица 1.2. Валютные резервы центральных банков по состоянию на 1 января 2009 года<sup>2</sup>**

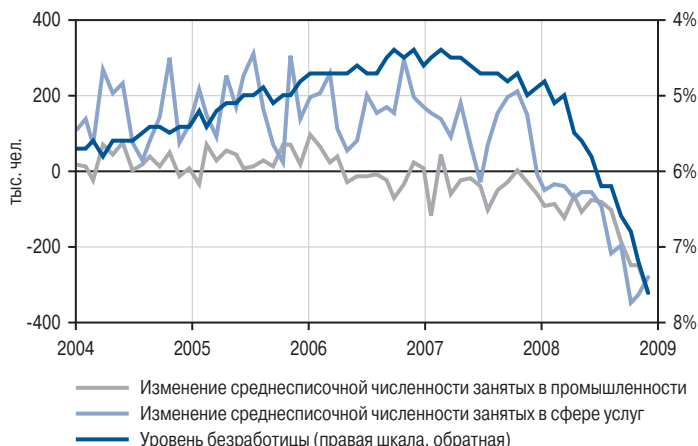
	Страна	Объем резервов, млрд. долл. США	Доля в совокупных мировых резервах, %	Прирост за год, %
1	Китай	1946,0	28,7	27,3
2	Япония	1003,3	14,8	5,8
3	Россия	438,2	6,5	-8,7
4	Тайвань	291,7	4,3	7,9
5	Индия	245,9	3,6	-7,8
6	Бразилия	207,5	3,1	15,0
7	Южная Корея	201,2	3,0	-23,3
8	Гонконг	182,5	2,7	19,5
9	Сингапур	174,2	2,6	6,9
10	Алжир	143,1	2,1	29,9
<i>Справочно</i>				
	США	42,1	0,6	-6,7
	Европейский центральный банк	51,1	0,8	20,0
	Германия	38,6	0,6	-5,5
	Соединенное Королевство	41,6	0,6	-12,5
	Франция	30,4	0,4	-30,3
	Италия	35,3	0,5	29,3
	<i>Совокупный объем резервов</i>	<i>6772,7</i>	<i>100</i>	<i>11,1</i>

<sup>1</sup> По оценкам Международного валютного фонда за 2008 год.

<sup>2</sup> По данным информационного агентства Bloomberg.

## 2.2. Соединенные Штаты Америки

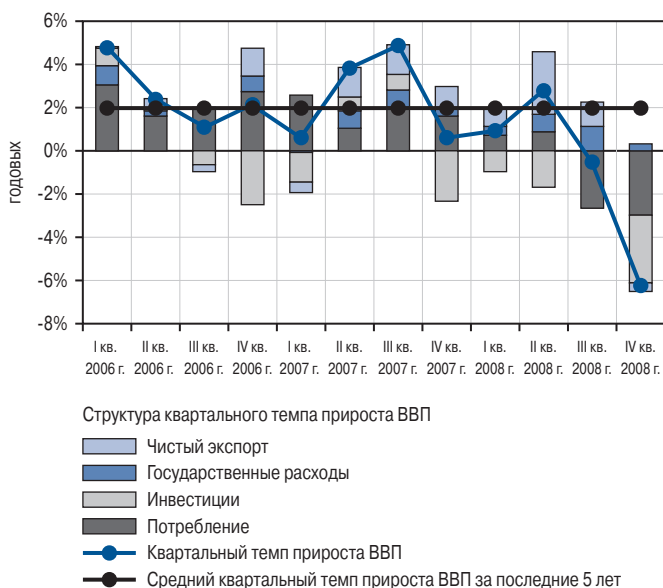
### Ситуация на рынке труда продолжает ухудшаться все более высокими темпами...



### ...что оказывает сдерживающее влияние на динамику потребительских расходов домохозяйств ...



### ...и увеличивает вероятность продолжения рецессии американской экономики в 2009 году



Американская экономика переживает тяжелую рецессию. Банковская система не может восстановить нормальное функционирование, несмотря на вливания государственных средств, продолжается спад в реальном секторе, снижается спрос на экспортируемые из США товары, ухудшается ситуация на рынке труда.

Уровень безработицы в феврале текущего года увеличился по сравнению с показателем предыдущего месяца на 0,5 процентного пункта и составил 8,1%. При этом в феврале экономика США потеряла очередные 651 тыс. рабочих мест. Число безработных на начало марта достигло рекордного значения – 5,3 млн. человек.

Проблемы на рынке труда заставляют домохозяйства сокращать расходы. В IV квартале 2008 г. темпы роста потребительских расходов снизились на 4,3% в годовом выражении. Розничные продажи в США также существенно сократились. Уменьшение продаж в декабре 2008 г. по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года составило 10,5%. В январе 2009 г. продажи сократились по отношению к январю 2008 г. на 9,7%. Эксперты отмечают, что до тех пор, пока проблемы рынка труда не будут решены, тенденция к сокращению американцами расходов продолжится.

На фоне уменьшения потребительских расходов ВВП США в IV квартале 2008 г. сократился на 6,2% в годовом исчислении. Существенный вклад в снижение данного показателя внесло сокращение инвестиций. Экспорт товаров и услуг в IV квартале сократился на 23,6%, в то время как импорт за этот период уменьшился на 16,0%. Это привело к тому, что вклад показателя прироста *чистого экспорта* в динамику ВВП США в IV квартале также оказался отрицательным. Негативное влияние вышеперечисленных факторов лишь отчасти компенсировалось увеличением расходов государственного бюджета страны. По итогам 2008 г. ВВП США вырос на 1,1%, что является самым низким значением данного показателя за период с 2001 года.

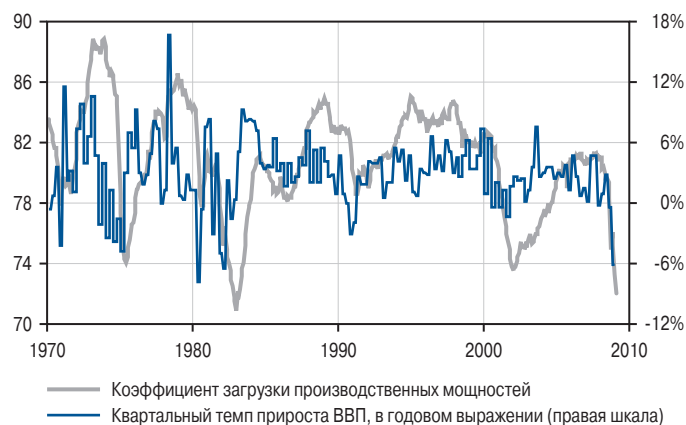
Экономические показатели начала 2009 г. не позволяют рассчитывать на существенное улучшение экономической ситуации в I квартале 2009 г. по сравнению с предыдущим кварталом. Продолжается спад в реальном секторе американской экономики. Промышленное производство сократилось в январе 2009 г. на 1,8% (месяцем ранее оно уменьшилось на 2,0%). Падает коэффициент загрузки производственных мощностей – в январе он составил 72,0%. (Последний раз столь низкий уровень данного коэффициента наблюдался в 1983 году.) Принимая во внимание тесную корреляцию этого показателя с темпами прироста ВВП, можно сделать вывод о высокой вероятности продолжения рецессии в экономике США или даже ее возможном усугублении.

Ухудшились также показатели в сфере строительства. Количество новостроек в январе 2009 г. сократилось по сравнению с предыдущим месяцем на 16,8% – до 466 тысяч. Это беспрецедентно низкий уровень данного показателя за всю историю наблюдения. Несмотря на падение объемов строительства, резервы новых домов все еще очень велики, предложение на рынке жилья в несколько раз превышает спрос. На этом фоне продолжают снижаться цены на жилье.

Ослабление экономики наряду с падением мировых цен на энергоносители способствуют снижению инфляционного давления. **Индекс потребительских цен (ИПЦ)** в январе вырос на 0,3% после резкого снижения в течение последних трех месяцев 2008 года. Рост индекса отчасти обусловлен небольшой коррекцией на рынке нефти после существенного падения, а также ростом базовой компоненты индекса. В годовом выражении ИПЦ практически не изменился (0,0% в январе 2009 г. по сравнению с 0,1% в декабре предыдущего года). Анализ истории наблюдений показывает, что инфляция является запаздывающим индикатором по отношению к экономическому росту. Это позволяет предположить, что снижение темпов роста цен в ближайшем будущем продолжится и угроза **дефляции** по-прежнему актуальна.

В США принят закон о мерах по стимулированию слабеющей экономики. Из 787 млрд.

### Проблемы финансового сектора повлекли за собой спад в реальном секторе американской экономики

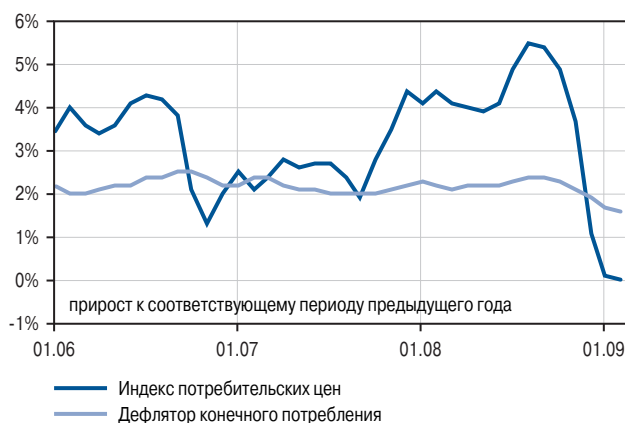


### Несмотря на исторически низкие текущие уровни показателей рынка жилья, их ухудшение продолжается

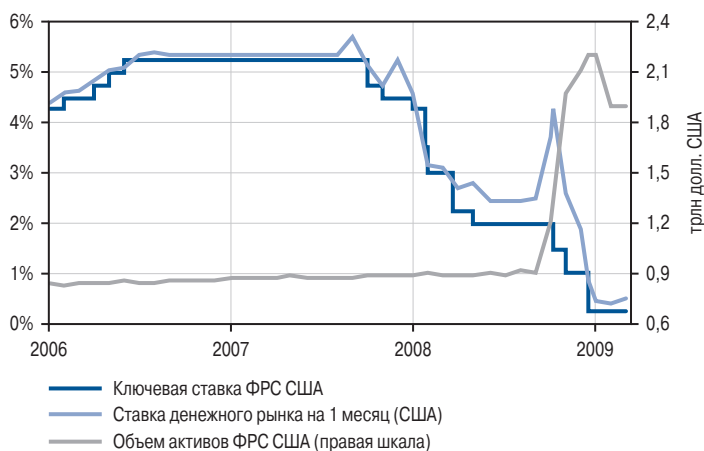


\* Индекс, 31.12.2003 = 1.

### Ослабление экономики в сочетании с падением мировых цен на энергоносители способствует снижению инфляционного давления



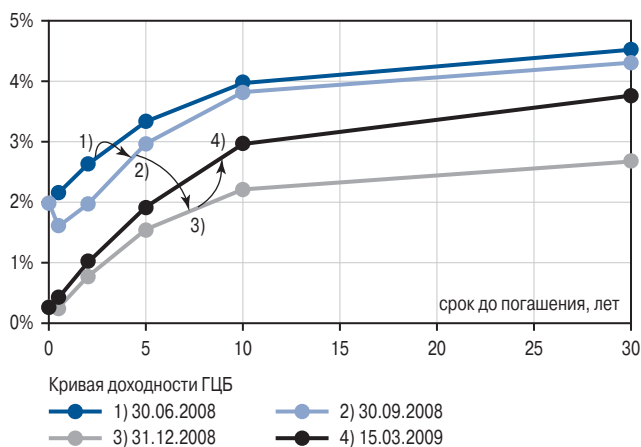
**Политика низких процентных ставок вынуждает ФРС США применять для поддержки американских рынков нестандартные меры**



**Усилиями правительства США ставки по ипотеке снижаются**



**Снижение ставок на рынке государственных ценных бумаг США во второй половине 2008 года до исторических минимумов сменилось в начале 2009 года ростом ставок доходности вдоль всей кривой**



долл. США, выделенных на эти цели, 287 млрд. долл. США будут использованы на облегчение налогового бремени для бизнеса и населения при увеличении расходной части бюджета на 500 млрд. долл. США.

Предполагается, что реализация данных мер поможет создать новые рабочие места, увеличить пособия по безработице и добиться улучшения ситуации в потребительском секторе.

Поскольку трансмиссионные механизмы в американской экономике не работают, ФРС США с декабря 2008 г. держит целевой ориентир базовой ставки в интервале 0–0,25%, заявляя о намерении сохранять ставку на низком уровне в течение продолжительного периода. Переход финансовых властей США фактически к политике нулевых процентных ставок вынуждает ФРС США принимать для поддержки рынков нестандартные меры, такие как программа поддержки кредитования бизнеса и населения путем предоставления займов под залог ценных бумаг, обеспеченных соответствующими кредитами (TALF), или выкуп долгосрочных казначейских облигаций США для снижения процентных ставок на длинном участке кривой доходности.

Усилия правительства США по нормализации ситуации на финансовом и ипотечном рынках начинают давать результаты. В начале 2009 г. ставка доходности по 30-летним ипотечным ценным бумагам впервые опустилась ниже 5%, что является минимальным значением данного показателя за период с начала его публикации в 1977 году.

Динамика ставок на рынке государственных ценных бумаг США во второй половине 2008 г. определялась состоянием мировых рынков. Частичная стабилизация ситуации на мировых финансовых рынках в середине 2008 г. сменилась в связи с банкротством финансовой компании Lehman Brothers ожиданиями смягчения денежно-кредитной политики вместе с очередной волной «бегства в качество» мировых инвесторов. Это привело к снижению доходностей государственных ценных бумаг США к концу 2008 г. до исторических минимумов.



## 2.3. Экономический и валютный союз

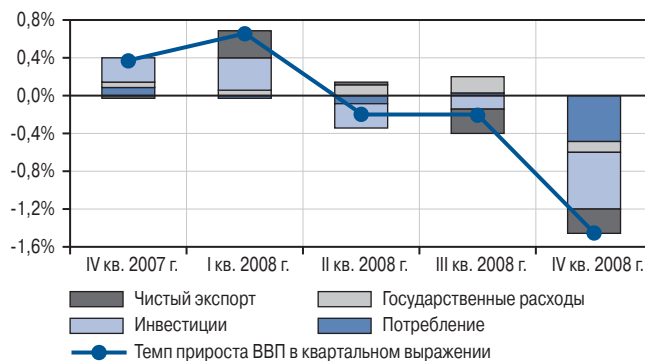
В IV квартале 2008 г. спад в экономике еврозоны ускорился: совокупное падение ВВП к предыдущему кварталу составило почти 1,5% по сравнению с 0,2% во II и III кварталах 2008 года. Изменилась также структура снижения ВВП.

Так, во II–III кварталах 2008 г. основной вклад в падение ВВП вносили сокращение объемов *чистого экспорта* и инвестиций под воздействием факторов, являющихся скорее внешними по отношению к экономике еврозоны (таких, как общемировое снижение уровня деловой активности), а также повышенный уровень неопределенности на мировых финансовых рынках и недостаток ликвидности у большинства участников рынка. В IV квартале 2008 г. действие этих факторов сохранилось – объем кредитования как предприятий, так и домохозяйств уменьшился до рекордно низких уровней, вновь сократился чистый экспорт, а динамика индекса ожиданий экспортеров свидетельствовала о возможности его дальнейшего падения. Однако, помимо чистого экспорта и инвестиций, в IV квартале 2008 г. существенный вклад в снижение ВВП внесло сокращение на 0,9% расходов домохозяйств – крупнейшего и в нормальных условиях наиболее стабильного компонента ВВП. Это свидетельствует о том, что мировой финансово-экономический кризис в полной мере затронул и экономику еврозоны.

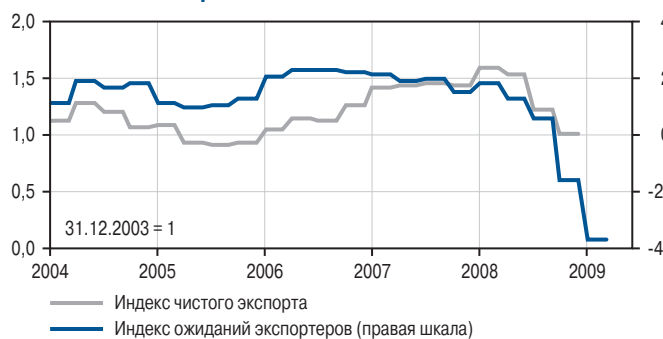
Некоторое снижение государственных расходов в IV квартале 2008 года, скорее всего, является временным – правительства стран еврозоны запускают в 2009 г. масштабные программы фискального стимулирования экономики (хотя и в относительно меньшем объеме, чем ряд других развитых стран).

На динамику потребительских расходов оказывал влияние рост безработицы. По мере ухудшения оценок экономической ситуации производителями спрос на трудовые ресурсы снижался. В конце 2008 – начале 2009 г. произошел существенный пересмотр оценок практически всеми рыночными агентами перспектив развития экономической ситуации в сторону ухудшения. В результате в этот период рост безработицы ускорился, всего с начала

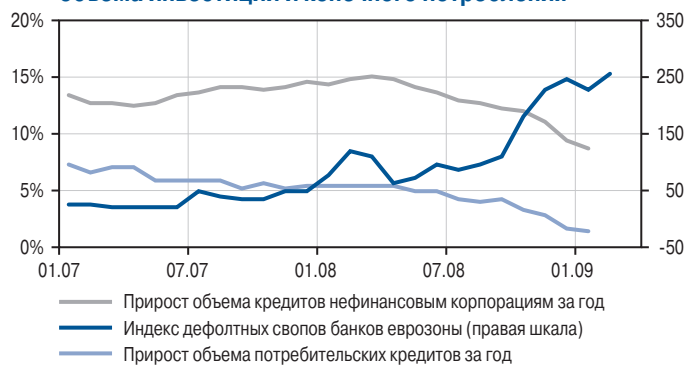
### Экономика еврозоны переживает период глубокой рецессии. В IV квартале 2008 года снижение продемонстрировали все компоненты ВВП



### В результате снижения мирового спроса на продукцию европейских экспортеров падает чистый экспорт...



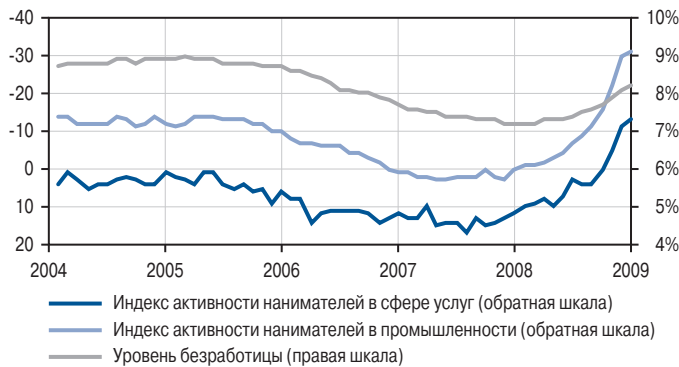
### ...а затрудненный доступ к источникам финансирования на фоне неопределенности на финансовых рынках способствует снижению объема инвестиций и конечного потребления



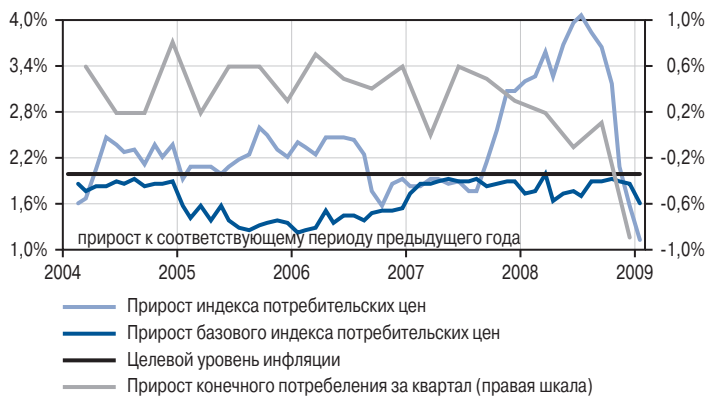
### При этом оценки ситуации в экономике экономическими агентами становятся все более негативными...



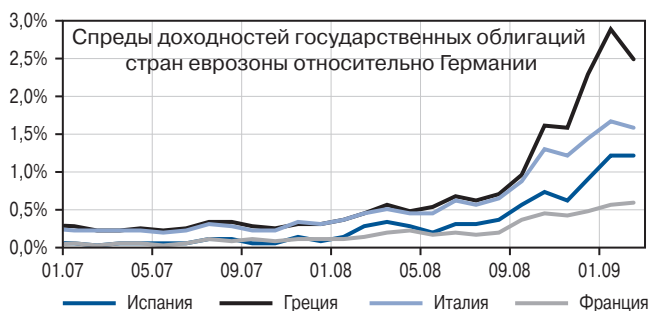
### ...в результате чего снижается спрос на труд, растет безработица...



### ...и падает объем потребительских расходов, что, в свою очередь, способствует снижению уровня инфляции



### Ухудшение ситуации в экономике и на финансовых рынках способствует расширению спредов доходностей государственных облигаций стран еврозоны...



### ...а уровень инфляции падает столь быстро, что реальная ставка процента не снижается, несмотря на резкое уменьшение ключевой ставки в номинальном выражении



2008 г. уровень безработицы вырос на 1 процентный пункт – до 8,2% в январе 2009 года. При этом продолжающееся снижение индексов настроений нанимателей свидетельствует о высокой вероятности дальнейшего роста безработицы. Помимо падения мировых цен на сырье и энергоносители, а также общемирового замедления экономического роста, уменьшение потребительских расходов стало еще одним важным фактором снижения инфляции: в январе 2009 г. она составила всего 1,2% в годовом выражении, сократившись с середины 2008 г. на 3,8 процентного пункта. При этом *базовая инфляция*, не учитывающая эффекты изменения цен на продукты питания и энергоносители, также начала снижаться: в январе 2009 г. она составила 1,6% по сравнению с 1,8% в декабре 2008 года.

В марте 2009 г. ЕЦБ пересмотрел свои прогнозы относительно динамики важнейших экономических показателей в 2009–2010 годах. Согласно новому прогнозу ВВП в 2009 г. снизится примерно на 2,7%, а в 2010 г. существенно не изменится. Темп инфляции при этом составит 0,4% в 2009 г. и 1,0% в 2010 году.

Продолжающееся ухудшение ситуации в экономике и на финансовых рынках отдельных стран еврозоны привело к снижению их суверенных кредитных рейтингов. Так, в январе 2009 г. агентство S&P снизило долгосрочные кредитные рейтинги Греции (на одну ступень – до уровня «А-»), Испании (с «AAA» до «AA+») и Португалии (с «AA-» до «A+»), а также изменило прогноз по долгосрочному кредитному рейтингу Ирландии (в настоящее время – «AAA») со «стабильного» на «негативный». Эти события заставили говорить о возможной угрозе снижения в ближайшее время рейтингов и других европейских стран, в результате чего выросли спреды доходностей государственных облигаций разных стран еврозоны.

Из-за быстрого падения темпов инфляции уже осуществленных снижений ключевой ставки ЕЦБ оказалось недостаточно для того, чтобы реальные ставки процента упали до уровня, необходимого для стимулирования экономического роста (в ходе кризиса 2001–2003 гг. ускорения экономического ро-

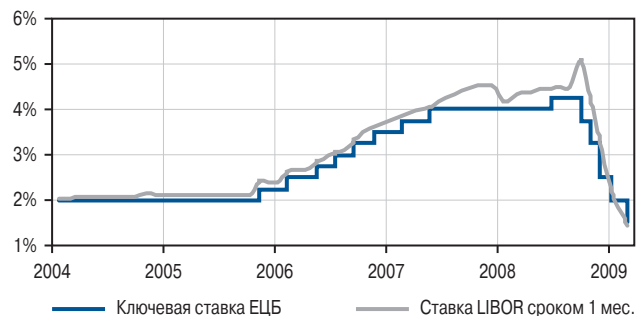
ста удалось добиться только после снижения ключевой ставки в реальном выражении практически до нуля). В свою очередь, ситуация на денежном рынке, несмотря на некоторую нормализацию в последние месяцы, остается напряженной. Это наряду с продолжающимся ухудшением ситуации в экономике и усилением пессимистических настроений экономических агентов вынудило ЕЦБ продолжить цикл снижения ставок: на заседаниях 15 января и 5 марта 2009 г. ключевая ставка ЕЦБ была снижена на 0,5 процентного пункта и составила 1,5%.

Резкое ухудшение оценок инвесторами перспектив развития экономической ситуации в странах еврозоны в IV квартале 2008 года, ожидания более продолжительного периода низких уровней ключевой ставки ЕЦБ, а также высокий мировой спрос на высоконадежные ликвидные активы обусловили снижение в IV квартале 2008 г. доходностей обязательств стран еврозоны с наивысшими кредитными рейтингами. В январе–феврале 2009 г. существенных неожиданных для инвесторов изменений ситуации в экономике и на финансовых рынках не происходило, поэтому ставки колебались без явно выраженного тренда. Доходности же по обязательствам тех стран, в отношении которых существует угроза снижения кредитного рейтинга, в указанный период сократились значительно меньше или даже выросли в силу расширения спредов доходностей обязательств этих стран к другим странам еврозоны.

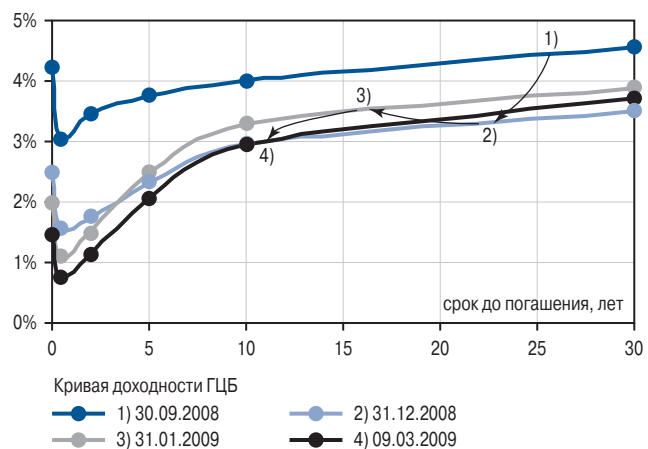
**При этом ситуация на денежном рынке, несмотря на некоторую нормализацию в последние месяцы, остается напряженной**



**Это, а также продолжающееся ухудшение ситуации в экономике и на финансовых рынках вынудило ЕЦБ продолжить цикл понижения ставок...**



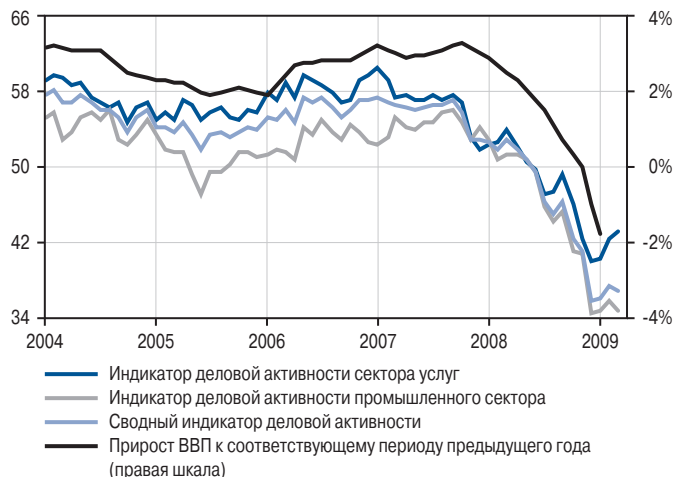
**... в результате доходности государственных ценных бумаг стран еврозоны с наивысшими кредитными рейтингами по всем срокам до погашения снизились**





## 2.4. Соединенное Королевство

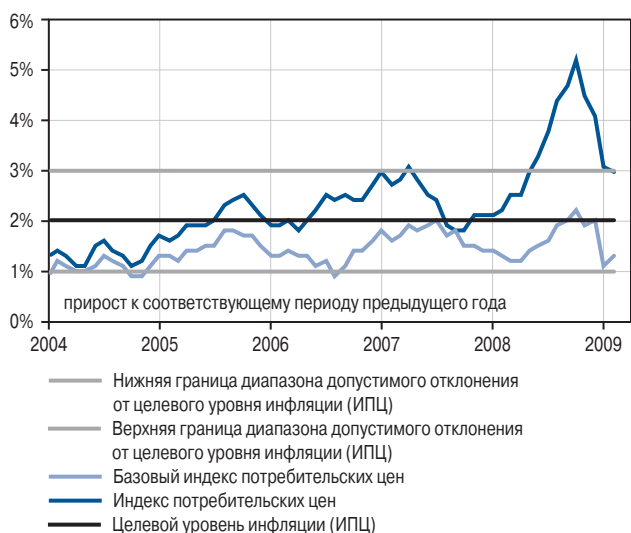
### Резкое падение ВВП в IV квартале 2008 года, низкие значения индикаторов деловой активности...



### ...рост уровня безработицы и увеличение количества обращений за пособиями по безработице указывают на то, что вероятность нормализации экономической ситуации в Великобритании в ближайшие месяцы невелика



### При этом инфляция в Соединенном Королевстве продолжает снижаться



К началу марта 2009 г. экономическая ситуация в Соединенном Королевстве ухудшилась. По итогам IV квартала 2008 г. ВВП страны сократился на 1,5% к предыдущему кварталу, или на 1,8% за год (по итогам III квартала прирост ВВП в годовом выражении оставался положительным и составлял 0,3%). Продолжающееся падение потребления и инвестиций в IV квартале было частично компенсировано ростом чистого экспорта, вызванного удешевлением национальной валюты – фунта стерлингов.

В начале 2009 г. индикаторы деловой активности, достигшие в конце 2008 г. исторических минимумов, немного повысились. Так, индекс деловой активности сектора услуг вырос за январь–февраль на 3 пункта и составил 43,2. Однако значения индикаторов деловой активности остаются очень низкими. Это свидетельствует о том, что вероятность нормализации экономической ситуации в Соединенном Королевстве в ближайшие месяцы незначительна.

Банк Англии пересмотрел свои прогнозы роста ВВП на ближайшие два года в сторону снижения (до -4% по итогам 2009 года). Это связано в первую очередь с неопределенностью в отношении будущих размеров потребления и ухудшением показателей рынка труда.

Показатели рынка труда начали заметно ухудшаться в III квартале 2008 г. после долгого периода стабильности. В декабре 2008 г. уровень безработицы достиг 6,3%, что на 0,2 процентного пункта выше уровня предыдущего месяца. Это самое высокое значение данного показателя за период с 1998 года. В январе 2009 г. значительно увеличилось количество обращений за пособиями по безработице. Участники рынка ожидают дальнейшего ухудшения состояния рынка труда.

Резкое снижение инфляции, начавшееся в Соединенном Королевстве в октябре 2008 г., продолжилось: по итогам января 2009 г. темп прироста ИПЦ снизился до 3,0%. По прогнозам Банка Англии, темп инфляции во второй половине 2009 г. будет ниже целевого уровня (2,0%), что связано с падением цен на энер-

горесурсы и продовольствие, а также с временным уменьшением НДС.

В условиях экономического спада, сопровождающегося усилением напряженности в финансовой системе и существенным ослаблением инфляционного давления, в I квартале 2009 г. Банк Англии принял решение продолжить радикальное снижение *ключевой ставки*. В январе, феврале и марте 2009 г. ставка понижалась на 0,5 процентных пункта каждый месяц, в итоге достигнув 0,5% – самого низкого значения за всю историю существования Банка Англии (то есть с 1694 года).

В марте 2009 г. Комитет по денежно-кредитной политике признал снижение *ключевой ставки* недостаточной мерой для удержания инфляции в целевом диапазоне и принял решение активно использовать другие инструменты монетарной политики. С целью увеличения предложения денег Банк Англии планирует осуществить покупку активов на сумму 75 млрд. фунтов стерлингов. Часть этих денег предполагается израсходовать на покупку активов частного сектора для улучшения функционирования кредитных рынков. Оставшиеся средства будут потрачены Банком Англии на покупку средне- и долгосрочных государственных облигаций на вторичном рынке. Ожидается, что в ближайшие три месяца основная часть запланированной суммы (75 млрд. фунтов стерлингов) будет использована для покупки государственных ценных бумаг. Это еще больше увеличит денежную базу, которая значительно выросла с середины 2008 г. за счет роста резервов коммерческих банков на счетах в Банке Англии.

Дальнейшего снижения *ключевой ставки* пока не ожидается. Комитет по монетарной политике заявил, что, вероятно, Банк Англии не будет снижать ставку до нуля, поскольку это может неблагоприятно отразиться на функционировании финансовых рынков и кредитных возможностях банковской системы.

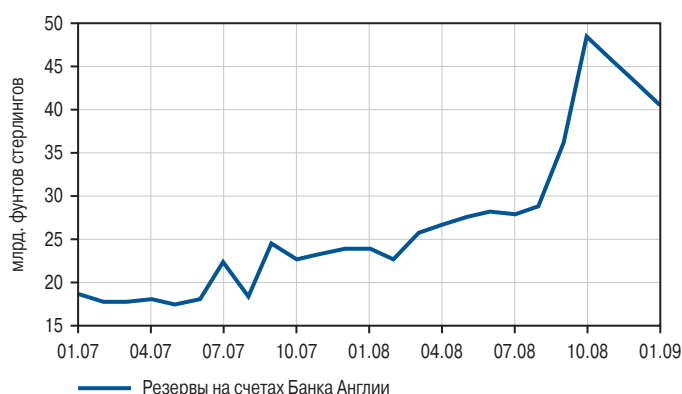
В январе 2009 г. значительно сократились налоговые поступления в бюджет Соединенного Королевства – на 24,1% относительно предыдущего года. Это грозит значительным ростом дефицита бюджета и может потребовать еще большего увеличения объемов эмиссии государственных облигаций (по

**На этом фоне Банк Англии проводит стимулирующую монетарную политику: за январь–март 2009 года *ключевая ставка* была снижена на 1,5 процентного пункта**



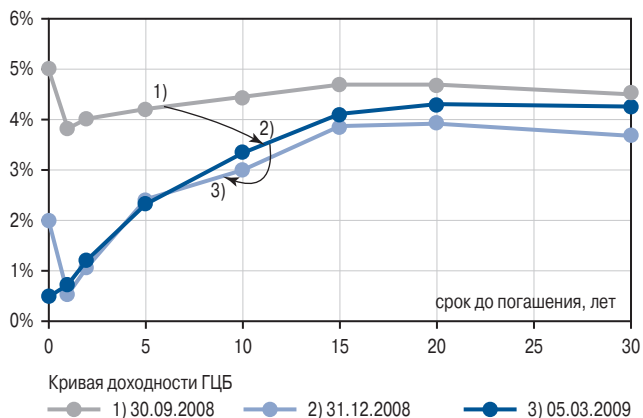
**Принимаются также дополнительные меры для увеличения предложения денег: Банк Англии собирается осуществить покупку финансовых активов на сумму 75 млрд. фунтов стерлингов**

**При этом резервы коммерческих банков на счетах в Банке Англии со второй половины 2008 года весьма значительно возросли. Их увеличение является сейчас основным каналом роста денежной базы**



**В январе 2009 года существенно уменьшились налоговые поступления в бюджет Соединенного Королевства, что может привести к еще большему росту эмиссии государственных облигаций**

**В IV квартале 2008 года кривая доходности государственных ценных бумаг на участке от 1 до 15 лет сместилась вниз после принятия Банком Англии решений об уменьшении ключевой ставки в ноябре–декабре 2008 года на 3 процентных пункта. В начале 2009 года доходности практически не изменились**



сравнению с запланированными показателями), что окажет понижающее давление на их цены. Однако планируемые Банком Англии операции по выкупу государственных облигаций с целью увеличения денежного предложения могут компенсировать это влияние.

В IV квартале 2008 г. кривая доходности государственных ценных бумаг резко сместилась вниз на участке от 1 до 15 лет после решений Банка Англии о снижении ключевой ставки в ноябре–декабре на 3 процентных пункта. Это происходило под влиянием ожиданий дальнейшего понижения ключевой ставки. В начале 2009 г. доходности государственных облигаций Соединенного Королевства практически не изменились на фоне снижения инфляционных ожиданий и ожидаемого увеличения объемов эмиссии государственных ценных бумаг.

## 2.5. Япония

В IV квартале 2008 г. и в первые месяцы 2009 г. ситуация в экономике Японии продолжала ухудшаться, причем вопреки ожиданиям многие экономические индикаторы оказались хуже аналогичных показателей большинства развитых стран.

По итогам IV квартала 2008 г. было зафиксировано сокращение ВВП на 3,3% к предыдущему кварталу (на 4,6% за год), из которых 2,9 процентного пункта пришлось на падение чистого экспорта, который уменьшился по сравнению с предыдущим кварталом на 47,6%. Продолжилось сокращение инвестиций; объем потребления после небольшого роста в предыдущем квартале также уменьшился (вклад этих двух компонентов в сокращение ВВП составил по -0,3 процентного пункта). Единственным растущим его компонентом были государственные расходы (+0,2 процентного пункта).

Столь значительный вклад чистого экспорта в падение ВВП был вызван масштабным снижением спроса на японские товары по всему миру, а также укреплением иены.

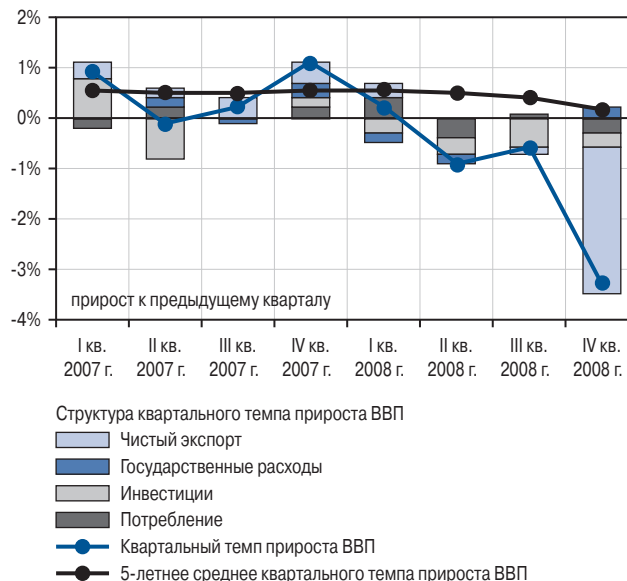
Данные торгового баланса за январь 2009 г. указывают на продолжение этой тенденции: ускорилось падение как экспорта товаров (-45,7% к предыдущему году по сравнению с -35,0% в декабре 2008 г., резкое сокращение экспорта во всех основных регионах), так и их импорта (-31,7 и -21,5% соответственно); в результате более масштабного сокращения экспорта товаров дефицит торгового баланса увеличился.

В условиях существенного снижения спроса японские компании резко сокращают выпуск продукции: в январе 2009 г. промышленное производство упало на 30,8% к предыдущему году.

Помимо продолжения спада в промышленном секторе в 2009 г. ожидается более глубокое проникновение кризиса в потребительскую сферу, в первую очередь через ухудшение условий на рынке труда.

После снижения до 3,7% в октябре 2008 г. уровень безработицы начал расти, достигнув в декабре 4,3%. В январе 2009 г. безработица опять немного снизилась (до 4,1%). Однако,

**В IV квартале 2008 года ВВП Японии сократился на 3,3%, из них на 2,9 процентного пункта – за счет падения чистого экспорта**



**Спрос на товары японского экспорта резко снизился во всех основных регионах. В ответ компании резко сократили объемы выпуска продукции**



**В условиях растущей безработицы и снижения реальной заработной платы в 2009 году ожидается дальнейшее уменьшение потребительских расходов**

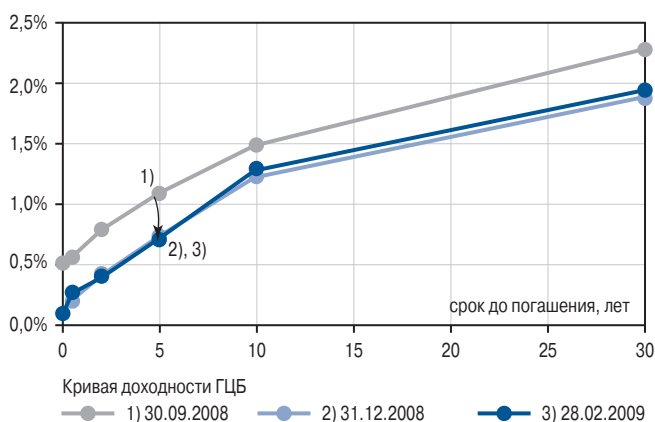


### Инфляция в январе 2009 года снизилась до 0,0%



### Банк Японии ввел ряд дополнительных мер по стимулированию экономики, в том числе по прямой финансовой поддержке корпоративного сектора

### Под влиянием разнонаправленных факторов доходности государственных ценных бумаг в январе–феврале 2009 года практически не изменились



хотя число занятых на постоянной основе (на полный или неполный рабочий день) продолжает увеличиваться (в январе оно выросло на 1% к предыдущему году), количество отработанных часов уже третий месяц подряд сокращается (в январе – на 1% к предыдущему году). Это отражает действие так называемого «соглашения о распределении работы», предполагающего распределение уменьшающегося объема работы между всеми работниками во избежание увольнений. Однако ожидается, что вскоре возможности использования таких соглашений будут исчерпаны, что приведет к возобновлению роста безработицы.

Кроме того, несмотря на снижение инфляции в январе 2009 г. до 0,0%, заработная плата в реальном выражении продолжает уменьшаться, что окажет понижающее влияние на динамику потребительских расходов.

В этих условиях Банк Японии изменил свои прогнозы развития экономики страны на более пессимистичные: начало ее восстановления ожидается не ранее конца 2009 – начала 2010 года. Несмотря на то что в январе–феврале 2009 г. ключевая ставка оставалась неизменной на уровне 0,1%, был вновь расширен комплекс мер Банка Японии по финансовой поддержке компаний и обеспечению стабильности финансового рынка. Сроки действия ранее введенных стимулирующих программ были продлены до III–IV кварталов 2009 года. Была также принята программа прямой помощи компаниям, предусматривающая покупку Банком Японии корпоративных акций, облигаций и векселей.

Под воздействием разнонаправленных факторов («бегства в качество» и снижения инфляционных ожиданий, с одной стороны, и ожидаемого увеличения объемов эмиссии госбумаг – с другой) доходности гособлигаций Японии в январе–феврале 2009 г. практически не изменились.



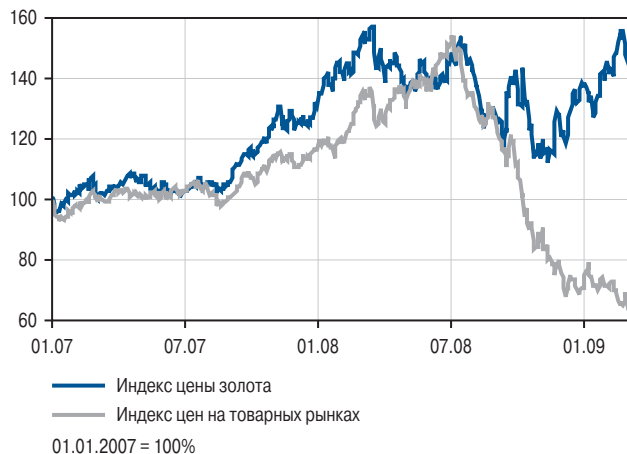
## 2.6. Рынок золота

На фоне ухудшающегося состояния мировой экономики во второй половине 2008 г. наблюдалось значительное снижение цен на мировых товарных рынках. Цена золота, в отличие от цен большинства сырьевых товаров, закрепились на относительно высоком уровне. В феврале 2009 г. цена на золото вплотную приблизилась к отметке 1000 долл. США за унцию. При этом спрос на золото со стороны ювелирной отрасли, а также промышленности и стоматологии немного снизился, что связано с общим спадом в мировой экономике и снижением спроса на промышленные товары и предметы роскоши. Различия в динамике цены золота и цен на других товарных рынках объясняются высоким инвестиционным спросом на золото в периоды нестабильности на мировых рынках, скомпенсировавшим снижение ювелирного и промышленного спроса.

В условиях мирового кризиса факторами столь высокой популярности золота у инвесторов, помимо его диверсификационных свойств, являются удобство хранения и исторически сложившаяся функция золота как средства сохранения стоимости, не несущего в себе кредитных рисков, что особенно важно в периоды экономической нестабильности.

Спрос на золото в весовом выражении во второй половине 2008 г. устойчиво повышался. В IV квартале по сравнению с аналогичным периодом прошлого года его прирост составил 26%. Общее увеличение спроса на золото стало результатом существенного (на 182%) роста инвестиционного спроса со стороны широкого круга инвесторов. Особенно значительным был рост спроса в розничном секторе инвестирования (прямая покупка слитков, золотых монет и медальонов): в IV квартале 2008 г. спрос в данном секторе повысился на 396% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Снижение спроса на ювелирную продукцию, связанное с падением доходов, было смягчено за счет роста покупок ювелирных изделий в качестве одной из форм инвестиций в золото. Промышленный спрос на золото снизился в IV квартале 2008 г. на

**В конце 2008 – начале 2009 года на рынке золота, в отличие от других товарных рынков, преобладала тенденция к росту цен**



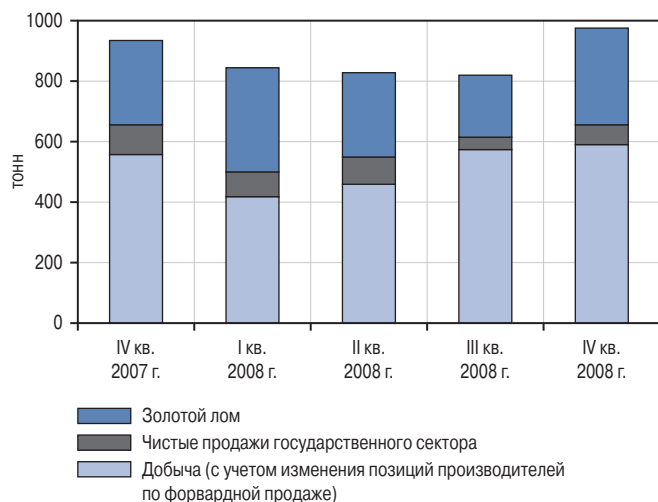
**За счет изменения внутренней структуры мировой спрос на золото даже в периоды спада экономики остается относительно стабильным**



**Нестабильность мировой экономики стала основным фактором роста спроса на золото во второй половине 2008 года, прежде всего его инвестиционной составляющей**



**Предложение золота в IV квартале 2008 года увеличилось на 5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Основным фактором роста данного показателя явилось увеличение предложения золотого лома, обычное для периодов роста цены на металл**



Источник: Всемирный совет по золоту.

10% по сравнению с аналогичным периодом 2007 года.

Предложение золота в весовом выражении в IV квартале 2008 г. выросло на 5% относительно уровня IV квартала 2007 года. В значительной степени рост предложения был обусловлен увеличением предложения золотого лома и ростом добычи металла при некотором сокращении чистых продаж государственного сектора.

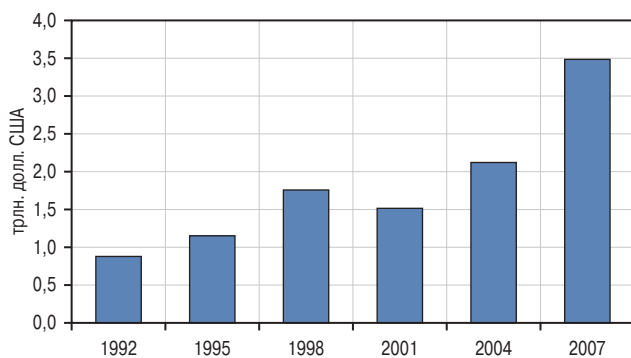
Ожидается, что в 2009 г. негативные процессы в экономике обусловят сохранение высокого инвестиционного спроса на золото, в то время как потенциал роста предложения останется ограниченным в силу выработки большинства крупных шахт. Эта ситуация может оказать на цену золота повышательное давление.

## Приложение 1

## МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

Валютный рынок – крупнейший и один из старейших финансовых рынков мира. В настоящее время его роль выходит далеко за рамки обслуживания мировой торговли. Торговая и финансовая либерализация, финансовая интеграция, бурное развитие финансовых рынков по всему миру, распространение трансграничных инвестиций – все эти факторы способствовали повышению значимости и быстрому росту оборотов валютного рынка. В течение 2001–2007 гг. ежедневный оборот валютного рынка увеличивался в среднем на 15% в год и к 2007 г. превысил 3 трлн. долл. США. Для сравнения: темпы роста объемов мировой торговли в этот период были примерно вдвое ниже, а среднедневной оборот рынка американских ценных бумаг – меньше на порядок.

**Рисунок 1. Динамика среднедневного оборота международного валютного рынка в 1992–2007 годах**

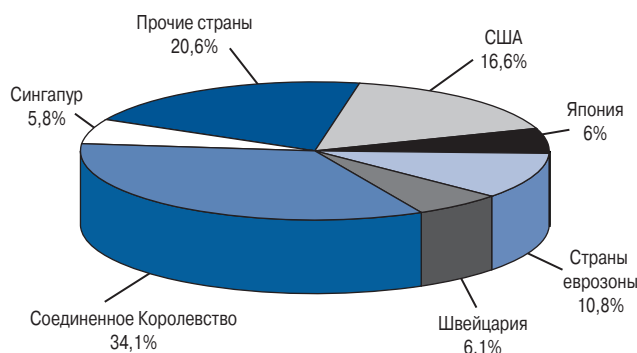


Источник: Банк международных расчетов.

Валютный рынок представляет собой единый глобальный рынок, функционирующий круглосуточно и представленный по всему миру, во всех часовых поясах. Крупнейшие финансовые центры расположены в Нью-Йорке, Лондоне, Франкфурте, Токио, Сингапуре, Гонконге. Наибольшая активность на рынке наблюдается в те часы, когда одновременно работают крупнейшие финансовые центры в

США и Европе<sup>1</sup>. Так, в Нью-Йорке почти две трети операций приходится на утренние часы по местному времени, а минимальная активность наблюдается днем, после закрытия европейских рынков и до возобновления операций на рынках в Азии.

**Рисунок 2. Географическое распределение оборота международного валютного рынка в 2007 году**



Источник: Банк международных расчетов.

Международный валютный рынок – это прежде всего внебиржевой рынок. Биржевой валютный рынок также существует, но его доля невелика. Основная активность сосредоточена на внебиржевом рынке. Внебиржевой валютный рынок не имеет единой площадки, гораздо менее прозрачен и в меньшей степени подчиняется регулированию, по сравнению, например, с фондовыми рынками.

Примечательно, что, хотя теоретически возможно совершать обменные операции с любыми конвертируемыми валютами, фактически свыше 80% сделок на валютном рынке заключается в паре с долларом США. Причина этого заключается в том, что долларовый сегмент рынка – самый ликвидный, поэтому для клиента, желающего обменять, к примеру, турецкие лиры на российские рубли может быть выгоднее – быстрее и дешевле – заключить две последовательные сделки по обме-

<sup>1</sup> Первым из крупных мировых финансовых центров – в 2 часа ночи по московскому времени – начинает работу Токио (закрытие в 11:00). В 10 часов утра открываются рынки стран Западной Европы, крупнейший из которых расположен во Франкфурте (закрытие в 19:00). На час позже – в 11:00 – начинает работу Лондон (закрытие в 20:00). Время работы рынка Нью-Йорка – с 16:00 до часу ночи по московскому времени.

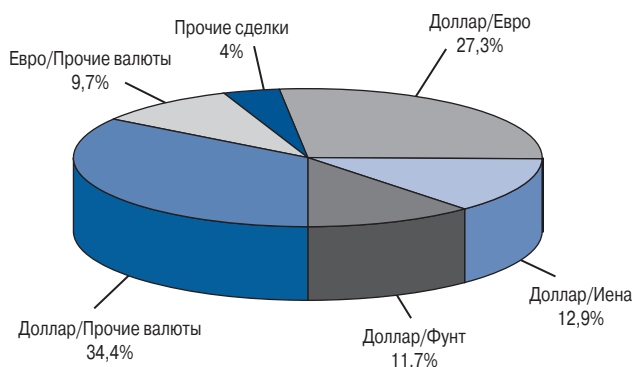


ну лир на доллары и долларов на рубли, чем одну прямую сделку.

### 1. Виды инструментов

Традиционными инструментами внебиржевого валютного рынка являются сделки спот, форвардные сделки и валютные свопы. В совокупности они формируют более 80% дневного оборота на мировом валютном рынке.

**Рисунок 3. Структура оборота международного валютного рынка по валютам в 2007 году**



Источник: Банк международных расчетов.

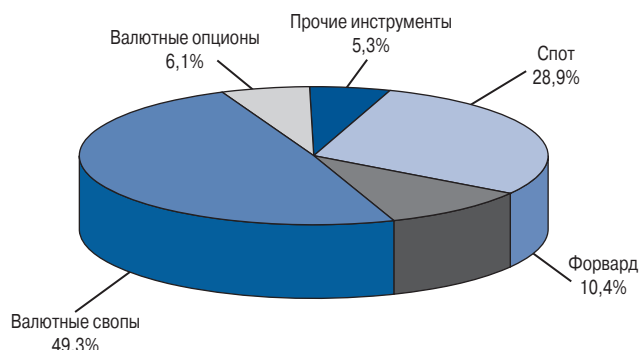
Сделка **спот** (spot) представляет собой прямой обмен одной валюты на другую, который осуществляется по текущему рыночному обменному курсу. Традиционно расчеты по сделкам спот осуществляются на второй рабочий день после заключения сделки (SPOT), но возможно заключение сделок с расчетами на следующий день (TOM) или даже в тот же день (TOD).

**Форвардная сделка, или форвард<sup>1</sup>** (outright forward), – это, как и сделка спот, разовая сделка по покупке или продаже валюты. Единственное отличие заключается в сроках. Расчеты по сделкам спот осуществляются в срок не более двух рабочих дней, в то время как форвардный контракт может быть заключен на любую более позднюю дату. Форвардный курс определяется на момент заключения сделки и зависит от срока контракта. Форвардные контракты активно используются для покрытия валютного риска и нередко бывают приурочены к заранее известным будущим платежам в иностран-

ной валюте. Относительно недавно большое распространение получили **беспоставочные форварды** (non-deliverable forwards), отличающиеся от обычных форвардных сделок тем, что не предполагают поставки валюты, так что в момент истечения контракта соответствующей стороной выплачивается только чистая сумма (обычно в долларах США), определяемая разницей в форвардном курсе и спот-курсе на дату истечения контракта. Из-за отсутствия необходимости производить расчеты в местной валюте беспоставочные форварды часто используются для заключения сделок с валютами с ограниченной конвертируемостью.

Обычно дилеры предлагают форвардные контракты со стандартными сроками – один, два, три, шесть и двенадцать месяцев, однако клиент может заключить контракт и на промежуточные даты или более длительные сроки, хотя объемы этого рынка невелики и условия такого контракта будут менее выгодными.

**Рисунок 4. Структура оборота международного валютного рынка по видам инструментов в 2007 году**



Источник: Банк международных расчетов.

**Валютный своп (FX swap)** – это временный обмен оговоренных сумм одной валюты на другую. Стороны договариваются в указанную дату совершить прямой обмен валюты, а затем в более позднюю дату произвести обратную сделку по заранее оговоренному курсу. Наибольшие объемы ликвидности сосредоточены в краткосрочном сегменте рынка.

Валютный своп – один из старейших инструментов валютного рынка, существующий с XIX века. В настоящее время приблизительно

<sup>1</sup> Об основных видах производных финансовых инструментов см.: Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. Вып. 3. М., 2007. С. 39–46.

но половина всех сделок на мировом валютном рынке – это валютные свопы.

Валютный своп представляет собой разовую сделку, предполагающую только обмен основной суммой в разных валютах без какого-либо потока платежей. Этим валютный своп отличается от другого инструмента внебиржевого рынка – **валютного процентного свопа** (currency swap), который соединяет в себе особенности валютного и *процентного свопа*. В рамках этого контракта стороны сначала осуществляют обмен эквивалентных сумм в двух разных валютах по текущему курсу, затем в течение всего срока действия договора производят периодические взаимные платежи, привязанные к этой сумме (по плавающей или фиксированной процентной ставке), после чего происходит обратный обмен основной суммой по исходному курсу. Первоначальный обмен основной суммой или полная выплата процентов могут и не осуществляться – их можно заменить выплатами только чистой суммы одной из сторон.

**Внебиржевой валютный опцион** (OTC currency option) – это контракт, который дает покупателю право купить (опцион «колл» – call) или продать (опцион «пут» – put) определенное количество валюты по заданному курсу в указанный срок (который может быть задан как конкретная дата или как любой день до конца срока). Для покупателя опцион необязателен к исполнению, что отличает его от форвардного контракта. Таким образом, риски держателя опциона застрахованы: при неблагоприятной конъюнктуре он не реализует опцион и теряет только стоимость его покупки (премию), при благоприятной – получает прибыль за счет разницы курсов (за вычетом стоимости опциона).

**Валютные фьючерсы** (foreign exchange futures) и **биржевые валютные опционы** (exchange-traded currency options) – это инструменты биржевого валютного рынка, аналогичные внебиржевым форвардам и валютным опционам. Как все биржевые контракты, они стандартизированы по объемам и по срокам исполнения. Биржевые контракты менее гибкие и не могут быть подстроены под требования конкретного покупателя, к тому же рынки данных инструментов существуют

далеко не для всех валют. Другое важное отличие состоит в том, что расчеты по биржевым контрактам осуществляются через клиринговую палату биржи, которая гарантирует исполнение условий контракта покупателем и продавцом и таким образом снижает кредитный риск. Внебиржевые контракты заключаются непосредственно между двумя сторонами, без посредника в лице клиринговой палаты, поэтому риски по этим контрактам выше.

## 2. Участники рынка

Международный валютный рынок – это в первую очередь межбанковский рынок. Крупнейшими игроками на рынке являются **дилеры** (dealers) – крупные коммерческие и инвестиционные банки. Многие дилеры действуют на рынке как маркет-мейкеры (market makers) для одной или нескольких валют, то есть постоянно присутствуют на рынке и предлагают курсы, по которым они готовы заключать сделки с клиентами по покупке или продаже валюты, получая прибыль от разницы курсов ее покупки и продажи.

Другой крупной группой участников являются **финансовые институты**, такие как банки, хеджевые фонды, взаимные фонды, пенсионные фонды, страховые компании и другие финансовые организации.

Дилеры могут торговать со своими клиентами и друг с другом, причем именно сделки между дилерами вносят наибольший вклад в оборот рынка. Во многом это связано с тем, что заключение сделки с клиентом часто порождает целую цепочку последующих сделок,

**Рисунок 5. Распределение сделок на валютном рынке по контрагентам**



Источник: Банк международных расчетов.

совершаемых дилером, чтобы застраховать собственные риски, возникшие в результате первой сделки. Операции между дилерами формируют ядро валютного рынка – междилерский рынок, который составляет чуть меньше 50% всего валютного рынка.

Концентрация банковского сектора в сфере валютных операций очень высока, причем в последние годы тенденция к концентрации усилилась. Так, в Великобритании 75% оборота валютного рынка обеспечивают всего 12 банков, в то время как 10 лет назад их было 24. В США и Японии число таких банков за последние 10 лет также сократилось вдвое и составляет 10 и 9 соответственно. Многие банки, входящие в этот список, – это крупные международные банки, представленные в разных странах мира (ABN AMRO, Deutsche Bank AG, HSBC Bank, Société Générale, UBS Bank и др.).

**Брокеры** – это участники валютного рынка, играющие роль посредников между клиентами. Брокеры работают как на внебиржевом, так и на биржевом валютном рынке, где они выполняют схожие функции. Брокер заключает сделки по поручению клиентов и получает вознаграждение в форме комиссионных. Ключевое отличие брокера от дилера состоит в том, что дилер заключает сделки, используя собственные средства, в то время как брокер заключает сделки только в интересах клиента и на его средства. Дилер получает прибыль на курсовой разнице и может понести убытки в случае неблагоприятного изменения обменных курсов. Брокер получает комиссию независимо от того, принесла данная сделка его клиенту прибыль или убытки. Из-за наличия брокерских комиссий проведение операций через посредников обходится дороже. Нередко брокерами являются участники валютного рынка, особенно дилеры.

Меньший по оборотам, но крайне важный сегмент валютного рынка образуют сделки с **клиентами**, к которым относятся компании-импортеры и экспортеры, население и центральные банки. Клиенты не имеют прямого доступа на межбанковский рынок и обычно заключают сделки через дилеров, которые исполняют их заказы сами или направляют их на брокерские платформы, играя роль по-

средников между клиентами и междилерским рынком. В последнее время многие финансовые институты и клиенты–нефинансовые институты получили возможность совершать сделки напрямую через электронные брокерские системы (см. ниже).

Важными участниками валютного рынка являются **центральные банки**. Центральные банки фактически представляют собой крупнейших клиентов на рынке. В первую очередь это касается стран, придерживающихся режима фиксированного валютного курса (или какого-либо другого режима управления валютным курсом), где центральный банк является ключевым игроком на рынке, по мере необходимости осуществляя покупку или продажу иностранной валюты для поддержания целевого уровня обменного курса. Однако валютные интервенции – не единственная цель, с которой центральные банки осуществляют операции на валютном рынке. В странах как с фиксированным, так и с плавающим обменным курсом центральные банки играют роль банка правительства, осуществляя операции на валютном рынке для правительства и различных государственных предприятий (таких как почта, национализированные авиалинии, железные дороги и др.). Центральные банки также осуществляют операции на валютном рынке в процессе управления своими валютными активами. Наконец, центральный банк может проводить операции на валютном рынке в качестве агента другого центрального банка.

### 3. Заключение сделок

Дилеры могут осуществлять сделки как напрямую друг с другом, так и прибегая к помощи посредников-брокеров. Примерно до середины 1980-х годов основным средством связи при ведении переговоров являлся телефон, теперь дилерами все в большем объеме используются различные **дилерские системы**, такие как Reuters Dealing. Изменения затронули и сектор брокерских услуг. Потеснив традиционных брокеров внебиржевого рынка – так называемых **голосовых брокеров** (voice brokers), в последние годы большое развитие получили **электронные брокерские системы** (electronic broker systems).

Около трети всех сделок на межбанковском валютном рынке осуществляется с помощью электронных систем, хотя этот показатель может существенно различаться в разных странах. Так, в Германии он составляет 55% (или даже 67%, если учитывать также сделки, заключаемые с помощью электронных торговых систем), а в Бельгии не превышает 10%. К электронным системам относятся электронные брокерские системы и **электронные торговые системы**. Брокерские системы в большей степени ориентированы на дилеров и их основная задача – сбор котировок валют (цен и объемов). Торговые системы изначально разрабатывались для удовлетворения нужд клиентов. Заключение сделок осуществляется через межбанковскую дилерскую систему или через специально разработанную торговую платформу отдельного банка.

Главными достоинствами электронных брокерских систем, обусловившими быстрый рост их популярности, являются высокая прозрачность и эффективность их работы. Электронные системы, в частности, позволяют проводить несколько сделок одновременно, а также облегчают заключение трансграничных сделок. Достоинством электронных систем являются также более низкие (по сравнению со стоимостью обычных брокерских услуг) транзакционные издержки. Однако, несмотря на свои достоинства, электронные системы пока не могут полностью заменить традиционных брокеров, по-

скольку уступают им в гибкости. Преимущества электронных брокерских систем играют большую роль только на высоколиквидных рынках. На рынках с меньшей ликвидностью (рынках более редких валют или сложных производных инструментов) доля брокеров по-прежнему велика.

Доминирующим способом заключения сделок на валютном рынке для всех категорий участников остаются прямые сделки без участия третьей стороны, например сделки, заключенные по телефону. На данный вид сделок приходится 49% оборота, 17% оборота – на сделки, осуществленные через голосовых брокеров, еще 34% – на сделки, проведенные через электронные системы.

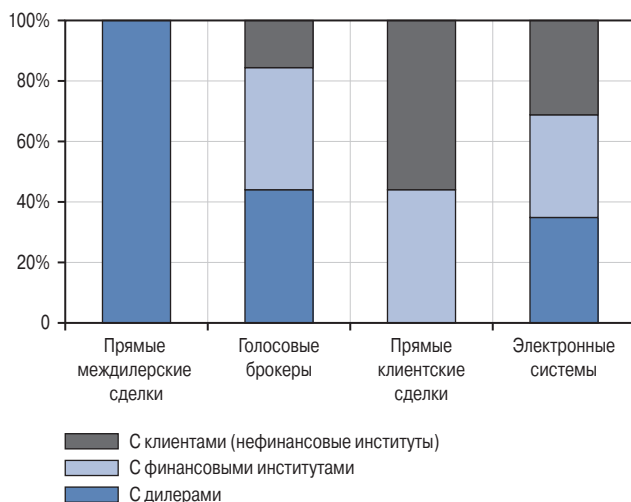
#### 4. Организация расчетов по сделкам

В расчетах по сделкам, заключаемым на валютном рынке, задействованы банковские системы обеих стран, национальная валюта которых продается или покупается в ходе данной операции. Несмотря на то что международный валютный рынок является единым глобальным рынком и валюты торгуются примерно на одних и тех же условиях в финансовых центрах по всему миру, межстрановые различия играют важную роль. В каждой стране существует своя особая финансовая инфраструктура, включающая законы, требования банковского регулирования, отчетности, налоговое законодательство, а также собственные платежная и расчетная системы. Тем не менее можно выделить ряд общих принципов, на которых строится международная система межбанковских расчетов, в том числе по валютным операциям.

Независимо от того, в каком финансовом центре, в какой стране заключается сделка, например, по приобретению долларов США, дилер в действительности приобретает долларовый депозит в каком-либо банке в США (или требование иностранного банка, расположенного в любой другой стране, к долларовому депозиту в американском банке). Тот же принцип работает и в отношении любой другой валюты.

После того как трейдеры договорились о совершении сделки, каждый из них заполняет форму, где указывается вид сделки, ее сумма,

**Рисунок 6. Распределение способов заключения сделок на валютном рынке по контрагентам в 2007 году**



Источник: Банк международных расчетов.



продаваемая или покупаемая валюта, сведения о контрагенте и прочая необходимая информация. Заполненная форма направляется в бэк-офис банка, который подтверждает сделку и обеспечивает проведение операции и всех расчетов.

Сразу после заключения сделки банки производят обмен платежными поручениями, содержащими реквизиты банковских счетов, по которым должны быть проведены платежи в каждой валюте. Тысячи банков по всему миру используют для облегчения проведения расчетов автоматизированную систему SWIFT (Society for the Worldwide Interbank Financial Telecommunications), которая обеспечивает быструю передачу информации о финансовых сделках. Данная система не занимается собственно проведением расчетов или ведением счетов своих клиентов, а выполняет исключительно функции по доставке сообщений от одного финансового учреждения к другому.

В день поставки валюты два банка (или их банки-корреспонденты), представляющие стороны сделки, дебетуют и кредитуют клиринговые счета в соответствии с полученными поручениями. После проведения расчетов бэк-офис подтверждает осуществление платежа, счета клиентов кредитуются и дебетуются на соответствующую сумму в требуемой валюте, и сделка завершается.

В расчетный день осуществляются платежи по указанным счетам в банках двух стран в соответствующей валюте, затем в каждой стране проводятся дальнейшие расчеты между банками. Как правило, межбанковские расчеты проводятся по корреспондентским счетам банков в центральном банке данной страны, хотя возможны расчеты и по корреспондентским счетам этих банков в другом коммерческом банке.

В США расчеты обычно проводятся через электронные расчетные системы CHIPS (Clearing House Interbank Payments System) или Fedwire Funds Service, служащие для осуществления межбанковских платежей. Fedwire и CHIPS выполняют схожие функции, однако в отличие от Fedwire, которая регулируется Федеральными Резервными банками, CHIPS – частная система. Число банков, использующих для расчетов Fedwire, составляет около 50 тыс., в то время как клиентами CHIPS являются всего 47 банков<sup>1</sup>, ведущих бизнес в США (многие из них – иностранные). Большая часть крупных платежей проводится через CHIPS. Главное ее отличие от Fedwire состоит в том, что расчеты проводятся не индивидуально по каждому платежу, а на консолидированной основе в конце рабочего дня, что позволяет сделать систему менее дорогой, хотя она и проигрывает Fedwire в скорости.

В течение дня CHIPS собирает всю информацию о платежах банков-участников, а в конце дня проводит окончательный расчет по чистой позиции каждого из них через Fedwire.

Аналогичные расчетные системы существуют и в других странах. Кроме того, в 2002 г. начала работу первая глобальная расчетная система CLS (Continuous Linked Settlement), которая быстро развивается и уже завоевала значительную долю рынка. Через данную систему осуществляется более половины межбанковских расчетов по операциям на валютном рынке. В настоящее время CLS проводит расчеты в 17 валютах, операции с которыми в совокупности составляют 95% оборота мирового валютного рынка. Расчеты проводятся в режиме реального времени, система обеспечивает одновременность осуществления платежа каждой из сторон, что позволяет существенно снизить кредитный риск.

<sup>1</sup> По состоянию на начало 2009 года.

## Приложение 2

**ОБЗОР МЕР, НАПРАВЛЕННЫХ НА ПОДДЕРЖКУ ЭКОНОМИКИ  
ВЕДУЩИХ РАЗВИТЫХ И РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН**

В настоящем приложении дан обзор мер антикризисного стимулирования экономики, принятых правительствами США, Японии, европейских стран и ведущих развивающихся экономик.

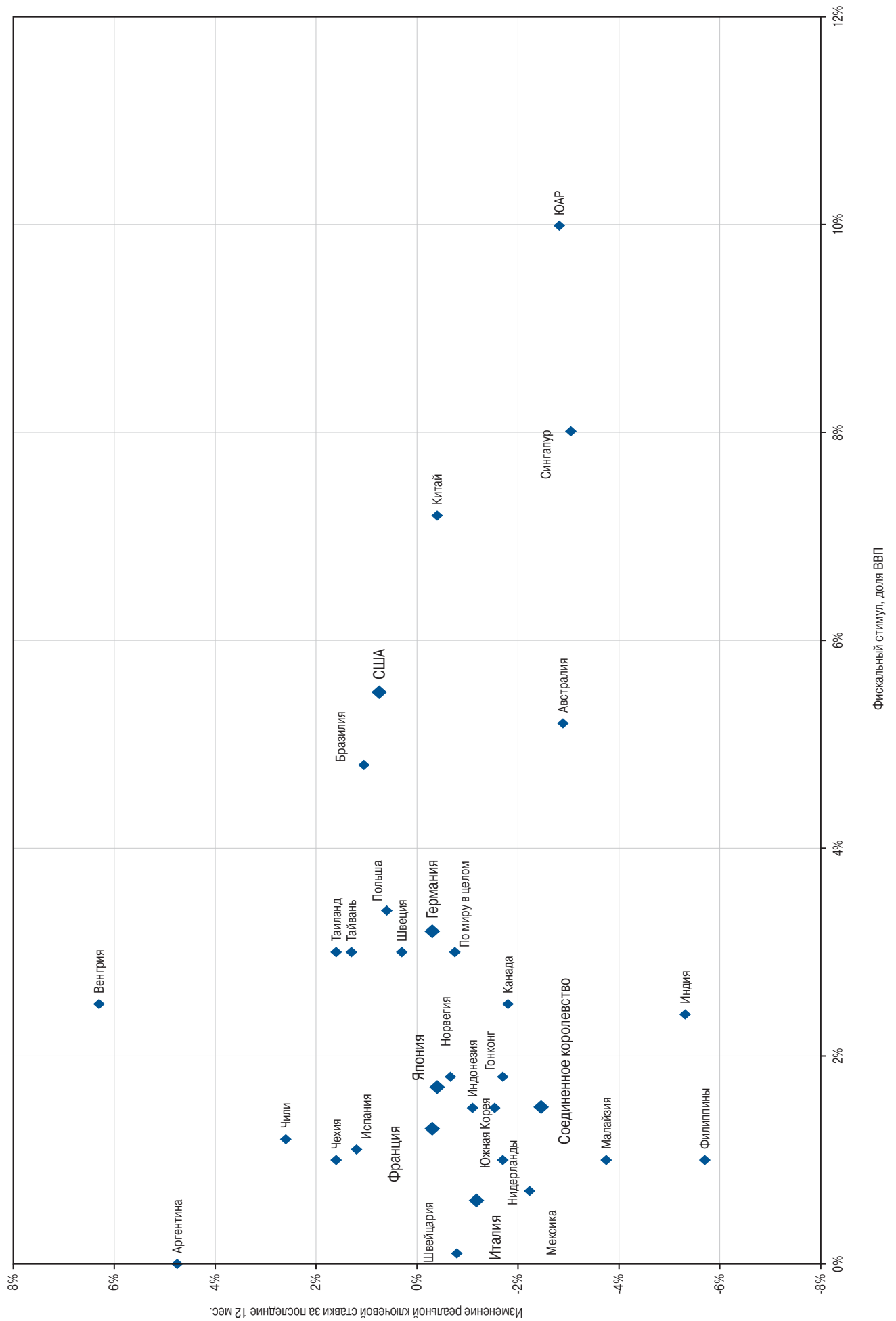
Начавшийся 2009 г. эксперты уже сейчас называют годом беспрецедентных мер по стимулированию экономической активности со стороны государственных институтов. На сегодняшний день размер обнародованных программ спасения экономики (речь идет в первую очередь о наращивании госрасходов и сокращении налогового бремени) исчисляется триллионами долларов (среди лидеров – США и Китай). Резко возросла активность международных финансовых организаций. Они стремительно увеличивают объемы кредитования стран, испытывающих финансовые трудности, – многомиллиардные кредиты были предоставлены (прежде всего МВФ) таким государствам, как Украина, Венгрия, Исландия, Пакистан, Латвия и др.

Большинство развитых стран активно использовали для борьбы с обостряющимся экономическим кризисом такие инструменты, как расширение спектра механизмов предоставления ликвидности (включая увеличение числа их участников и списка ценных бумаг,

принимаемых в качестве залога при осуществлении кредитных операций), предоставление гарантий по банковским депозитам и новым среднесрочным заимствованиям финансовых институтов, снижение процентных ставок и т.д.

Основной упор при разработке антикризисных мер в большинстве развивающихся экономик делается на снижение процентных ставок центральными банками (за исключением России, Белоруссии и ряда других стран), снижение нормативов обязательных резервов для кредитных учреждений с целью высвобождения дополнительных объемов ликвидности, создание новых механизмов предоставления ликвидности финансовым институтам, увеличение размера гарантий по банковским депозитам и задействование своповых линий с монетарными властями других стран (в основном с ФРС США и ЕЦБ), а также в ряде случаев ослабление национальных валют для повышения конкурентоспособности национальных экспортеров.

Вместе с тем остается открытым вопрос, насколько эффективными окажутся упомянутые меры. От этого во многом будут зависеть перспективы развития мировой экономики.



**Таблица 2.1. Меры в области налогово-бюджетной политики, направленные на стимулирование экономической активности в развитых и развивающихся странах**

Страна	Принятые меры	Общий объем <sup>1</sup>	
		млрд. долл. США	Доля ВВП, %
<b>Весь мир</b>		<b>2 409</b>	<b>3,1</b>
США	<p>Президент США Б. Обама подписал закон о мерах по стимулированию американской экономики (the American Recovery and Reinvestment Act – ARRA). 287 млрд. долл. США будет направлено на облегчение налогового бремени для бизнеса и населения, 500 млрд. долл. США – на реализацию инвестиционных программ. В частности, 120 млрд. долл. США будет потрачено на проекты по развитию инфраструктуры, включая 27,5 млрд. долл. США на сооружение скоростных автодорог, 8,4 млрд. долл. США – на развитие систем общественного транспорта, 9,3 млрд. долл. США – на развитие железнодорожного транспорта, 7,2 млрд. долл. США – на расширение высокоскоростного доступа к Интернету. В области здравоохранения 19 млрд. долл. США предназначены для модернизации компьютерных систем в медицинских учреждениях, 10 млрд. долл. США – для научных исследований в сфере борьбы с раком, гипертонией, болезнью Альцгеймера и другими заболеваниями, 21 млрд. долл. США – для субсидий по медицинскому страхованию для временно безработных. 53,6 млрд. долл. США будет направлено властям штатов с целью недопущения секвестра региональных образовательных программ, свыше 25 млрд. долл. США – на реализацию образовательных программ для школьников и студентов-инвалидов. Порядка 18 млрд. долл. США планируется истратить на проекты в области повышения энергоэффективности, 11 млрд. долл. США – на модернизацию линий электропередач. 19,9 млрд. долл. США будет выделено для распространения среди малоимущих граждан продовольственных талонов, дающих право на получение продуктов питания бесплатно или по льготным ценам</p>	787	5,5 (1,3 в 2009 ф.г. <sup>2</sup> и 2,7 в 2010 ф.г.)
Канада	Министерство финансов Канады подготовило пакет мер по стимулированию экономической активности, предусматривающих масштабные расходы на модернизацию инфраструктурных объектов (дороги, мосты, линии связи и т.п.), систем образования и здравоохранения, строительство современного жилья, налоговые вычеты для населения, а также увеличение расходов на профессиональную переподготовку	31,8	2,6
Япония	В рамках бюджетного законодательства предполагаются масштабные налоговые вычеты для населения, а также меры по поддержке занятости	85,1	1,7
Европейский союз	Европейская комиссия разработала общеевропейский план стимулирования экономики, предусматривающий выделение средств из централизованного бюджета ЕС и бюджетов стран-участниц, а также привлечение ресурсов Европейского инвестиционного банка. Приоритетные направления – поддержка инноваций, включая инвестиции в повышение энергоэффективности автотранспорта, жилых и производственных помещений и пр., поддержка малого предпринимательства, ускорение структурных реформ	260	1,5
Германия	Льготы по выплатам подоходного налога и перечислениям в фонд социального страхования. Сокращение ставок подоходного налога и налога на прибыль корпораций для отдельных категорий плательщиков. Правительство обнародовало параметры пакета антикризисных мер, предусматривающих предоставление госгарантий по кредитам, инвестиции в инфраструктурные объекты, модернизацию школ и больниц, расширение широкополосного доступа к Интернету, снижение ставки подоходного налога для малообеспеченных граждан,	25,6 15,3 64,1	3,2



	увеличение размера детских пособий, денежные стимулы для лиц, приобретающих новые автомобили с высокими показателями экономичности взамен старых, уменьшение на 0,6% размера взносов работников в фонд медицинского страхования (образующийся при этом дефицит будет покрываться государством), увеличение финансирования программ профессиональной переподготовки		
Франция	Выделение средств на завершение проекта строительства высокоскоростных локомотивов. Субсидирование жилищного строительства. Трансферты малоимущим группам населения. Кредиты финансовым подразделениям французских автопроизводителей, бонусы в размере 1 тыс. евро для лиц, покупающих новый автомобиль взамен автомобиля старше 10 лет. Прочие инструменты поддержки корпоративного сектора	13,6 2,3 1,0 0,3 33,0	1,3
Италия	Правительство Италии обнародовало параметры пакета антикризисных мер, предусматривающих субсидии малоимущим гражданам и лицам, потерявшим работу, увеличение финансирования инфраструктурных проектов, замораживание тарифов, имеющих привязку к инфляции (за пользование электрическими сетями, автомобильными и железными дорогами), пополнение капитала банковских учреждений, компенсацию ставок по ипотечным кредитам (в части, превышающей 4% годовых)	12,0	0,6
Испания	Увеличение правительственных расходов на инфраструктуру, а также содействие автомобильной промышленности	14	1,1
Нидерланды	Одобрение правительством Нидерландов пакета антикризисных мер, предусматривающих облегчение налогового бремени для бизнеса (в том числе через ускоренную амортизацию капложений) и увеличение госрасходов, в частности, дополнительные выплаты лицам, столкнувшимся с сокращением продолжительности рабочей недели	7,5	1,0
Соединенное Королевство	Правительство Соединенного Королевства снизило ставку налога на добавленную стоимость (на 2,5%), выделило средства на модернизацию и строительство общественных зданий и сооружений, включая школы, улучшение пропускной способности автомагистралей, инвестиции в развитие энергосберегающих технологий	31,5	1,5
Швейцария	Правительством одобрен пакет стимулирующих мер, включающий выделение средств на завершение прерванных инфраструктурных проектов. Ведется подготовка еще одного пакета стимулирующих мер	1,0	0,3
Норвегия	Увеличение «не-нефтяного» бюджетного дефицита на 2009 год	7,0	1,8
Швеция	Выделение правительством Швеции дополнительных средств на реализацию инфраструктурных проектов и поддержку рынка труда; займы и гранты автомобильностроительным компаниям; предоставление займов Латвии и Исландии	7,5	3
Индия	Дополнительные государственные расходы, сокращение ставки НДС на 4%, государственные гарантии по займам для малых предприятий, пополнение капитала государственных банков, расширение ресурсной базы Экспортно-импортного банка Индии, Корпорации по финансированию инфраструктурных проектов и других финансовых институтов	26,4	2,4

<sup>1</sup> Оценки банка UBS.

<sup>2</sup> ф. г. – финансовый год.

Страна	Принятые меры	Общий объем <sup>1</sup>	
		млрд. долл. США	доля ВВП, %
Китай	<p>Правительство Китая одобрило план стимулирования экономической активности. Среди приоритетных областей плана – снижение налоговой нагрузки на предприятия, снятие ограничений по кредитованию банками важнейших отраслей, инвестиции в транспортную инфраструктуру, здравоохранение, образование и охрану окружающей среды, строительство доступного жилья, повышение реальных доходов населения и т.д.</p> <p>Утверждены также планы поддержки автомобильной, сталелитейной, судостроительной, легкой и нефтехимической промышленности, предусматривающие расширение кредитования перечисленных отраслей государственными банками, снижение экспортных пошлин и содействие модернизации производственных мощностей, снижение налога на покупку автомобилей с объемом двигателя менее 1,6 литра с 10 до 5%, субсидии фермерским хозяйствам на модернизацию автопарка, создание специального фонда поддержки передовых научных технологий в автомобиле, усвоение специального фонда поддержки при покупке автомобилей, субсидии и налоговые послабления для сталелитейных компаний, улучшающих качество выпускаемой продукции и стремящихся расширить присутствие на внешних рынках, налоговые вычеты по импортным пошлинам на комплектующие для океанских судов и т.д.</p> <p>Правительством также анонсированы инициативы по реформированию практики уплаты налога на добавленную стоимость, увеличению субсидий фермерам и малообеспеченным слоям населения, реформе здравоохранения и пр.</p>	588	6 (в год)
Республика Корея	Освобождение от налогов на доход от инвестиций в ценные бумаги, увеличение адресных выплат безработным, малообеспеченным гражданам, начинающим предпринимателям, госфинансирование проектов в области сельского хозяйства, социально значимых инфраструктурных объектов, поддержка малого и среднего бизнеса, дотации региональным бюджетам	11,3	1,5
Тайвань	Меры фискального стимулирования включают налоговые льготы, дотации на покупку потребительских товаров, финансирование строительства инфраструктурных объектов	10,8	3
Индонезия	Налоговые льготы и вычеты (особенно для компаний с большим числом занятых), адресные субсидии уязвимым группам населения	6,6	1,5
Малайзия	Увеличение дефицита госбюджета до 4,8% ВВП (сверх запланированного уровня в 3,6% ВВП) с упором на поддержку обрабатывающих отраслей	2,0	1,0
Филиппины	Финансирование инфраструктурных проектов, создание дополнительных рабочих мест в государственном секторе, субсидии уязвимым группам населения, снижение ставки налога на доход корпораций с 35 до 30%	1,3	1,0
Таиланд	Бюджетные трансферты уязвимым группам населения, субсидии на приобретение жилья, помощь малым предприятиям, поддержка инфраструктурных проектов	11,4	3,0
Сингапур	Снижение административных издержек для бизнеса, поддержка занятости с помощью специальных грантов для предприятий и создания 18 тыс. новых рабочих мест в секторе общественных услуг, сокращение ставки налога на прибыль на 1%, налоговые вычеты для покупателей коммерческой и промышленной недвижимости, предоставление краткосрочных кредитов предприятиям	13,7	8
Австралия	Учреждение фондов поддержки проектов в области транспортной инфраструктуры, здравоохранения, образования и научных исследований; увеличение размеров выплат пенсионерам, малообеспеченным семьям, лицам, впервые покупающим недвижимость и повышающим профессиональную квалификацию	42,2	5,2

	Выделение дополнительных средств на модернизацию объектов транспортной инфраструктуры, ЖКХ, образования, здравоохранения, рассрочки по налоговым платежам для бизнеса, субсидии малообеспеченным группам населения. Создание фонда кредитования под залог коммерческой недвижимости с целью рефинансирования задолженности участников рынка, сталкивающихся с отказом зарубежных банков продлить сроки действующих займов		
Аргентина	Субсидирование процентных ставок по потребительским кредитам, уменьшение налоговой нагрузки на семьи со средним уровнем доходов (эффект от данных мер был нивелирован повышением тарифов коммунальными службами и ростом муниципальных и региональных налогов)	-	-
Бразилия	Открытие правительством Бразилии кредитной линии для финансовых подразделений национальных автомобилестроительных корпораций (в качестве обеспечения будут выступать имеющиеся у них портфели кредитов), учреждение Суверенного фонда Бразилии для финансирования приоритетных проектов, увеличение объемов операций по кредитованию реального сектора со стороны госбанков, расширение программ строительства жилья для малообеспеченных групп населения, снижение ставок налога на доход (в том числе от кредитных операций)	56,4	4,1
Чили	Финансирование инфраструктурных проектов, поддержка инвестиционной программы крупнейшего национального производителя меди Codelco. Налоговые льготы. Прямые субсидии населению	1,7 0,6 0,1	0,8 0,3 0,1
Мексика	Программа развития национальной инфраструктуры, программы поддержания занятости и помощи безработным, включая оплату медстраховки для безработных, субсидии на приобретение жилья для малообеспеченных граждан	7,3	0,7
Венгрия	Полноценное финансирование займов, субсидий и гарантий по займам для предприятий	7,0	2,5 (в год)
Польша	Госгарантии по заимствованиям малых и средних предприятий, совершенствование механизмов использования полученных от ЕС средств на модернизацию инфраструктуры, налоговые льготы для бизнеса	31,7	3,4 (в год)
Чехия	Снижение налоговой нагрузки на экономику (прежде всего это касается взносов в фонды социального страхования и ставки налога на прибыль), увеличение капитала государственных институтов развития, выделение дополнительных средств на реализацию инфраструктурных объектов	1,9	1
Казахстан	Кредитные линии для участников рынка недвижимости и сельскохозяйственных предприятий, господдержка инфраструктурных проектов и малого бизнеса. Полноценное финансирование 4 крупнейших национальных банков. Создание фонда проблемных активов (предполагается покупка у банков ипотечных кредитов и других активов)	6,0 4,3 1,0	4,4 3,2 0,7
Турция	Разрабатываются меры по снижению налоговой нагрузки на бизнес и население, субсидированию процентных ставок по кредитам, предоставлению государственных гарантий, созданию фонда поддержки занятости	20,0	3,0
Израиль	Ведется обсуждение мер стимулирования экономики с упором на финансирование инфраструктурных и других проектов	5,5	2,3
ЮАР	Правительство ЮАР обнародовало рассчитанную на 3 года программу стимулирования национальной экономики, предусматривающую модернизацию инфраструктурных объектов, строительство жилья, повышение доступности базового образования и здравоохранения, усиление борьбы с преступностью. Параллельно объявлено о предоставлении государственных гарантий по займам крупнейшей энергетической компании страны Eskom в течение ближайших 5 лет	86,5	10

**Таблица 2.2. Меры в области денежно-кредитной политики, направленные на стимулирование экономической активности в развитых и развивающихся странах**

Страна	Принятые меры	Уровень ключевой процентной ставки, % годовых	
		11.03.2009	01.10.2008
США	<p>Начисление процентов на резервы (нормативные и избыточные), депонированные банками в ФРС; выкуп облигаций ипотечных агентств Fannie Mae, Freddie Mac и Ginnie Mae; рекапитализация банковских учреждений через приобретение государством негосударственных привилегированных акций;</p> <p>государственная помощь (включая пополнение капитала и гарантии по активам) банковским холдингам Citigroup и Bank of America, а также страховому гиганту AIG;</p> <p>учреждение новой программы предоставления ликвидности MMLFF (Money Market Investor Funding Facility), в рамках которой Федеральный резервный банк Нью-Йорка предоставляет кредиты ряду специально созданных частных компаний (SPV – special purpose vehicle), которые выкупают у инвесторов, входящих в оговоренный список, высоконадежные долларовые депозитные сертификаты и векселя;</p> <p>учреждение новой программы предоставления ликвидности TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility), в рамках которой Федеральный резервный банк Нью-Йорка предоставляет займы сроком 1 год под залог ценных бумаг, обеспеченных активами в виде новых или недавно выпущенных потребительских кредитов (студенческие, автомобильные займы и задолженность по кредитным картам) или кредитов малым предприятиям, гарантированных Управлением по делам малых предприятий и имеющих высший инвестиционный рейтинг (AAA);</p> <p>учреждение нового инструмента предоставления ликвидности CPFF (Commercial Paper Funding Facility), направленного на покупку 3-месячных коммерческих бумаг с рейтингом не ниже A1/P1/F1 напрямую у эмитентов;</p> <p>учреждение своповых линий с 14 иностранными центральными банками (Японии, Англии, Швейцарии, Канады, Австралии, Дании, Норвегии, Швеции, Бразилии, Мексики, Республики Корея, Сингапура, Новой Зеландии и ЕЦБ)</p>	0–0,25	2,00
Еврозона (Европейский центральный банк)	<p>Расширение списка инструментов, принимаемых в качестве залога по кредитам ЕЦБ; рост объемов и сроков кредитования участников рынка со стороны ЕЦБ, в том числе предоставление ЕЦБ кредитов в долларах США;</p> <p>учреждение своповых линий с центральными банками США, Швейцарии, Дании, Венгрии</p>	1,50	4,25
Соединенное Королевство	<p>Учреждение нового механизма предоставления ликвидности – дисконтного окна (Discount Window Facility), предлагающего предоставление Банком Англии займов в государственных облигациях Соединенного Королевства под залог обеспечения;</p> <p>расширение перечня активов, принимаемых в обеспечение по операциям рефинансирования; начало операций по предоставлению денежных средств в долларах США под залог обеспечения;</p> <p>продление периода действия программы обмена проблемных активов (Special Liquidity Scheme), предполагающей обмен банками находящихся на их балансе ценных бумаг высокого качества (в том числе обеспеченных закладными), потерявших ликвидность в результате волнений на финансовых рынках, на государственные ценные бумаги Соединенного Королевства на срок от 1 до 3 лет;</p>	0,50	5,00

	<p>наделение Банка Англии полномочиями по покупке ценных бумаг высококадажных эмитентов из частного сектора, а также государственных облигаций Соединенного Королевства;</p> <p>предоставление правительственных гарантий по новым выпускам долговых обязательств банков из установленного перечня;</p> <p>увеличение гарантированной государством суммы по банковским депозитам с 35 до 50 тыс. фунтов стерлингов;</p> <p>запуск программы пополнения капитала банковских институтов через приобретение их обыкновенных и привилегированных акций государством;</p> <p>создание схемы гарантирования активов банковских институтов, предусматривающей возможность страхования активов государством за определенное вознаграждение. В качестве платы за участие в гарантийной схеме государство получает соответствующую долю в капитале кредитных организаций (возможны и другие формы компенсации, включая денежные средства)</p>		
Япония	<p>Расширение перечня активов, принимаемых в обеспечение по операциям рефинансирования;</p> <p>увеличение масштабов и частоты проведения операций рефинансирования;</p> <p>создание нового механизма предоставления ликвидности финансовым учреждениям через покупку на аукционах корпоративных облигаций и других коммерческих бумаг;</p> <p>создание механизма по выкупу пакетов акций, принадлежащих финансовым институтам, по рыночным ценам;</p> <p>создание механизма выкупа гособлигаций (кроме краткосрочных и супердолгосрочных)</p>	0,10	0,50
Швейцария	<p>Меры по стабилизации крупнейшей в стране банковской группы UBS, включая выделение правительством Швейцарии средств для приобретения 9-процентной доли в акционерном капитале банка и создание Банком Швейцарии специального механизма, в рамках которого у UBS приобретаются неликвидные активы (в основном номинированные в долларах США долговые инструменты, обеспеченные ипотечными и другими активами, а также облигации европейских и азиатских эмитентов)</p>	0,50	2,75
Канада	<p>Наделение Канадской жилищно-ипотечной корпорации полномочиями по выкупу ипотечных ценных бумаг (insured mortgage pools)</p>	0,50	3,00
Норвегия	<p>Одобрение правительством Норвегии планов по выпуску государственных облигаций, которые будут предоставляться финансовым институтам на срок до трех лет в обмен на облигации частных банков и ипотечных ассоциаций</p>	2,50	5,75
Исландия	<p>Установление правительством Исландии контроля над 4 крупнейшими исландскими банками Kaupthing, Landsbank, Giltfir и Straumur;</p> <p>привлечение внешних заимствований (договоренность с МВФ о привлечении стабилизационного кредита, за действующим своповых линий с центральными банками Дании и Норвегии)</p>	18,00	15,50
Республика Корея	<p>Расширение перечня ценных бумаг, принимаемых в обеспечение по сделкам РЕПО;</p> <p>предоставление госгарантий по новым долговым инструментам, выпущенным национальными банками и корпорациями;</p> <p>пополнение капитала банковских учреждений;</p> <p>расширение своповой линии с Банком Японии и учреждение аналогичной линии с Народным банком Китая</p>	2,00	5,25



Страна	Принятые меры	Уровень ключевой процентной ставки, % годовых	
		11.03.2009	01.10.2008
Латвия	Установление правительством Латвии контроля над вторым по величине латвийским коммерческим банком Raex Banka, предоставление госгарантий по синдицированным займам Raex Banka, предоставление субординированных займов для пополнения капитала банка, размещение в нем крупного государственного депозита; снижение ставки по размещаемым в Банке Латвии депозитам кредитных организаций; привлечение стабилизационных кредитов от МВФ и ЕС	6,00	6,00
Китай	Отмена квот на банковское кредитование; снижение нормативов обязательных резервов кредитных учреждений; увеличение масштабов операций рефинансирования; увеличение объемов кредитования реальной экономики государственными банками	5,31	7,20
Индия	Снижение нормативов обязательных резервов кредитных учреждений; увеличение объемов механизмов предоставления ликвидности финансовому сектору (увеличены лимиты заимствований и расширен спектр участников таких операций); выкуп части ранее выпущенных гособлигаций для улучшения ситуации с ликвидностью и смягчения последствий оттока капитала (облигации выпускались для стерилизации избыточной денежной массы в период повышенного притока капитала); запуск нового механизма рефинансирования Банка развития малых отраслей промышленности Индии, разработка подобного механизма для Национального жилищного банка; продление срока действия механизма предоставления ликвидности для взаимных фондов и небанковских финансовых компаний; увеличение максимально допустимого размера вложений нерезидентов в индийские корпоративные облигации	5,00	9,00
Бразилия	Снижение нормативов обязательных резервов кредитных учреждений; модификация Банком Бразилии правил предоставления финансовых ресурсов в долларах США через механизм дисконтного окна (теперь он вправе требовать от банков направления определенной части полученных средств для кредитования национальных экспортеров); предоставление до 2 млрд. долл. США банковским институтам посредством операций РЕПО с целью стимулировать финансирование экспортных операций (для получения средств банки обязаны предъявить действующие кредитные соглашения с предприятиями-экспортерами)	11,25	13,75
Индонезия	Усиление валютного контроля со стороны центрального банка Индонезии, в частности, требование ко всем экономическим агентам при приобретении иностранной валюты в объемах, превышающих эквивалент 100 тыс. долл. США в месяц, представлять обоснование потребности в валютных средствах (копии хозяйственных договоров и пр.). Кроме того, банкам рекомендовано не предоставлять кредиты в индонезийских рупиях	7,75	9,25



	и иностранной валюте клиентам, использующим полученные средства для заключения производных финансовых контрактов на валютном рынке (кроме производных финансовых инструментов, используемых для экспортно-импортных операций); центральный банк Индонезии планирует смягчение нормативов в области риск-менеджмента и операций банков с проблемными займами в целях расширения объемов кредитования экономики		
Казахстан	Увеличение размера гарантий по банковским депозитам; снижение нормативов обязательных резервов кредитных учреждений; расширение перечня ценных бумаг, принимаемых в обеспечение по сделкам РЕПО	9,50	10,50
Украина	Привлечение масштабных заимствований от МВФ и Всемирного банка; начало выдачи Национальным банком Украины обеспеченных кредитов банкам сроком на 1 год; отмена 20-процентного обязательного резервирования по средствам в иностранной валюте, привлеченным банками на короткий срок; указание банкам выполнять обязательства по всем видам договоров по привлечению средств в любой валюте только в случае наступления срока завершения обязательств; ограничение маржи между курсом покупки и продажи наличной валюты (5%); ограничение активных операций банков объемом, достигнутым на 13.10.2008, за исключением вложений в государственные облигации, депозитные сертификаты Национального банка Украины и операций на межбанковском рынке; требование к юридическим лицам – резидентам использовать покупаемую иностранную валюту в течение 5 рабочих дней на заявленные при покупке цели (при этом в заявке на покупку инвалюты резидент должен указывать, что поручает банку продать купленную валюту, в случае если он не использовал ее на предусмотренные цели в течение 5 дней); учреждение аукционного механизма продажи долларов США банковским учреждениям (валюта предлагается в коридоре $\pm 2\%$ от официального курса); подготовка перечня банковских учреждений, нуждающихся в пополнении капитала со стороны государства	12,00	12,00
Белоруссия	Привлечение стабилизационного кредита МВФ и двустороннего кредита от России; учреждение спотовой линии «белорусский рубль – юань» с Народным банком Китая; ослабление белорусского рубля (Национальный банк Беларуси изменил 1 января 2009 г. курс белорусского рубля с 2200 до 2650 белорусских рублей за один доллар США; Колебания стоимости корзины валют (доллар США, евро и российский рубль в равных долях), к которым привязан белорусский рубль, допускаются в 2009 г. в пределах $\pm 5\%$ ); запрет авансовых платежей по импортным операциям – теперь такие платежи возможны только при наличии у импортера специального разрешения Национального банка Беларуси (позднее сделан ряд послаблений для фирм, являющихся одновременно экспортными и импортерами)	14,00	10,50

## ГЛОССАРИЙ

### **Базовая инфляция**

Индикатор инфляции, «очищенный» от влияния изменения цен на товары, стоимость которых подвержена существенным сезонным или конъюнктурным колебаниям, не связанным с общеэкономическим положением в стране. В США, Соединенном Королевстве, Японии и европейском Экономическом и валютном союзе при расчете базовой инфляции не учитываются цены на энергоносители и продукты питания.

### **«Бегство в качество» (Flight to Quality)**

Переток средств инвесторов из более рискованных активов в менее рискованные, прежде всего в государственные облигации стран с развитыми экономиками, вызванный снижением склонности к риску в условиях роста неопределенности на финансовых рынках и повышения волатильности их основных показателей.

### **Биржевые товары**

Товары (материальные активы), легко стандартизируемые и торгуемые на товарных биржах, например, металлы, нефть, газ, рис, молоко.

### **Валютный своп**

Финансовый контракт, по которому стороны обмениваются обязательствами, номинированными в разных валютах.

### **Вариационная маржа**

Дополнительное гарантийное обеспечение, ежедневно уплачиваемое сторонами срочной сделки при неблагоприятном изменении цен.

### **Волатильность**

Характеристика изменчивости показателя.

### **Дезинфляция**

Снижение темпов инфляции.

### **Денежная база**

Наличные деньги в обращении (вне центрального банка) плюс средства кредитных организаций на счетах в центральном банке и иные обязательства центрального банка перед кредитными организациями.

### **Дефлятор конечного потребления**

Один из показателей инфляции. Рассчитывается на основе индекса Пааше, то есть представляет собой отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в текущий период к его стоимости в базовый период. В отличие от основного индикатора инфляции – ИПЦ, для подсчета дефлятора конечного потребления используется список товаров, включающий в себя более 2000 единиц: данные, используемые в расчете ИПЦ, индексов цен товаров корпораций и сельского хозяйства.

### **Дефляция**

Процесс, обратный инфляции, – снижение уровня цен.

### **Дефолтный своп**

Финансовый контракт, по которому одна сторона осуществляет фиксированный платеж, а другая сторона осуществляет платеж в случае, если с базовым активом происходит какое-либо событие, снижающее его кредитное качество (например, снижение рейтинга эмитента). Размер платежа определяется исходя из изменения стоимости базового актива в результате события.

### **Дюрация**

Средневзвешенный срок до погашения актива (портфеля активов). Рассчитывается как взвешенная сумма сроков до будущих выплат по активу (портфелю активов), где в качестве весов используются доли приведенной к текущему моменту времени стоимости соответствующих выплат в общей приведенной стоимости актива (портфеля активов).

**Золотовалютные резервы  
Банка России**

Разность между суммой резервных валютных активов Банка России, принадлежащего Банку России *монетарного золота* и золота на счетах в зарубежных банках и обязательствами Банка России перед зарубежными контрагентами:

- в резервных иностранных валютах;
- в долговых ценных бумагах зарубежных эмитентов, номинированных в резервных иностранных валютах;
- в золоте.

Измеряется в долларах США.

**Инвестиционный портфель  
резервных валютных  
активов Банка России**

Портфель, включающий купонные ценные бумаги иностранных эмитентов, номинированные в резервных валютах. Управление инвестиционным портфелем направлено на получение дополнительной доходности при соблюдении установленных ограничений по сохранности и ликвидности резервов.

**Индекс потребительских  
цен (ИПЦ)**

Основной индикатор инфляции. ИПЦ отражает изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые для непроизводственного потребления. Данный индекс рассчитывается как отношение текущей стоимости фиксированного в базовый период набора товаров и услуг к его стоимости в базовый период.

**Индекс розничных цен**

Один из показателей инфляции, используемый в Соединенном Королевстве. Отражает изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые для непроизводственного потребления. В отличие от ИПЦ корзина для расчета индекса включает цены на недвижимость. Индекс рассчитывается как отношение текущей стоимости фиксированного в базовый период набора товаров и услуг к его стоимости в базовый период.

**Индекс стоимости  
фрахтовых перевозок  
(Baltic Dry Index)**

Индекс, отражающий динамику фрахтовых ставок (стоимость фрахтовых перевозок) в крупнейших мировых портах.

**Индекс MSCI world**

Индекс, отражающий изменение совокупной капитализации крупнейших рынков акций развитых и развивающихся стран, рассчитываемый компанией Morgan Stanley. По состоянию на конец IV квартала 2007 года в расчете индекса использовалась информация о капитализации рынков акций 49 стран.

**Индикаторы деловой  
активности (индикатор  
текущей активности,  
индикатор ожидаемой  
активности, индекс  
деловой конъюнктуры)**

Индексы, рассчитываемые на основе опросов представителей фирм относительно оценки текущей ситуации на их рынках или их ожиданий того, какова будет ситуация в будущем. В основе каждого индекса лежит соотношение доли респондентов, ответивших, что деловая активность на их рынках повышается, и доли респондентов, указавших на ее снижение.

**Кастодиан**

Банк или другая организация, принимающая на хранение финансовые активы или другие ценности; может выполнять функции агента по кредитованию.

**Ключевая ставка  
центрального банка**

Ставка, устанавливаемая центральным банком в целях оказания прямого или опосредованного воздействия на уровень процентных ставок в экономике в целом. Изменение ключевой ставки, как правило, является основным способом достижения целей денежно-кредитной политики.

Примеры ключевых ставок, используемых ведущими центральными банками:

- Банк Англии – процентная ставка по резервам коммерческих банков на счетах в Банке Англии;
- Банк Японии – ставка по однодневным кредитам Банка Японии;
- Европейский центральный банк (ЕЦБ) – минимальная ставка на аукционах РЕПО с ЕЦБ;
- Федеральная резервная система США – целевой уровень ставки на рынке межбанковских кредитов.

### Кредитный рейтинг

Оценка рейтинговым агентством способности и готовности эмитента своевременно и в полном объеме выполнять свои финансовые обязательства.

### Кривая доходности

График взаимосвязи между доходностью и сроком до погашения ценных бумаг.

### Многоценовой аукцион по размещению государственных ценных бумаг

Метод размещения государственных ценных бумаг, при котором заявки на покупку государственных облигаций, выставленные инвесторами («цена–объем» или «доходность–объем»), ранжируются по цене/доходности и удовлетворяются по ценам/доходностям, указанным в заявках.

### Монетарное золото

Аффинированное (чистотой не менее 995/1000) золото в виде слитков и пластин стандартного образца, принадлежащее органам денежно-кредитного регулирования.

### Моноценовой (голландский) аукцион по размещению государственных ценных бумаг

В отличие от *многоценового аукциона* в случае моноценового аукциона заявки удовлетворяются по цене/доходности, единой для всех инвесторов.

### Нормативный портфель

Расчетный набор (индекс) ценных бумаг, депозитов и иных разрешенных для приобретения в портфели резервных валютных активов Банка России инструментов, сформированный путем присвоения каждому инструменту определенного веса с учетом емкости рынка данного инструмента. Нормативные портфели определяют соотношение рисков и ожидаемого вознаграждения за риски, принимаемые на себя Банком России в процессе управления резервными валютными активами, и являются ориентиром доходности для каждого из портфелей резервных валютных активов.

### Операции РЕПО (обратного РЕПО)

Сделки по продаже (покупке) ценных бумаг с обязательством последующего выкупа (продажи) через определенный срок по заранее оговоренной цене.

### Операционный портфель резервных валютных активов Банка России

Портфель, включающий краткосрочные активы в виде остатков на корреспондентских счетах, срочных депозитов, сделок РЕПО, краткосрочных бескупонных ценных бумаг в резервных валютах. Управление операционным портфелем обеспечивает поддержание необходимого уровня ликвидности валютных резервов.

### Процентный своп

Финансовый контракт, по которому стороны сделки обязуются периодически выплачивать на условную сумму основного долга, являющегося основанием для свопа, проценты, выраженные

	<p>в одной валюте, в определенные сроки. Одна сторона является плательщиком по фиксированной ставке, устанавливаемой при заключении сделки, а другая – плательщиком по плавающей ставке (какой-либо рыночной ставке – LIBOR или плавающей купонной ставке облигации).</p>
<b>Реальный курс национальной валюты к иностранной валюте</b>	<p>Обменный курс, скорректированный на соотношение темпов инфляции в соответствующих странах.</p>
<b>Реальный эффективный курс национальной валюты</b>	<p>Индекс, представляющий собой средневзвешенный реальный курс национальной валюты к корзине иностранных валют. В качестве весов отдельных реальных курсов национальной валюты к иностранным валютам обычно используются доли зарубежных стран во внешнеторговом обороте данной страны.</p>
<b>Резервные валютные активы Банка России</b>	<p>Требования Банка России к зарубежным банкам в резервных иностранных валютах (долларах США, евро, фунтах стерлингов Соединенного Королевства, японских иенах, швейцарских франках), а также принадлежащие Банку России и проданные Банком России с обязательством обратного выкупа ценные бумаги зарубежных эмитентов в резервных валютах.</p>
<b>Резервные валюты Банка России</b>	<p>Доллар США, евро, фунт стерлингов Соединенного Королевства, японская иена, швейцарский франк.</p>
<b>Реконституция</b>	<p>Операция, обратная <i>стрипованию</i>, то есть объединение набора бескупонных инструментов, представляющих собой процентные платежи (interest-only strip) и/или номинал (principal-only strip), в одну ценную бумагу.</p>
<b>Своповая линия</b>	<p>Соглашение, позволяющее его участникам привлекать средства в валюте страны-участника такой линии в обмен на эквивалентную сумму в национальной валюте, как правило, по рыночному курсу на момент совершения операции (этот же курс используется при возврате средств).</p>
<b>Синдицирование</b> (применительно к размещению ценных бумаг)	<p>Способ размещения ценных бумаг, при котором первичное размещение происходит через группу финансовых институтов (синдикат по закрытой подписке, или андеррайтинг, – underwriting syndicate), которые затем продают данные ценные бумаги более широкому кругу инвесторов.</p>
<b>Спред индекса EMBI+</b>	<p>Индекс EMBI+ представляет собой доходность государственных долговых обязательств развивающихся стран, номинированных в иностранной валюте, взвешенную по объему в обращении этих обязательств. Спред индекса EMBI+ – это разница между доходностью индекса и доходностью государственных облигаций США.</p>
<b>Среднесписочная численность занятых</b>	<p>Расчетный показатель госстатистики, исчисляется путем суммирования списочной численности работников за каждый календарный день месяца и деления полученной суммы на число календарных дней месяца.</p>
<b>Стрипование</b>	<p>Разбиение купонной облигации на несколько ценных бумаг.</p>
<b>Стрипы (STRIPS)</b>	<p>Ценные бумаги, образовавшиеся при разбиении купонной облигации на несколько ценных бумаг, представляющих собой процентные платежи (interest-only strip) или номинал (principal-only strip) и обращающихся независимо друг от друга.</p>

**Счет текущих операций  
платежного баланса**

Сальдо всех экономических операций с товарами и услугами, доходов от инвестиций и оплаты труда, а также текущих трансфертов, имевших место между резидентами и нерезидентами в течение отчетного периода.

**Чистый экспорт  
(товаров и услуг)**

Сальдо всех экономических операций с товарами и услугами между резидентами и нерезидентами в течение отчетного периода. Чистый экспорт равен экспорту за вычетом импорта.