

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

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

Выпуск 4 (8)

Москва
2008

При использовании материала ссылка на Центральный банк
Российской Федерации обязательна

© Центральный банк Российской Федерации, 2008
107016, Москва, ул. Неглинная, 12
e-mail: reservesmanagement@mail.cbr.ru

ПРЕДИСЛОВИЕ

Начиная с данного выпуска структура обзора изменена. Первый раздел посвящен результатам управления резервными валютными активами, второй — текущей конъюнктуре мировых финансовых рынков. Третий раздел будет включаться в состав обзора по мере необходимости и отражать значимые нововведения в процессе управления резервными валютными активами.

Справочная информация о рынках финансовых активов, в которые инвестирует Банк России, будет приводиться в приложении.

Данный выпуск в значительной степени посвящен развитию мирового финансового кризиса. В первом разделе приведены результаты управления Банком России резервными валютными активами за период с апреля 2007 г. по март 2008 года. В течение большей части этого периода активы управлялись в условиях нестабильности. Эти обстоятельства обуславливают большинство изменений в структуре резервных активов и в значительной мере показателей их доходности.

Результаты управления резервными валютными активами публикуются с задержкой не менее 6 месяцев. Чувствительность процессов ценообразования на мировых финансо-

вых рынках к действиям крупнейших игроков, к которым, с учетом объема активов, относится и Банк России, высока, и это особенно заметно в современных условиях.

Во втором разделе приведен краткий анализ текущих тенденций в мировой экономике и на финансовых рынках. Сквозной темой данного раздела стали меры центральных банков и правительств разных стран по противодействию финансовому кризису.

В следующем обзоре будут приведены результаты управления за период с III квартала 2007 г. по II квартал 2008 г. включительно. Важным событием этого периода с точки зрения управления резервными валютными активами является объединение операционного и инвестиционного портфелей, чему будет посвящен третий раздел следующего выпуска. В рамках информации о рынках, на которых работает Банк России, будет приведена информация о японском рынке государственных бумаг, а также следующая (заключительная) часть обзора рынка государственных облигаций еврозоны. Первая его часть, посвященная ключевым рынкам государственных облигаций еврозоны — рынкам Германии и Франции, публикуется в настоящем выпуске.

СОДЕРЖАНИЕ

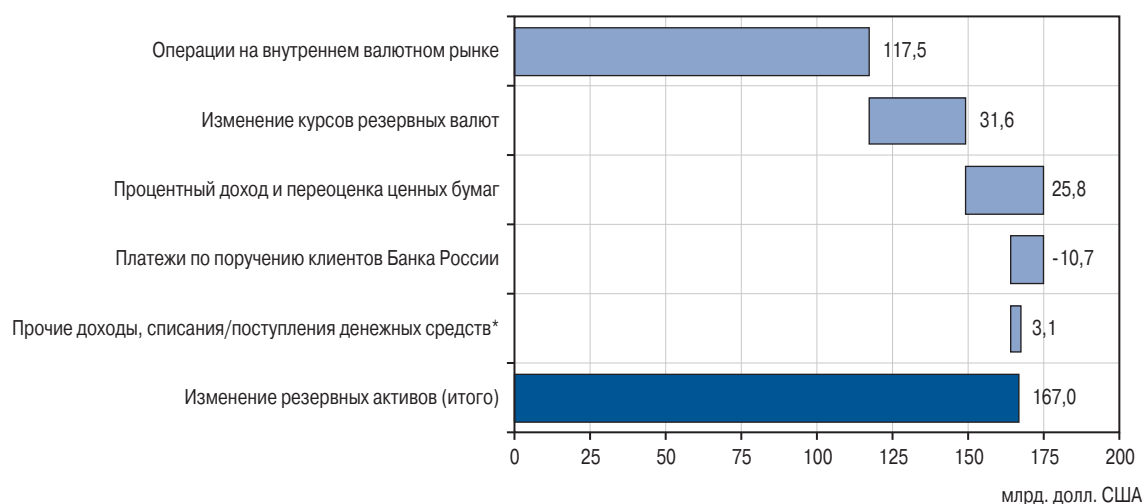
Предисловие	3
Содержание	5
1. Управление резервными валютными активами Банка России с апреля 2007 г. по март 2008 г.	7
2. Обзор конъюнктуры мировых финансовых рынков в марте–сентябре 2008 г.	13
2.1. Глобальные тенденции	13
2.2. Соединенные Штаты Америки	20
2.3. Экономический и валютный союз	25
2.4. Соединенное Королевство	30
2.5. Япония	33
2.6. Рынок золота	35
Приложение. Рынок ценных бумаг стран еврозоны	37
Глоссарий	45

1. УПРАВЛЕНИЕ РЕЗЕРВНЫМИ ВАЛЮТНЫМИ АКТИВАМИ БАНКА РОССИИ С АПРЕЛЯ 2007 Г. ПО МАРТ 2008 Г.

За период с апреля 2007 г. по март 2008 г. резервные валютные активы Банка России выросли на 167,0 млрд. долл. США – до 493,4 млрд. долл. США. Основным фактором роста резервных валютных активов в рассматриваемый период была покупка Банком России иностранной валюты на внутреннем

валютном рынке (см. рисунок 1.1). Дополнительными факторами, оказавшими влияние на динамику резервных активов, стали получение дохода от операций с активами Банка России в иностранной валюте и драгоценных металлах и изменение курсов остальных резервных валют к доллару США.

Рисунок 1.1. Факторы изменения величины активов Банка России в резервных валютах с апреля 2007 года по март 2008 года



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

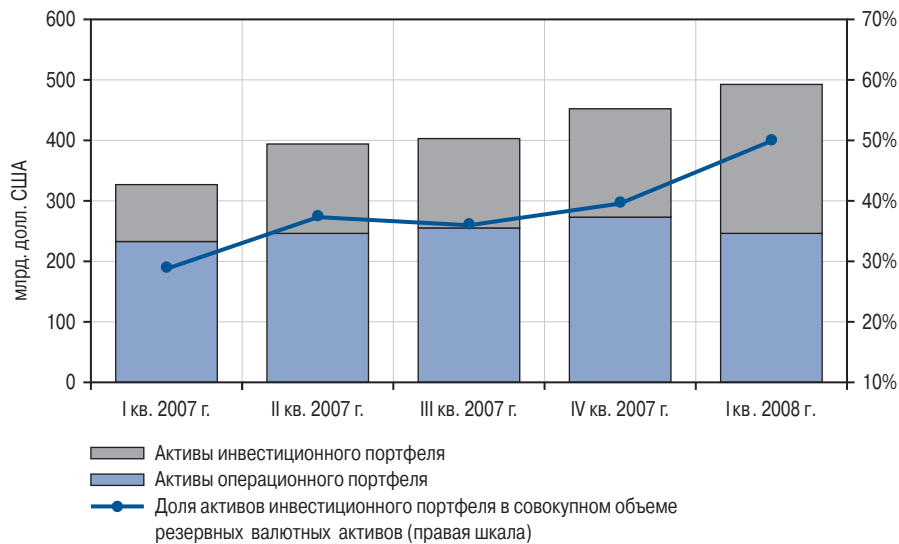
В течение анализируемого периода заметно изменилась структура резервных валютных активов: величина *операционного портфеля* резервных валютных активов немного выросла – с 232,9 до 247,2 млрд. долл. США, а его доля в общей стоимости резервных валютных активов сократилась до 50,1% с более чем 70% годом ранее. Величина *инвестиционного портфеля* резервных валютных активов в рассматриваемый период увеличилась более чем в два раза – с 93,4 до 246,2 млрд. долл. США; доля операционного и инвестиционного портфелей в общей стоимости активов возросла с 28,6 до 49,9%. Динамика объемов операционного и инвестиционного портфелей с апреля 2007 г. по март 2008 г. представлена на рисунке 1.2.

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 1.3). Также у Банка России имелись обязательства, выраженные в резервных валютах: остатки на счетах клиентов, включая счета Федерального казначейства в Банке России, и денежные средства, полученные по *операциям РЕПО* с иностранными контрагентами¹.

Разница между величиной активов Банка России в резервных валютах и величиной обязательств Банка России в указанных иностранных валютах представляет собой чистые

¹ Денежные средства, полученные по операциям прямого РЕПО с иностранными контрагентами, в расчет валютных резервных активов не включаются.

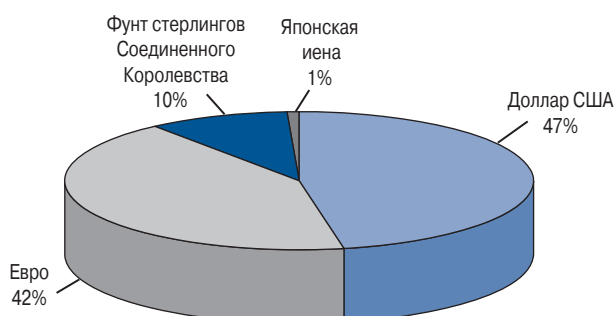
Рисунок 1.2. Изменение объемов операционного и инвестиционного портфелей активов Банка России в резервных валютах в течение апреля 2007 года – марта 2008 года (по состоянию на конец квартала)



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 валютные резервы измеряются в долларах США, под валютным риском в процессе управления валютными резервами понимается вероятность снижения стоимости валютных резервов вследствие отклонения фактической валютной структуры от нормативной при неблагоприятных колебаниях курсов резервных валют к доллару США.

Нормативная валютная структура валютных резервов Банка России в рассматриваемый период была изменена: нормативная доля долларов США сократилась за счет увеличения нормативной доли японской иены.

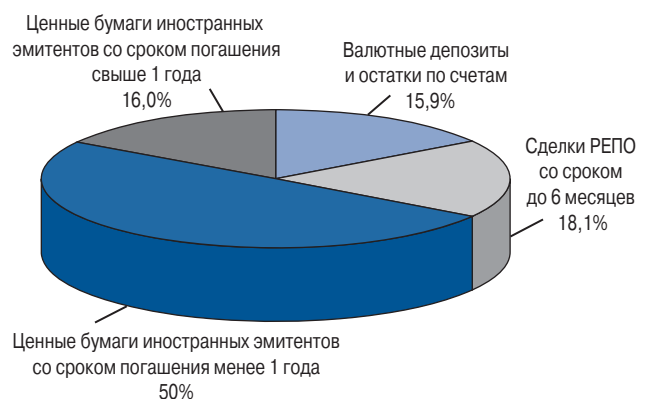
Рисунок 1.3. Распределение активов Банка России в резервных валютах по видам валют по состоянию на конец периода



С апреля 2007 г. по март 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.

Структура резервных валютных активов по видам инструментов. По состоянию на 30 марта 2008 г. резервные валютные активы Банка России были инвестированы в

Рисунок 1.4. Распределение резервных валютных активов Банка России по видам инструментов по состоянию на конец периода

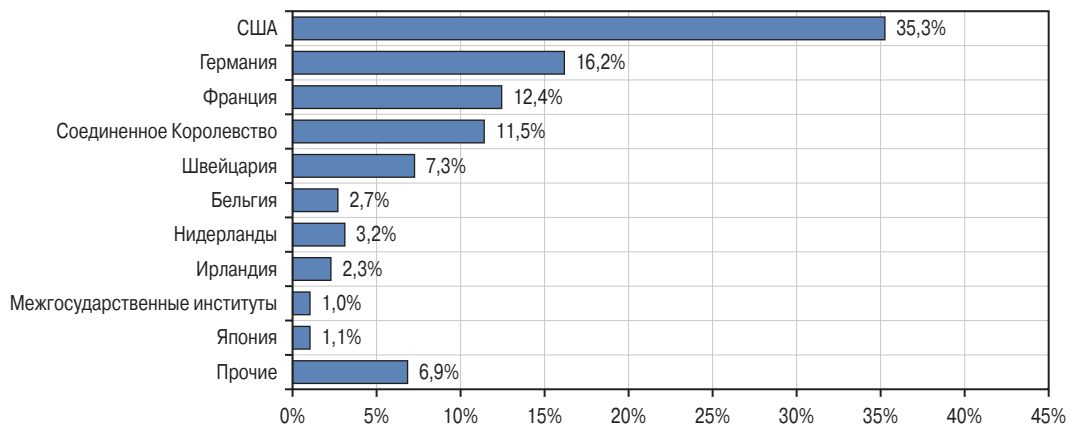


следующие классы инструментов: депозиты и остатки по корреспондентским счетам – 15,9%, сделки РЕПО – 18,1%, ценные бумаги иностранных эмитентов – 66% (см. рисунок 1.4). Ценные бумаги иностранных эмитентов представляют собой в основном купонные государственные облигации США, Германии, Соединенного Королевства, Франции, Нидер-

ландов, Австрии, Бельгии, Испании, Финляндии, Ирландии, дисконтные и купонные ценные бумаги агентств указанных стран.

Географическое распределение резервных валютных активов по состоянию на 30 марта 2008 г. представлено на рисунке 1.5. На США пришлось 35,3% активов, Германии – 16,2%, Францию – 12,4%, Соединен-

Рисунок 1.5. Географическое распределение активов Банка России в резервных валютах по состоянию на конец периода



ное Королевство – 11,5%, Швейцарию – 7,3%, остальные страны – 17,2%.

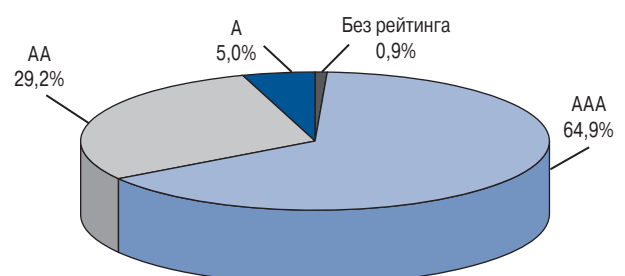
Распределение построено по признаку местонахождения головных контор банковских групп – контрагентов Банка России по операциям денежного рынка (остатки по корреспондентским счетам, депозиты, сделки РЕПО) и эмитентов ценных бумаг, входящих в состав портфелей резервных валютных активов Банка России.

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 иностранными контрагентами, включенными в соответствующий перечень, 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 1.6. По состоянию на 30 марта 2008 г. 64,9% приходилось на активы с рейтингом «AAA», 29,2% – с рейтингом «AA», 5,0% – с рейтингом «A». Распределение построено на осно-

Рисунок 1.6. Распределение резервных активов Банка России по кредитному рейтингу по состоянию на конец периода



ве информации о рейтингах долгосрочной кредитоспособности, присвоенных головным конторам банковских групп – контрагентов Банка России по операциям денежного рынка (остаткам на корреспондентских счетах, депозитам, сделкам РЕПО) 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 наихудший из них. Распределение по уровню кредитного риска представлено по основным рейтинговым категориям «AAA», «AA», «A» без детализации рейтинговой шкалы внутри каждой категории¹.

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. Ребалансировка нормативных портфелей для инвестиционного портфеля валютных резервов осуществлялась ежемесячно, для операционного портфеля – еженедельно. Нормативный портфель представлял собой набор инструментов, сформированный путем присвоения определенного веса (доли) в портфеле каждому инструменту, соответствующему установленным внутренними документами Банка России тре-

бованиям. Вес инструмента в нормативном портфеле определялся в зависимости от емкости рынка данного инструмента.

В качестве показателя процентного риска, заключающегося в финансовых потерях вследствие изменений процентных ставок по каждой из резервных валют, использовалась эффективная *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 каждой одновалютной части операционного и инвестиционного портфелей. Показатели доходности портфелей валютных резервов Банка России за рассматриваемый период приведены в таблице 1.1. В таблице не приведены показатели доходности для инвестиционного портфеля в японских иенах, который был сформирован только 6 марта 2008 года. Из-за методологических особенностей расчета доходности в условиях формирования нового портфеля, когда объемы сделок по покупке ценных бумаг существенно превосходят стоимость уже имеющегося портфеля, показатель

Таблица 1.1. Доходность активов операционного и инвестиционного портфелей валютных резервов Банка России с апреля 2007 года по март 2008 года (% годовых)

Активы		Доллары США	Евро	Фунты стерлингов Соединенного Королевства	Японские иены
Операционного портфеля	фактического	5,06%	4,21%	5,94%	0,70%
	нормативного	4,55%	4,13%	5,65%	0,66%
Инвестиционного портфеля	фактического	11,31%	4,79%	9,23%	–
	нормативного	11,37%	4,95%	9,49%	–
Итого	фактического	7,32%	4,46%	7,87%	0,55%

¹ 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.

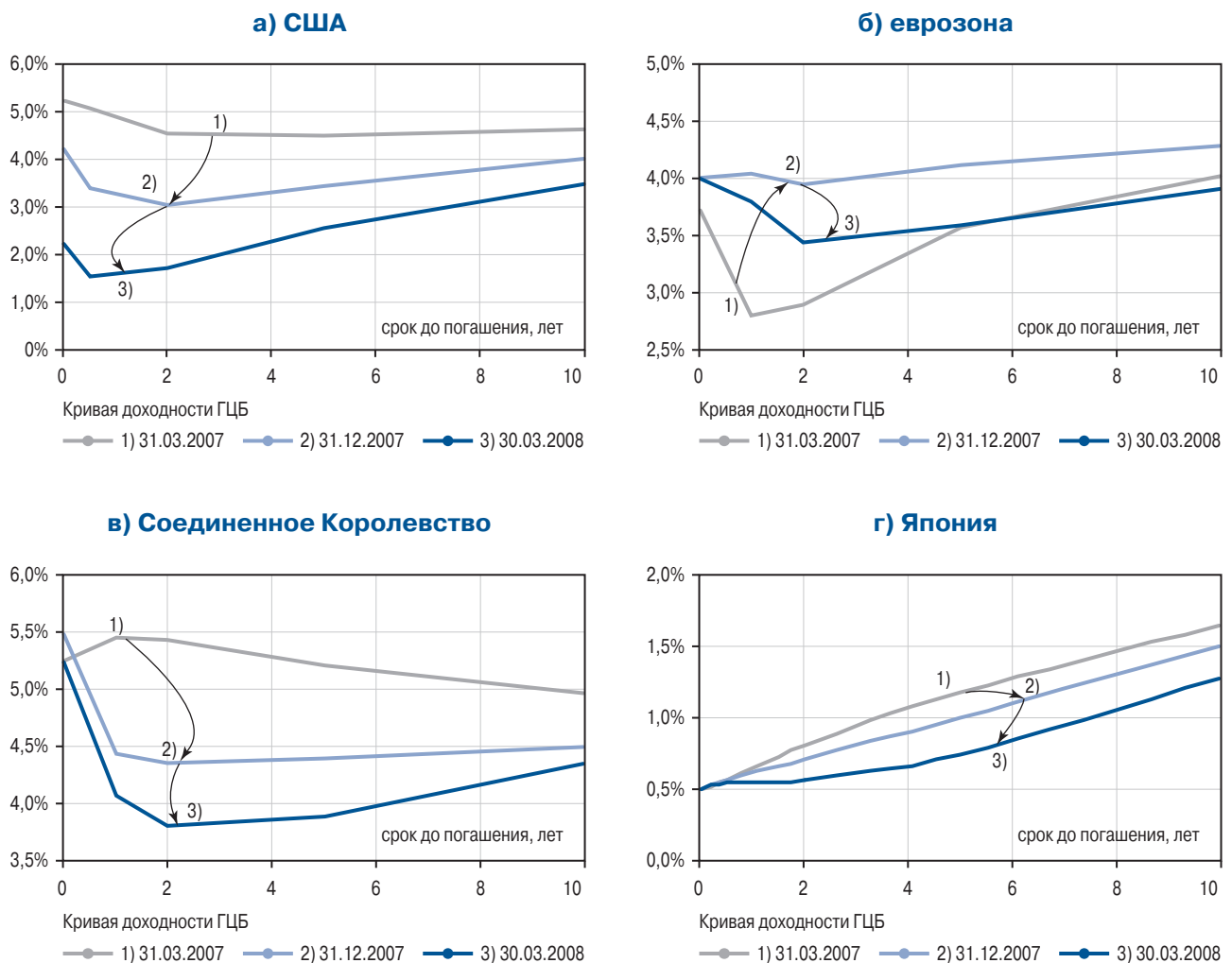
доходности не является репрезентативным для оценки данных операций.

Начавшийся в конце 2007 г. финансовый кризис в течение рассматриваемого периода оказывал влияние практически на все основные финансовые рынки. Поэтому Банком России в рассматриваемый период был принят ряд мер, направленных на минимизацию возможного негативного влияния кризиса на стоимость резервных валютных активов: сокращена доля активов с рейтингом ниже «АА»; установлены более жесткие требования к контрагентам и срокам по депозитным операциям; дополнительно ограничены объемы операций с иностранными контрагентами; увеличен объем операций, обеспеченных залогом. На фоне снижения доверия инвесторов

к негосударственным ценным бумагам сокращены объемы долгосрочных негосударственных ценных бумаг 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 наблюдался по мере развития финансового кризиса, в первую очередь сказался на динамике ставок по государственным облигациям (см. рисунок 1.7). Существенное снижение ставок в США и Соединенном Королевстве по всей кривой доходности определило высокие значения доходности по инвестиционному портфелю для этих стран.

Рисунок 1.7. Кривые доходности рынка государственных ценных бумаг в США, еврозоне, Соединенном Королевстве и Японии



Распределение мировых резервных активов по валютам

По данным МВФ, по состоянию на конец I квартала 2008 г. официальные резервные активы центральных банков составляют 7 трлн. долл. США (более 10% мировой экономики).

За последние семь лет (2001–2008 гг.) изменилась структура активов: снизились доли долларовых активов (на 8,5%) и активов в японских иенах (на 1,9%), а доли резервных активов в евро и фунтах стерлингов возросли (на 7,6 и 2,0% соответственно).

Однако структура валютных резервных активов в неизменных курсах 2001 г. за тот же период не претерпела столь значительных изменений: доля долларовых активов сократилась лишь на 1,4%, тогда как доля евро выросла на 1,8%; доля фунта стерлингов увеличилась на 1,9%, доля иены снизилась на 2,1%.

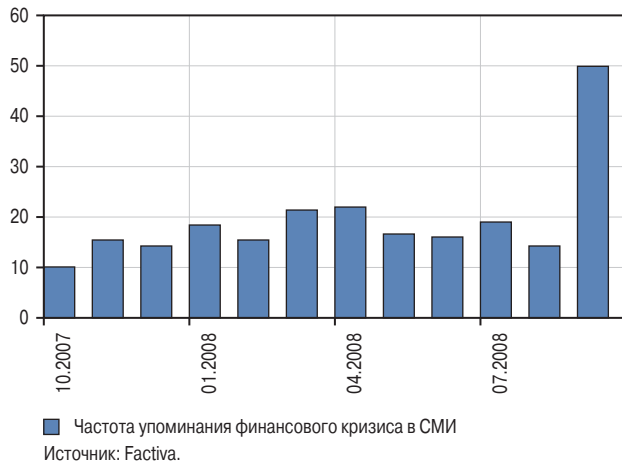
		Доллар США	Евро	Фунт Стерлингов	Иена
По курсам на конец периода	IV кв. 2001 г.	71,5	19,2	2,7	5,0
	I кв. 2008 г.	63,0	26,8	4,7	3,1
По курсам на конец IV кв. 2001 г.	IV кв. 2001 г.	72,4	19,5	2,7	5,1
	I кв. 2008 г.	71,0	21,3	4,6	3,0

В рассматриваемый период рост стоимости резервных активов в евро составил 135,5 млрд. СДР за счет укрепления евро и 348,7 млрд. СДР за счет роста объемов вложений в евро. В то же время рост стоимости резервных активов долларах США за счет их значительного увеличения составил 1 071,1 млрд. СДР, так как центральные банки многих стран с формирующимися рынками проводили интервенции для предотвращения укрепления своих валют к доллару. Однако за счет ослабления доллара США стоимость резервных активов в долларах США снизилась на 315,6 млрд. СДР.

2. ОБЗОР КОНЬЮНКТУРЫ МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ В МАРТЕ–СЕНТЯБРЕ 2008 Г.

2.1. Глобальные тенденции

В сентябре 2008 года финансовый кризис перешел в новую качественную стадию...



...что привело к падению цен на всех сегментах финансового рынка...



...а также к существенному увеличению кредитного риска



В конце III квартала глобальный финансовый кризис перешел в новую качественную стадию, характеризующуюся более сильным его проявлением как в финансовом, так и в реальном секторе экономики. Все большее количество участников финансового рынка оказывается на грани банкротства, и все возрастающее количество игроков уже оказалось за этой гранью; существенно расширилась география кризиса. Роста недоверия инвесторов не смогли избежать даже такие гиганты финансового рынка как Freddie Mac и Fannie Mae¹.

Новая волна финансового кризиса выразилась в падении объема заимствований на рынке, существенном росте волатильности цен финансовых активов и расширении кредитных спредов. При этом подобная картина наблюдалась на всех ключевых сегментах финансового рынка – рынках акций, облигаций, денежных и производных финансовых инструментов, товаров, валют – и практически во всех регионах мира.

Уровень недоверия на межбанковском рынке достиг исторических максимумов: разница ставок межбанковского рынка и ключевой ставки Федеральной резервной системы США (далее – ФРС США) достигла исторического максимума, 9 октября ее значение превысило 300 базисных пунктов – невиданный уже более 20 лет уровень. Индексы дефолтных свопов достигли отметки в 150 базисных пунктов, устойчиво превышая по отдельным облигациям 1 000 базисных пунктов, что эквивалентно страховке стоимостью 1 млн. долл. США для кредита стоимостью 10 млн. долл. США.

По-прежнему основной площадкой развития кризиса остается финансовый рынок США. Однако все больше негативной информации поступает из Соединенного Королевства и

¹ Подробнее об агентствах США см. «Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами», выпуск 3(7), раздел 3.

стран еврозоны, а также из Японии. Правительства и центральные банки принимают совместные усилия по борьбе с кризисом, пытаются остановить цепную реакцию банкротств. Ярким примером скоординированной политики является одновременное снижение 8 октября шестью центральными банками ключевых ставок на 50 базисных пунктов.

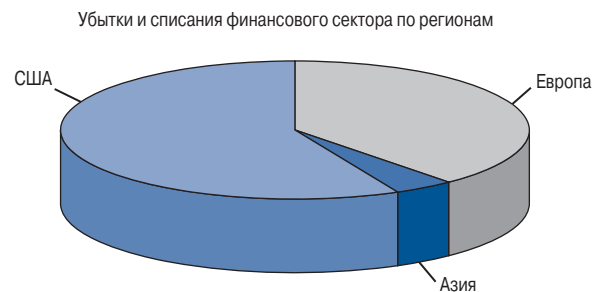
Монетарные власти расширяют перечень инструментов по рефинансированию кредитных организаций, по возможности избавляя их от обесценивающихся активов. В США размеры «спасательного круга» для финансового сектора (с учетом всех мер монетарных властей по поддержке экономики и финансового сектора) уже сопоставимы с размером бюджета, который, в свою очередь, составляет около 20% от ВВП.

Тем не менее, несмотря на размеры оказываемой помощи, сохраняющаяся на рынке нестабильность свидетельствует о сохранении панических настроений. Предлагаемые планы по спасению экономики оказывают в лучшем случае краткосрочный эффект. К тому же новые планы по спасению экономики и данные по состоянию экономики обновляются быстрее, чем публикуются посвященные им аналитические материалы, что усиливает неопределенность. Фактически ведущие центральные банки, в первую очередь ФРС США, подменяют собой рынок, выступая в роли центрального посредника. Объемы заимствований на финансовом рынке стремительно падают, тогда как денежная база растет.

В развитых странах финансовый кризис все в большей мере начинает затрагивать реальный сектор. Прогнозы относительно вероятности наступления рецессии в США меняются на прогнозы ее продолжительности. После десятилетия экспорта «финансовых пузырей» США начинают экспортировать рецессию. Сужение американского потребительского рынка ведет к замедлению экономического роста в странах – основных торговых партнерах: Японии, Китае, странах еврозоны и продолжает распространяться сходным образом на остальные страны.

МВФ в очередной раз пересмотрел прогнозы динамики мирового валового продукта в сторону понижения, а инфляции – в сторону

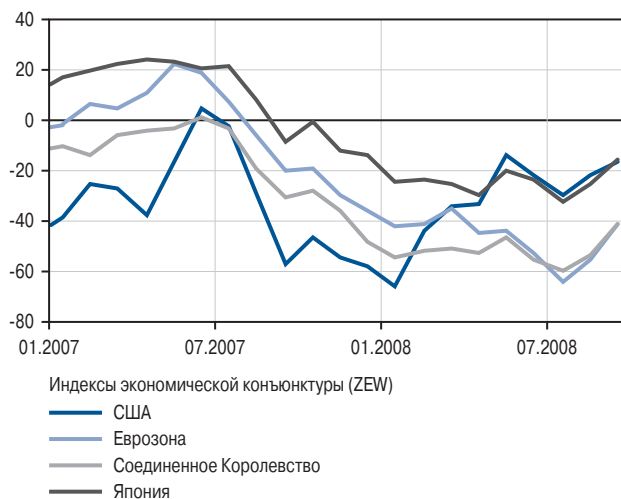
Основной площадкой финансового кризиса по-прежнему остаются Соединенные Штаты Америки...



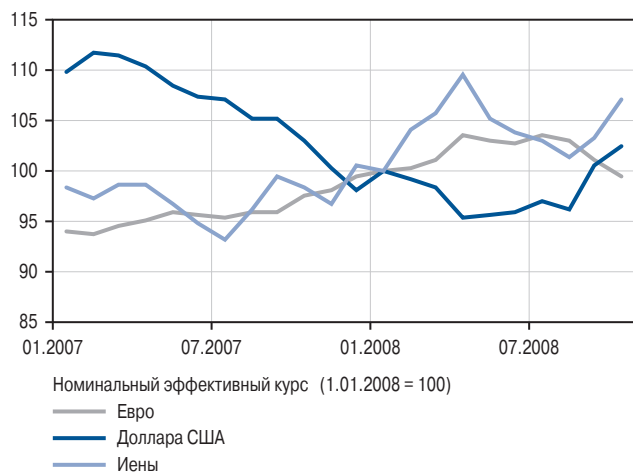
...где, несмотря на мощную денежную накачку со стороны ФРС, условия кредитования продолжают ужесточаться наряду со снижением доступности средств на финансовом рынке



Кризис и замедление темпов роста экономики США отрицательно воздействуют на экономики других развитых стран



Начавшийся вследствие кризиса процесс сокращения заемного капитала («de-leveraging») стал катализатором роста доллара США ко всем ведущим валютам...



...за исключением иены: закрытие валютных позиций, основанных на трансграничном дифференциале процентных ставок («carry trade»), определило высокий спрос на нее



повышения. При этом следует отметить, что для многих стран (например, стран БРИК¹) внутренний спрос остается ключевым источником роста, и рецессия в развитых странах хотя и окажет негативное влияние на темпы экономического роста развивающихся стран, но не приведет к экономическому спаду в этой группе стран.

Другой составляющей кризиса стал процесс, который обозначают как «de-leveraging». Это процесс сокращения доли заемных средств у участников финансового рынка. Для повышения доходности проводимых операций многие инвесторы привлекают дополнительные средства, тем самым проводя операции «с плечом». Такая практика существенно повышает доход от операций, однако, в равной степени умножает потенциальные убытки, которые не могут быть покрыты собственными средствами организации. Сложившиеся на финансовом рынке условия сделали невозможным сохранение данной стратегии из-за коллапса рынков заемного капитала. В итоге участники финансового рынка стали возвращать вложенные по всему миру средства в страны, где они являются резидентами, преимущественно – в США.

Процесс «de-leveraging» стал катализатором основных тенденций финансового рынка, сложившихся в течение II–III кварталов 2008 года.

Первая и наиболее масштабная из этих тенденций – существенное укрепление доллара США. Индекс номинального эффективного курса доллара США за рассматриваемый период вырос на 7% (до предкризисного уровня). Такой стремительный рост объясняется закрытием позиций «carry trade» – стратегии на валютном рынке, основанной на привлечении средств в валютах с низких процентными ставками и их размещении в валютах с более высоким уровнем ставок. Одной из ключевых валют займа средств была иена.

Возврат кредитов, взятых в иене, объясняет повышенный спрос на нее в последнее время и, соответственно, ее устойчивый курс к доллару США. В рассматриваемый период

¹ БРИК – термин, используемый для обозначения Бразилии, России, Индии и Китая – крупнейших экономик среди стран с формирующимися рынками (введен инвестиционным банком Goldman Sachs).

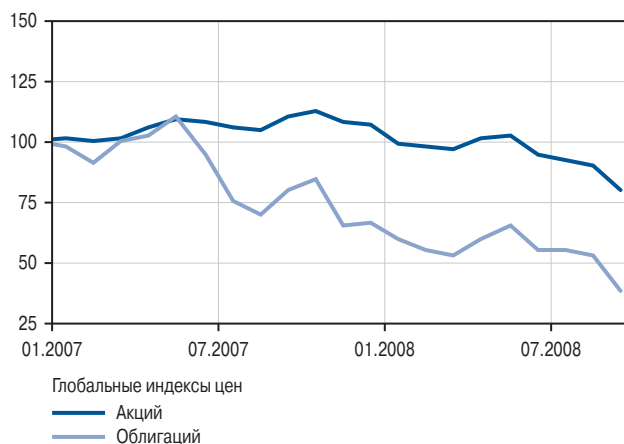
среди валют развитых стран иена была единственной укрепившейся относительно доллара США валютой.

Вторая тенденция связана со снижением стоимости финансовых активов (акций, облигаций) и биржевых товаров по всему миру. Большой объем операций на этих рынках проводился с привлечением заемного капитала, и необходимость рефинансирования последнего, возрастающий риск таких операций, а также потребность в средствах для покрытия убытков или списаний обусловили активное закрытие инвесторами подобных сделок. Так, вывод средств с фондовых рынков развивающихся стран не был обусловлен фундаментальными характеристиками их экономик. Причиной охлаждения рынков биржевых товаров становится замедление темпов роста мировой экономики в целом, определяющий вклад в которое вносит экономика США. Кроме того, в последние годы в динамике товарных цен все большую роль играл инвестиционный спрос, который в значительной степени обеспечил предшествующий взрывной рост цен на них. Кардинальное изменение ценовой тенденции ведет к ускоренному падению совокупного спроса на этих рынках.

Пик роста цен на биржевые товары, и в первую очередь на энергоносители и продовольственные товары, пришелся на конец I квартала. По-прежнему высокий уровень потребительских цен в развитых странах остается проблемой для центральных банков. Поэтому благодаря некоторой передышке в развитии финансового кризиса во II квартале 2008 года, внимание участников финансового рынка переключилось на проблемы высокой инфляции. В результате от ведущих центральных банков стали ожидать ужесточения денежно-кредитной политики для сдерживания инфляционных процессов. В начале июля Европейский центральный банк повысил ключевую ставку на четверть процентного пункта.

Однако инфляционные ожидания потребителей в определенной степени охладило массовое снижение цен на финансовые активы. Это позволило участвовать в упомянутом ранее согласованном снижении ставок даже центральным банкам, ориентированным на поддержание определенного уровня инфляции.

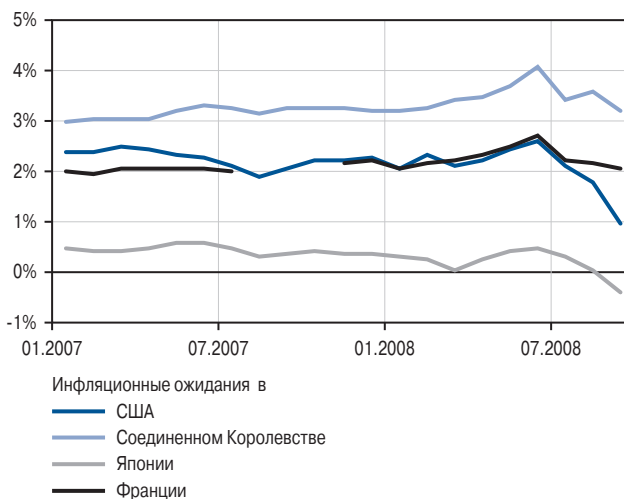
Не имея возможности поддерживать на прежних уровнях заемный капитал, финансовые институты начали закрывать позиции по всему миру, что вызвало снижение стоимости большинства финансовых активов



Индекс цен на товары возвратился к предкризисному уровню, а индекс стоимости фрахтовых перевозок существенно снизился, указывая на охлаждение межрегиональных торговых отношений



Снижение цен на энергоносители и продовольственные товары выразилось и в снижении инфляционных ожиданий



Динамика доходности гособлигаций остается разнонаправленной, отражая преимущественно предпочтения участников в отношении риска



Во II квартале с ростом инфляционных ожиданий заметно возросли доходности государственных облигаций, а кривые доходности приобрели нормальную форму, характеризующуюся более высокими доходностями облигаций с большим сроком до погашения. Однако очередной виток финансового кризиса в сентябре текущего года и пересмотр ожиданий в отношении дальнейшей реализации политики центральных банков привели к существенному снижению доходностей до уровней начала 60-х годов прошлого века, что в полной мере отражает эффект «бегства в качество» – перетока капитала в наименее рискованные активы.

С позиций управления резервными валютными активами март–сентябрь 2008 года характеризовался, во-первых, сужением доступных для инвестиций рынков. Прежде всего следует отметить сжатие кредитного рынка. Во-вторых, наблюдался высокий спрос на гособлигации на фоне эффекта «бегства в качество», и, в-третьих, – рост неопределенности на мировых финансовых рынках. Таким образом, процесс управления активами усложняется по всем направлениям. С точки зрения сохранности повышенное внимание вызывает возросшая волатильность и кредитный риск, ликвидности – уменьшение глубины рынка, доходности – низкий уровень процентных ставок.

Программа Министерства финансов США по оздоровлению финансовой системы (План г. Полсона)

3 октября 2008 г. Президент США Дж. Буш подписал одобренный ранее Конгрессом закон о стабилизации экономической ситуации в стране, наделяющий Министерство финансов полномочиями по выкупу у банков и финансовых компаний проблемных ипотечных ценных бумаг на общую сумму 700 млрд. долл. США. Срок действия полномочий – до 31 декабря 2009 г. с возможностью продления на один год. Рабочее название новой программы спасения американской экономики – План г. Полсона (по имени автора – министра финансов США), или TARP (программа освобождения от проблемных активов – Troubled Asset Relief Program).

Основные положения нового закона сводятся к следующим.

Внутри Минфина США предполагается создать специальное подразделение, которое совместно с Федеральной резервной системой США, Министерством жилищного строительства и городского развития, Комиссией по ценным бумагам и биржам и рядом других ведомств разработает методику приобретения у финансовых учреждений находящихся на их балансе проблемных активов. В качестве альтернативы банкам будет предложено участие в системе страхования высокорисковых ипотечных ценных бумаг, условием для вступления в которую будет перечисление установленной Минфином США страховой премии в создаваемый для этих целей гарантийный фонд.

Выкупленные Минфином США у финансовых компаний ценные бумаги могут в дальнейшем реализовываться на рынке или храниться до срока погашения (в зависимости от складывающейся конъюнктуры). Вся полученная при этом выручка будет направляться на погашение государственного долга США.

Примечательно, что наиболее крупные участники TARP будут обязаны предоставить государству право приобретения своих акций или долговых инструментов, с тем чтобы налогоплательщики смогли получить дополнительные бонусы, когда капитализация этих компаний вновь начнет расти. Еще один любопытный момент – ограничение максимально допустимого размера премиальных вознаграждений для руководства таких фирм.

В качестве дополнительной меры повышения доверия к национальной финансовой системе принятый закон предусматривает увеличение размера обязательного страхования банковских вкладов с 100 до 250 тыс. долл. США со сроком действия до 31 декабря 2009 года.

Кроме того, Комиссии по ценным бумагам и биржам США разрешается пересмотреть действующие правила бухгалтерского учета, в частности принцип учета по текущим ценам (mark-to-market accounting), в нынешних условиях существенно ухудшающий и без того неважные балансовые показатели большинства участников рынка.

Другой немаловажный аспект – Министерству финансов поручено разработать комплекс мер по минимизации числа расторгаемых ипотечных соглашений путем их модификации совместно с участвующими в них сторонами.

Наконец, закон содержит внушительный пакет налоговых льгот на общую сумму 150,5 млрд. долл. США, призванных дополнительно подстегнуть потребительскую и инвестиционную активность. В частности, он предусматривает вычеты по так называемому альтернативному минимальному налогу для 24 млн. граждан, льготы для участников проектов по развитию так называемой «чистой энергетики» и повышению энергоэффективности экономики, для ряда высокотехнологичных и фармацевтических компаний, а также для штатов, пострадавших от стихийных бедствий (Техас, Луизиана и другие). В целях обеспечения бесперебойного финансирования принятой программы решено увеличить максимально допустимый размер государственного долга США с 10 до 11,3 трлн. долл. США.

Таблица 2.1. Основные макроэкономические индикаторы некоторых стран на конец II квартала 2008 года

Страна	ВВП на душу населения, тыс. долл. США ¹	Темп роста реального ВВП, % в год	Темп роста потребительских цен, % в год	Уровень безработицы, %	Сальдо торгового баланса, % ВВП	Ключевая ставка денежно-кредитной политики на 1.10.2008, % годовых
США	45,7	2,1	5,0	5,5	-5,1	2,00
Экономический и валютный союз	40,0	1,4	4,0	7,4	-0,1	4,00
Соединенное Королевство	46,1	1,5	3,8	5,4	-3,9	5,00
Япония	34,3	0,7	2,0	4,1	4,3	0,50
Китай	2,5	10,4	7,1	4,0	7,6	7,47
Россия	9,1	7,5	15,1	6,2	11,0	7,00

Таблица 2.2. Валютные резервы центральных банков по состоянию на 1 июля 2008 года²

	Страна	Объем резервов, млрд. долл. США	Доля в совокупных мировых резервах, %	Прирост за год, %
1	Китай	1808,8	26,5	35,7
2	Япония	973,5	14,3	9,0
3	Россия	554,5	8,1	39,5
4	Индия	302,1	4,4	46,6
5	Тайвань	291,4	4,3	9,5
6	Южная Корея	258,1	3,8	3,0
7	Бразилия	200,8	2,9	36,5
8	Сингапур	176,7	2,6	22,6
9	Гонконг	157,6	2,3	15,6
10	Алжир	133,2	2,0	46,5
<i>Справочно</i>				
	США	42,0	0,6	2,4
	Европейский центральный банк	49,6	0,7	19,2
	Германия	43,8	0,6	10,3
	Соединенное Королевство	46,8	0,7	14,4
	Франция	43,5	0,6	6,4
	Италия	31,5	0,5	10,9
	Совокупный объем резервов	6825,0	100	25,6

¹ По оценкам Международного валютного фонда за 2007 г. (по рыночным курсам).² По данным информационного агентства Bloomberg на октябрь 2008 года.

2.2. Соединенные Штаты Америки

В III квартале 2008 г. нестабильность в финансовом секторе усилилась. В связи с продолжающимся спадом на рынке жилья крупнейшие ипотечные брокеры США оказались в затруднительном положении. В сентябре правительство США было вынуждено взять под свою опеку Федеральную национальную ипотечную ассоциацию (Fannie Mae) и Федеральную корпорацию жилищного ипотечного кредитования (Freddie Mac) с обязательством предоставления им капитала путем покупки привилегированных акций. Пятью месяцами ранее, в марте, Федеральная резервная система США путем предоставления гарантий возмещения убытков организовала покупку инвестиционного банка Bear Stearns, оказавшегося на грани банкротства после масштабного списания активов низкого кредитного качества. В сентябре крупная финансовая компания Lehman Brothers была вынуждена начать процедуру банкротства. Серьезные проблемы подобного масштаба у участников рынка привели к очередному витку «кризиса доверия» на рынках. Частично остановить панику среди инвесторов удалось главе Федерального казначейства США Генри Полсону, выступившему с инициативой создания нового государственного института, который возьмет на себя проблемные активы банков и финансовых компаний.

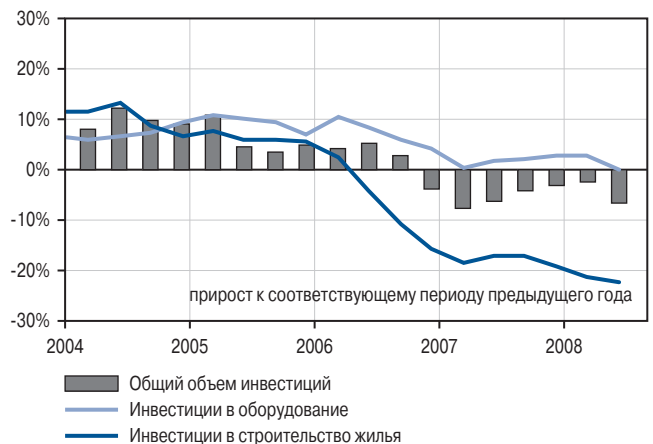
Большинство банков США продолжают ужесточать требования, предъявляемые к заемщикам. Проводимые ФРС США ежеквартальные опросы показывают, что ужесточение требований коснулось не только ипотечных кредитов, но и в большей степени кредитов реальному сектору экономики. Снижение доступности кредита отрицательно влияет на объем инвестиций, и так находящийся на весьма низком уровне.

В середине 2008 г. спад на рынке жилья начал замедляться. Число продаж домов на вторичном рынке в июле неожиданно для большинства аналитиков выросло на 3,1%. Продажи новых домов в июле увеличились на 2,4% по сравнению с июнем. Темпы падения цен на жилье постепенно замедляются. В то же время говорить о кардинальном

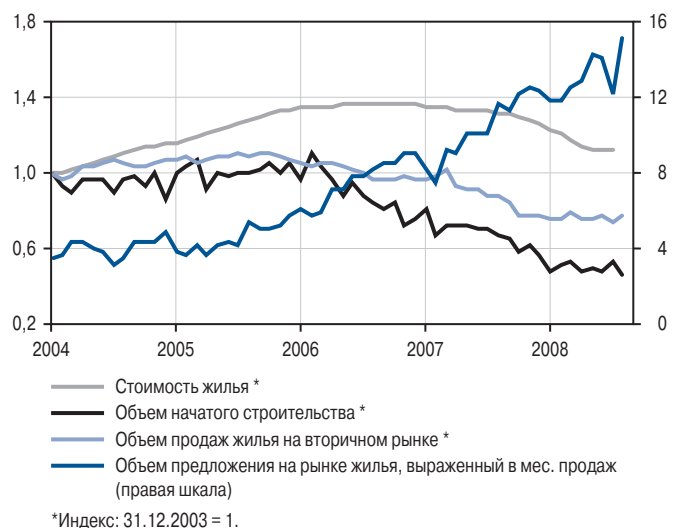
Нестабильность на финансовых рынках приводит к ухудшению финансового состояния кредитных организаций и ужесточению условий кредитования в экономике...



... что создает предпосылки для дальнейшего снижения инвестиционной активности в США



Продолжающийся спад на рынке жилья...



*Индекс: 31.12.2003 = 1.

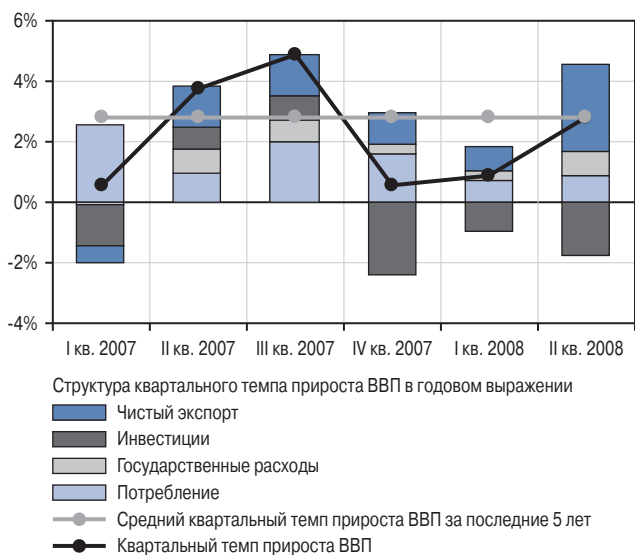
...оказывает все большее влияние на деловую активность и занятость в смежных секторах экономики



Проблемы на рынке труда и снижение доступности кредита влияют на темпы роста конечного потребления...



...и увеличивают вероятность серьезного замедления или даже рецессии в американской экономике в 2008 году



улучшении картины на рынке недвижимости США пока преждевременно. Ситуация в данном секторе все еще далека от стабильной. Цены на недвижимость продолжают снижаться, объемы строительства новых домов остаются небольшими. Резервы нового жилья измеряются месяцами продаж, а число отказов от покупок по-прежнему велико.

Напряженность на финансовом рынке вместе с кризисом на рынке жилья привели к снижению деловой активности и занятости в различных секторах экономики, прежде всего в отраслях промышленности, связанных со строительством. Так, среднесписочная численность занятых в промышленности начиная с середины 2006 г. сокращалась возрастающими темпами. Показатели общего прироста численности занятых в американской экономике являлись отрицательными на протяжении первых восьми месяцев 2008 года. На этом фоне уровень безработицы в США вырос до 6,1% в августе 2008 г. с 4,7% годом ранее.

Рост безработицы сопровождается замедлением прироста затрат на единицу труда, влечет за собой снижение темпов роста доходов населения и подрывает уверенность потребителей. Продолжающееся снижение цен на рынке жилья ограничивает возможности домохозяйств по использованию жилья в качестве залога по кредитам, что сокращает объем средств, направляемых на конечное потребление. Кредитные организации ужесточают условия выдачи потребительских кредитов. Вместе эти факторы могут способствовать существенному снижению темпов роста конечного потребления – основного компонента ВВП США.

Ситуация на рынке жилья и в финансовом секторе создает существенные риски замедления темпов роста или даже рецессии в американской экономике во второй половине 2008 года. Прирост ВВП во II квартале 2008 г. составил 2,8% в годовом исчислении. Основной вклад в этот прирост внесло сокращение разрыва между экспортом и импортом. Укрепление доллара в III квартале 2008 г. снижает относительную конкурентоспособность американских товаров на мировых рынках. Одновременно замедляющийся экономический рост в мире будет способствовать снижению

спроса на американские товары. Эти факторы могут привести к замедлению роста экспорта США в ближайшие кварталы. Практически все сегменты экономики указывают на серьезное ухудшение экономической ситуации в стране. Замедляются темпы роста расходов на потребление, снижается инвестиционная активность.

Инфляция в США находится на высоком уровне, что обусловлено произошедшим ранее ростом цен на энергоносители и другие сырьевые товары.

Индекс потребительских цен в августе 2008 г. вырос на 5,4% по отношению к соответствующему периоду прошлого года. Темпы прироста базового дефлятора конечного потребления, являющегося для ФРС США основным индикатором инфляции, на конец августа 2008 г. составили 2,6% к августу предыдущего года. Снижение цен на нефть в III квартале вместе с ослаблением инфляционного давления со стороны внутренних экономических процессов в США, прежде всего со стороны рынка труда и кредитного сектора, говорят о возможном снижении инфляции в IV квартале 2008 года.

Для нормализации ситуации на финансовом рынке ФРС США продолжает активно использовать инструменты денежно-кредитной политики. В течение I квартала 2008 г. *ключевая ставка* ФРС США была снижена на 2,25 процентного пункта – до 2%. Во II–III кварталах 2008 г. объектами значительной озабоченности Комитета по открытым рынкам ФРС США являлись одновременно и риски ослабления экономики, и риски повышения инфляции. В этих условиях в течение указанного периода ФРС США оставлял ключевую ставку неизменной. На внеочередном заседании Комитета по открытым рынкам ФРС США, состоявшемся 8 октября, ключевая ставка была снижена на 0,5 процентного пункта – до 1,5%. Как сказано в пояснительной записке к заседанию, данное решение было продиктовано ростом беспокойства комитета относительно состояния экономики США. Кроме того, ФРС США принимает активные меры для поддержания ликвидности на рынке путем предоставления кредитным организациям кредитов под залог ценных бумаг.

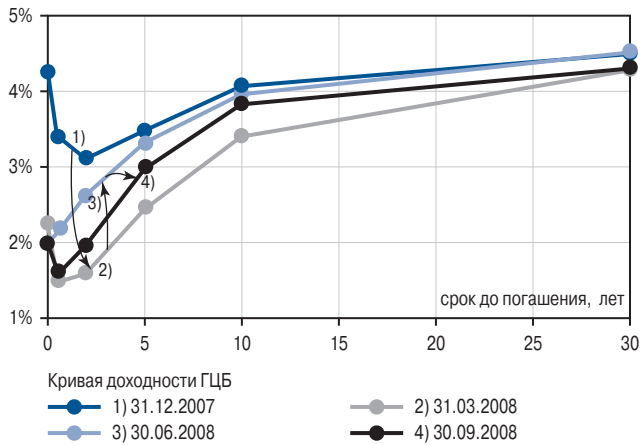
Текущие высокие уровни инфляции в США являются следствием высоких цен на энергоносители и продовольственные товары



ФРС США активно использовала инструменты денежно-кредитной политики для стимулирования деловой активности



Динамика ставок на рынке государственных ценных бумаг США в I–III кварталах 2008 года в целом была обусловлена ростом спроса со стороны инвесторов на ценные бумаги высокого кредитного качества



Динамика ставок на рынке государственных ценных бумаг США в I–III кварталах 2008 г. была разнонаправленной. В I квартале на фоне смягчения денежно-кредитной политики ФРС США происходило последовательное снижение ставок доходности вдоль всей кривой. Частичная стабилизация ситуации на мировых финансовых рынках во II квартале 2008 г. способствовала росту оптимизма участников рынка и изменению отношения инвесторов к риску. Усилились ожидания того, что в августе–сентябре 2008 г. начнется цикл повышений ключевой ставки ФРС США. Это привело к росту в тот период ставок практически на всех участках *кривой доходности*. В III квартале ситуация опять развернулась. События в финансовой системе способствовали росту спроса на высоконадежные государственные облигации США, что привело к снижению ставок доходности по этим бумагам.

План Правительства США по поддержке ипотечных агентств

7 сентября 2008 г. Министерство финансов, Федеральная резервная система и недавно созданное Федеральное финансовое агентство по жилищному строительству США (Federal Housing Finance Agency) приняли план мер по государственной поддержке ипотечных агентств США: Федеральной национальной ипотечной ассоциации (Fannie Mae), Федеральной корпорации жилищного ипотечного кредитования (Freddie Mac) и Федеральной системы банков жилищного кредитования (FHLMB). Эти меры направлены на стабилизацию финансовых рынков, поддержание доступности ипотечных кредитов и защиту интересов налогоплательщиков. Согласно этому плану Fannie Mae и Freddie Mac перешли под попечительство Федерального финансового агентства по жилищному строительству. Также было объявлено о смене руководства ипотечных гигантов. Бывший топ-менеджер Merrill Lynch Херб Эллисон возглавил Fannie Mae, а бывший топ-менеджер US Bancorp Дэвид Моффет – Freddie Mac.

План по поддержке агентств США включает в себя четыре ключевые меры.

Для Fannie Mae и Freddie Mac до конца 2009 г. сняты ограничения на максимальный размер портфеля ценных бумаг, обеспеченных закладными (MBS). Компании могут без ограничений наращивать объемы вложений в MBS, которые на данный момент составляют 798 млрд. долл. США для Fannie Mae и 758 млрд. долл. США для Freddie Mac. Эта мера направлена на поддержание стабильности вторичного ипотечного рынка и сдерживание роста стоимости привлечения ресурсов. Однако для ограничения доминирующей доли агентств на рынке и снижения системного риска начиная с 2010 г. портфели MBS агентств начнут ежегодно снижаться на 10%.

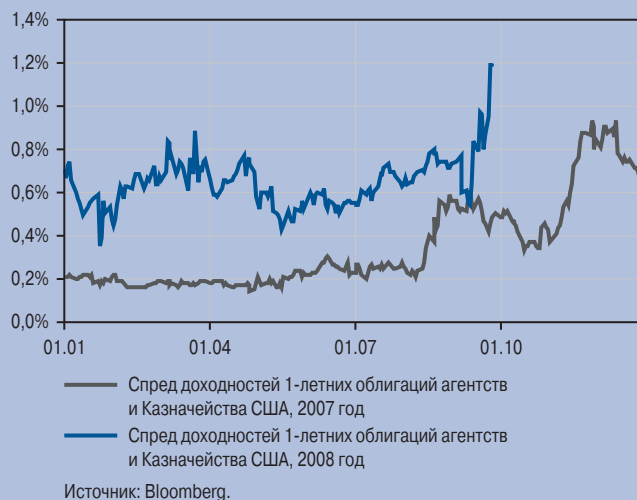
На основании Соглашения о покупке привилегированных акций, которое заключено между Министерством финансов и агентствами на сумму 100 млрд. долл. США каждое, Минфин США будет отслеживать, чтобы чистая стоимость компаний оставалась положительной. В случае превышения обязательств над активами компаниям будет предоставляться дополнительный капитал через покупку привилегированных акций этих агентств. Эта мера направлена на повышение надежности долгов Fannie Mae и Freddie Mac, в том числе – субординированных.

Для оперативной поддержки ликвидности компаний Министерство финансов США создает дополнительную линию кредитования для Fannie Mae, Freddie Mac и FHLMB под обеспечение MBS, эмитированных Fannie Mae и Freddie Mac, и авансированных сумм FHLMB. Кредиты будут предоставляться до 31 декабря 2009 г. на срок не менее одной недели и не более одного месяца. В соответствии с начальной договоренностью ставка по кредитам принята равной однодневной ставке LIBOR +50 базисных пунктов, однако в дальнейшем ее значение может быть пересмотрено.

Министерство финансов будет покупать MBS, эмитированные агентствами, для того чтобы уменьшить рыночные ставки по ипотеке и повысить привлекательность сектора недвижимости США. Эти инвестиции будут осуществляться независимым менеджером по управлению активами от имени министерства в соответствии с четко определенными инвестиционными директивами и целями. Срок действия этой меры – до 31 декабря 2009 года.

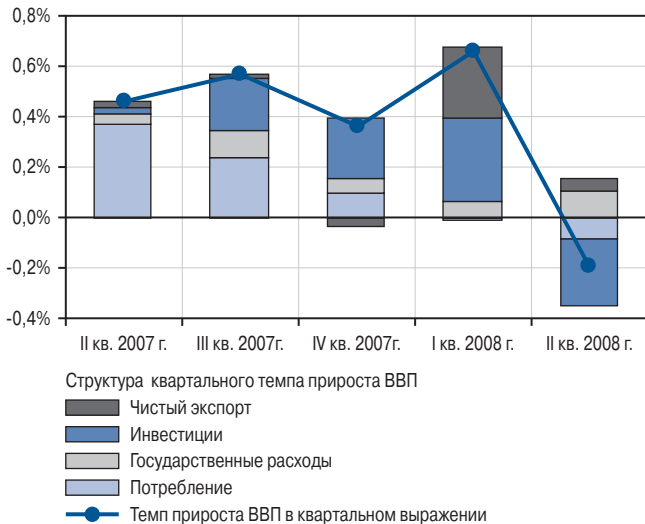
План Правительства США от 7 сентября 2008 г., направленный на поддержку агентств, должен был повысить уровень доверия к компаниям и, как следствие, привести к сокращению кредитного спреда облигаций агентств США к казначейским облигациям США. Однако новый виток финансового кризиса в США и отсутствие явной гарантии со стороны властей по обязательствам агентств привели к сохранению недоверия и дальнейшему расширению кредитных спредов.

Динамика кредитного спреда облигаций ипотечных агентств к гособлигациям



2.3. Экономический и валютный союз

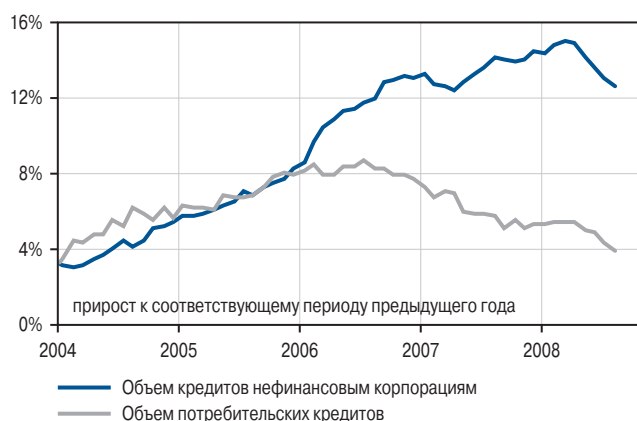
Снижение темпов роста потребления и инвестиций во II квартале 2008 года обусловило замедление экономического роста в странах еврозоны



Повышение уровня инфляции приводит к уменьшению объема реальных доходов населения и как следствие – сокращению расходов на конечное потребление...



...а затрудненный доступ к внешним источникам финансирования оказывает негативное влияние как на потребление, так и на объем инвестиций...



Во II квартале 2008 г. ВВП еврозоны впервые с момента введения единой валюты сократился в абсолютном выражении. По сравнению с I кварталом 2008 г. ВВП уменьшился на 0,2%. Отрицательный темп прироста ВВП был отчасти обусловлен коррекцией после необычно высокого (0,7% в квартальном выражении) темпа прироста ВВП в I квартале 2008 года. Тем не менее динамика прироста ВВП к соответствующему периоду предыдущего года, составившего во II квартале 2008 г. 1,4% по сравнению с 2,6% во II квартале 2007 г., также свидетельствует о том, что экономика еврозоны вступает в период относительно низких темпов экономического роста.

Основной вклад в падение ВВП во II квартале 2008 г. внесли сокращение в абсолютном выражении объема расходов на потребление (на 0,2%) и инвестиций (на 1,2%).

Инфляция, растущая с середины 2007 г. ускоренными темпами, обусловила относительно уменьшение текущих располагаемых доходов потребителей и усиление пессимистических настроений в оценках потребителями будущего уровня их реальных доходов, что, в свою очередь, привело к сокращению объема средств, направляемых на потребление.

Кроме того, во II квартале 2008 г. усилилось влияние продолжающегося на мировых финансовых рынках «кризиса доверия» на ситуацию в реальном секторе экономики еврозоны.

Неопределенность на мировых финансовых рынках и недостаток ликвидности у большинства их участников привели к усложнению доступа к внешним источникам финансирования для всех экономических агентов. Так, во II–III кварталах 2008 г. впервые за последние 5 лет существенно сократился объем кредитов нефинансовым корпорациям. Продолжилось также падение объемов потребительского кредитования.

Дополнительным фактором сокращения объема инвестиций на фоне высокого уровня цен на ряд сырьевых товаров и «кризиса доверия» на мировых финансовых рынках стало ожидание замедления экономического роста и снижения темпов роста потребительских

расходов в неевропейских странах. Создавая угрозу уменьшения спроса на продукцию европейских экспортеров, оно ведет к сокращению количества осуществляемых ими инвестиционных проектов.

После нескольких лет сравнительно высоких темпов экономического роста безработица в еврозоне остается на исторически низком уровне. В августе 2008 г. уровень безработицы в еврозоне составил 7,5%, всего на 0,3% превысив исторический минимум, достигнутый в декабре 2007 – марте 2008 года.

Тем не менее ожидаемое замедление экономического роста как в странах еврозоны, так и за ее пределами несколько уменьшает потребность компаний в рабочей силе. Снижение спроса на трудовые ресурсы уже нашло отражение в снижении индексов настроений нанимателей по сравнению с максимальными уровнями, достигнутыми в III–IV кварталах 2007 г., и, вероятно, приведет к дальнейшему росту уровня безработицы в ближайших кварталах.

На фоне высокого уровня цен на энергоносители и сырьевые товары темп прироста *индекса потребительских цен* начиная с сентября 2007 г. устойчиво превышает целевой уровень Европейского центрального банка (ЕЦБ). В августе 2008 г. инфляция составила 3,8% в годовом выражении. При этом *базовая инфляция*, не учитывающая эффекты изменения цен на продукты питания и энергоносители, остается в пределах комфортной для ЕЦБ зоны – в августе 2008 г. она составила 1,9% в годовом выражении.

Сохранение высоких цен на сырье и энергоносители в течение достаточно длительного периода создало серьезную угрозу ускорения роста уровня цен на более широкие группы товаров и услуг, в себестоимости которых сырье и энергоносители составляют значительную долю. Несмотря на некоторое снижение цен на нефть в III квартале 2008 г., ЕЦБ оценивал эти инфляционные риски как высокие и в июле 2008 г. повысил *ключевую ставку* до 4,25%.

В целом во II–III кварталах 2008 г. в экономиках стран еврозоны усилилось действие факторов, свидетельствующих о снижении уровня деловой активности и темпов экономи-

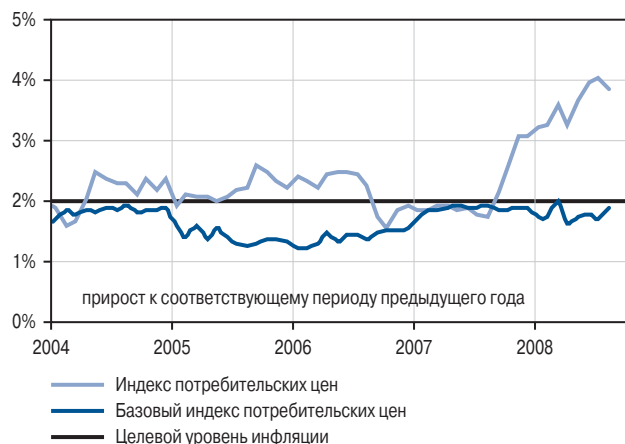
...дополнительным фактором сокращения объема инвестиций является ожидаемое снижение спроса на продукцию европейских экспортеров



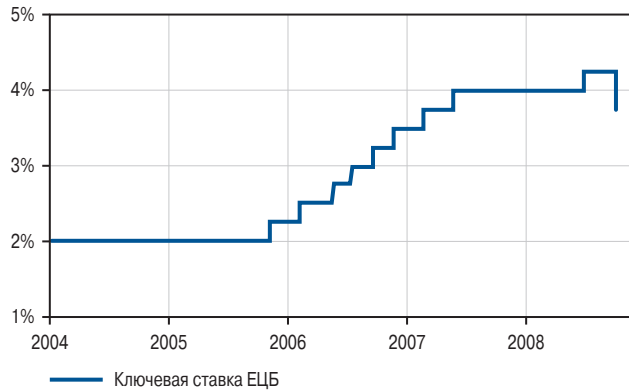
Безработица пока находится на исторически низком уровне, однако индикаторы спроса на труд как в промышленности, так и в сфере услуг снижаются



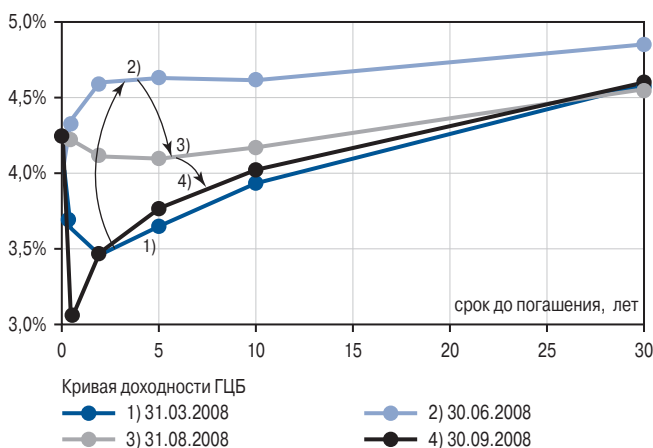
На фоне высокого уровня цен на энергоносители и сырьевые товары индекс потребительских цен начиная с сентября 2007 года устойчиво превышает целевой уровень



Для предотвращения риска ускорения роста цен на более широкие группы товаров и услуг ЕЦБ в июле 2008 года повысил ключевую ставку до 4,25%



Изменения ожиданий инвесторов относительно дальнейшего развития экономической ситуации в еврозоне, а также состояние внешнеэкономической конъюнктуры и динамика спроса на высоконадежные ликвидные активы обусловили разнонаправленные колебания доходностей государственных ценных бумаг во II–III кварталах 2008 года



ческого роста. Под влиянием высоких ставок на денежном рынке и затрудненного доступа к заемным средствам начали сокращаться потребление и инвестиции; индикаторы настроений нанимателей на рынке труда говорят о возможном росте уровня безработицы в будущем, а ситуация в мировой экономике в целом повышает вероятность снижения спроса на продукцию европейских экспортеров.

Новый виток мирового финансового кризиса на этот раз серьезно затронул европейскую финансовую систему, так что в целом ряде стран еврозоны потребовалось экстренное вмешательство государства (см. вставку). Признав, что соотношение инфляционных рисков и рисков для реального сектора существенно изменилось, в октябре ЕЦБ принял решение о снижении ключевой ставки сразу на 0,5 процентного пункта – до 3,75%¹. Это первое снижение за последние 5 лет, и достаточно высока вероятность того, что снижение ставок будет продолжено.

Рост доходностей государственных ценных бумаг во II квартале 2008 г. был обусловлен прежде всего сформировавшимися в этот период ожиданиями более скорого повышения ключевых ставок ФРС США и ЕЦБ и как следствие – ростом в той или иной степени доходностей государственных облигаций на всех рынках развитых стран. В III квартале 2008 г. по мере развития нового витка кризиса ликвидности на мировых финансовых рынках вновь вырос спрос на высоконадежные ликвидные активы и усилились ожидания снижения ключевых ставок, в результате чего ставки на всех сегментах кривой доходности, особенно на ее краткосрочном участке, вновь снизились.

¹ Во время подготовки настоящего обзора к печати Европейский центральный банк снизил ключевую ставку до 3,25%.

Государственная помощь европейским банкам, пострадавшим от кризиса

Мировой финансовый кризис, который поначалу, казалось, серьезно не затронул европейские банки, теперь начал оказывать существенное влияние и на них. В конце сентября 2008 г. несколько крупных банков из разных стран Европы столкнулись со столь серьезными финансовыми проблемами, что потребовалось срочное вмешательство государства, принявшего меры для их спасения.

Бельгийско-голландская финансовая группа Fortis стала первой европейской компанией, получившей крупную финансовую помощь от государства.

Обязательства Fortis резко возросли после приобретения ею доли в голландском банке ABN AMRO за 24 млрд. евро в прошлом году. В июне текущего года один из входящих в группу банк объявил о планах привлечь дополнительные средства в размере 8 млрд. евро путем выпуска акций и продажи некоторых активов, однако найти покупателей ему не удалось. В конце сентября под влиянием слухов о возникших у банка проблемах с ликвидностью стоимость его акций резко упала.

Fortis является не только крупнейшей бельгийской финансовой группой (более 1,5 млн. семей, то есть около половины населения страны, являются ее клиентами), но и крупнейшим работодателем в частном секторе страны. Считая, что коллапс банка такого масштаба недопустим, 28 сентября 2008 г. правительства Голландии, Бельгии и Люксембурга предоставили Fortis средства в размере 11,2 млрд. евро (крупнейший вклад – 4,7 млрд. евро – был сделан Бельгией, Голландия и Люксембург внесли 4 и 2,5 млрд. евро соответственно) в обмен на его частичную национализацию. Компания также должна продать свою долю в ABN AMRO, однако имена потенциальных покупателей пока не назывались. Каждому из трех государств – Бельгии, Голландии и Люксембургу – первоначально перешло в собственность по 49% акций соответствующих страновых подразделений компании. Однако менее чем через неделю – 3 октября голландское правительство объявило о намерении выкупить оставшуюся долю в голландском подразделении Fortis за 16,8 млрд. евро. В свою очередь, Бельгия и Люксембург, осуществив выкуп оставшихся акций, продали 75- и 67-процентные пакеты акций французскому BNP Paribas, который выкупил страховой бизнес Fortis. Общая сумма сделки оценивается в 14,5 млрд. евро. В обмен Бельгия и Люксембург получают во французском банке 11,6 и 1,1% доли соответственно.

За Fortis вскоре последовал один из основных его конкурентов – франко-бельгийский банк Dexia, являющийся одним из крупнейших кредиторов местных органов власти. Обеспокоенность, вызванная ситуацией вокруг Fortis, а также слухи о финансовых проблемах, возникших и у Dexia в результате значительных убытков от операций на американском рынке, привели к снижению стоимости его акций на 30% за один день (29 сентября). На следующий день правительства Франции, Бельгии и Люксембурга приняли решение о выделении 6,4 млрд. евро на поддержание капитала банка и восстановление доверия к нему. Два этих случая заставили экономическое сообщество говорить об опасности возникновения «эффекта домино». В последующие дни стало известно, что еще несколько крупных банков Европы оказались в крайне затруднительном положении.

В Германии второй по величине банк в секторе коммерческой недвижимости – Нуро Real Estate Group – столкнулся с нехваткой средств и оказался на грани неплатежеспособности. После достаточно длительных переговоров 5 октября 2008 г. было принято решение о том, что Бундесбанк и консорциум частных банков Германии предоставят Нуро Real Estate особую кредитную линию в размере 50 млрд. евро под государственную гарантию.

В тот же день крупнейший банк Италии Unicredit объявил о программе привлечения дополнительного капитала в размере 6,6 млрд. евро, в том числе путем выпуска конвертируемого долга на 3 млрд. евро. В случае, если ему не удастся привлечь запланированный объем средств, этот банк также может оказаться в тяжелой финансовой ситуации.

Ряд стран приняли значительные меры по поддержанию банковской системы. Так, в Ирландии 30 сентября 2008 г. было принято решение о предоставлении государственных гарантий по обязательствам (розничным и коммерческим депозитам и облигациям) шести крупнейших банков страны (в их числе Allied Irish Banks) на срок 2 года. Сумма таких гарантий оценива-

ется в 400 млрд. евро. Это решение мгновенно вызвало критику со стороны правительства Соединенного Королевства, обеспокоенного тем, что подобная мера дает ирландским банкам преимущество по сравнению с их британскими конкурентами, имеющими дочерние компании в Ирландии (в их числе такие крупные банки, как Royal Bank of Scotland и HBOS). Великобритания настаивала на необходимости распространить гарантию на обязательства действующих в Ирландии филиалов британских банков¹.

Правительство Германии 5 октября 2008 г. также объявило о готовности предоставить полную гарантию по сберегательным вкладам физических лиц², не затрагивающую счета компаний. Подобные шаги предприняли правительства Греции, Австрии, Дании, Швеции и Исландии. Другие европейские государства теперь также могут быть вынуждены принять аналогичные меры, чтобы не допустить оттока средств в иностранные кредитные организации, получившие государственные гарантии.

¹ Ряд крупных европейских банков, имеющих филиалы в Ирландии, уже подали заявки на включение их в систему государственной гарантии вкладов. По состоянию на 7 октября решение по этому вопросу еще не было принято.

² До сих пор гарантия покрывала 90% депозита, но не должна была превышать 20 тыс. евро.

2.4. Соединенное Королевство

По итогам II квартала 2008 г. экономический рост Соединенного Королевства замедлился до нуля в квартальном выражении, что означает снижение годового темпа роста ВВП до 1,5%. Продолжилось уменьшение инвестиционных расходов (на 2,8% в квартальном и 2,1% в годовом выражении). Кроме того, впервые за два года квартальный темп прироста потребления оказался отрицательным (-0,1%).

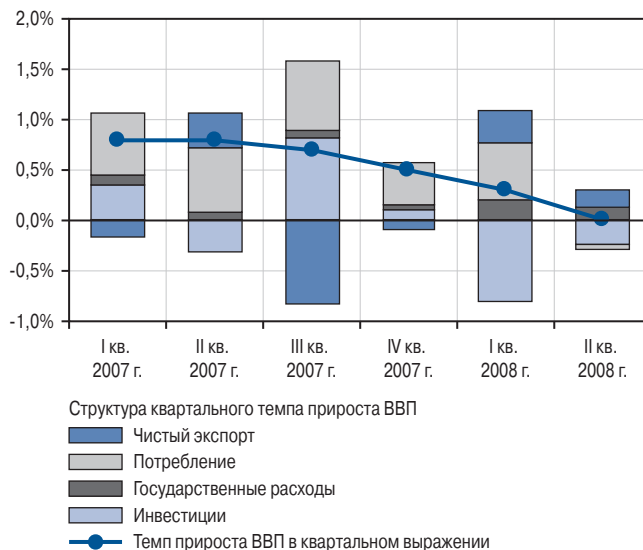
Сокращение реального располагаемого дохода домохозяйств, продолжающееся ужесточение условий кредитования и усиление негативных ожиданий всех экономических агентов из-за нестабильности на финансовом рынке остаются основными факторами снижения внутреннего спроса. *Индикаторы деловой активности* и потребительских настроений, достигшие в III квартале 2008 г. исторических минимумов, указывают на растущую вероятность того, что Соединенное Королевство во второй половине 2008 г. ожидает серьезная рецессия.

Показатели рынка труда свидетельствуют о постепенном его охлаждении: уровень безработицы в июле 2008 г. вырос до 5,5%, продолжает увеличиваться количество обращений за пособиями по безработице, а темп роста уровня заработной платы остается относительно низким.

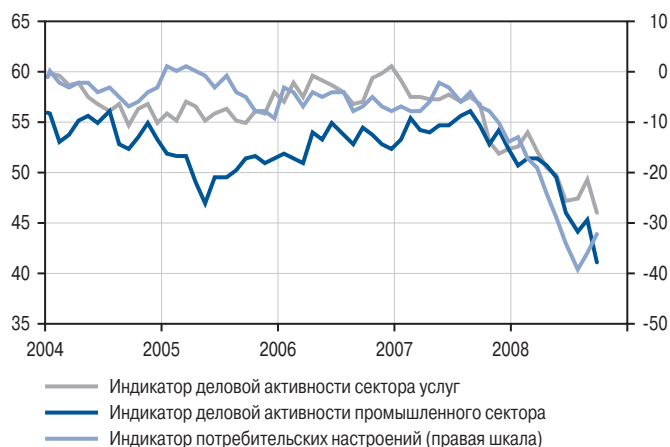
Как и ожидалось, стремительный рост темпа инфляции в потребительском секторе в июне–августе 2008 г. продолжился – до 4,7% по итогам августа. Повторяя динамику мировых цен на сельскохозяйственную продукцию и энергоносители, розничные цены на продукты питания, бензин, газ и электричество в Соединенном Королевстве выросли с начала текущего года на 13, 20 и 25% соответственно, обеспечив 2,1 из 2,6 процентного пункта прироста инфляции за этот период. Несмотря на заметное охлаждение мировых товарных рынков в III квартале 2008 г., по оценкам Банка Англии, пиковое значение инфляции, которое ожидается в сентябре–октябре 2008 г., может составить около 5%.

В то же время замедление экономического роста приведет к увеличению незадействованных в экономике мощностей, что вместе со снижением инфляционного давления со

Во II квартале 2008 года рост ВВП в квартальном выражении замедлился до нуля за счет уменьшения объемов инвестиций и снижения уровня потребления



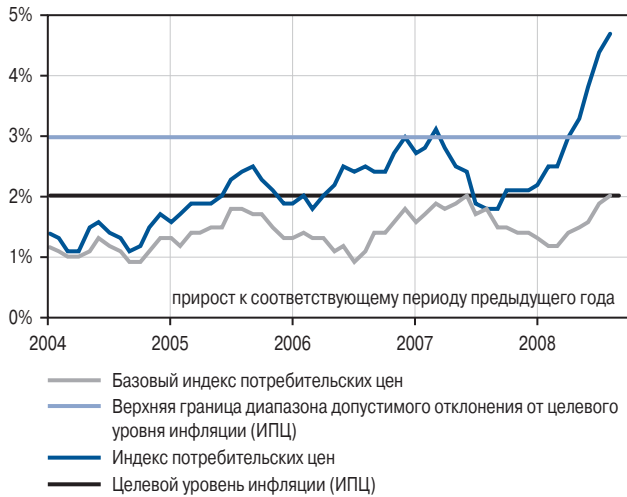
Минимальные значения индикаторов деловой активности и потребительских настроений указывают на возросшую вероятность рецессии



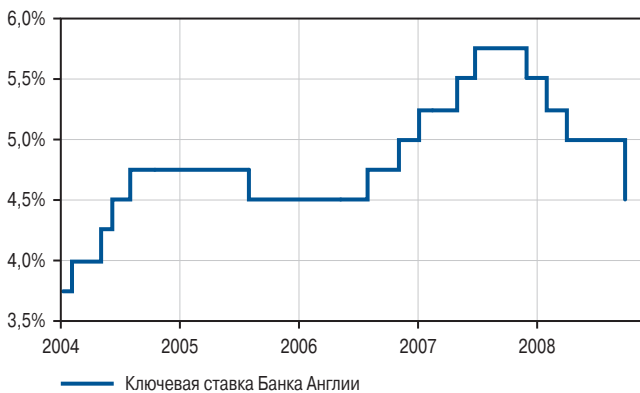
Показатели рынка труда свидетельствуют о его охлаждении



Инфляция в Соединенном Королевстве продолжает ускоряться, и, скорее всего, еще не достигла пиковых значений

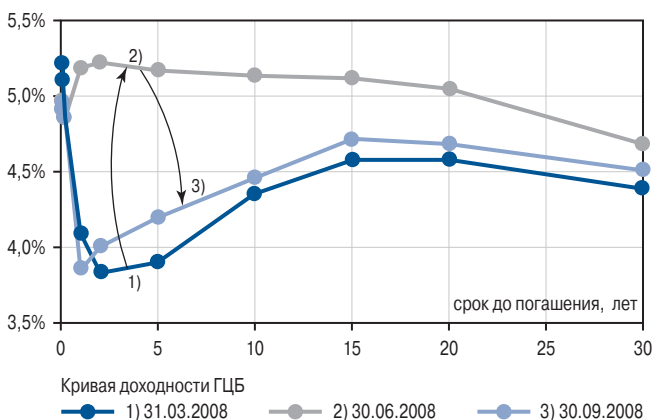


В октябре 2008 года Банк Англии понизил ключевую ставку сразу на 0,5 процентного пункта – до 4,5%



Одновременно Банк Англии принял ряд мер по поддержанию ликвидности финансового рынка и банковской системы

В III квартале 2008 года доходность государственных ценных бумаг существенно снизилась, отражая изменения ожиданий участников рынка и возобновившийся процесс «бегства в качество»



стороны мировых товарных рынков должно способствовать постепенному возвращению уровня инфляции к целевому уровню.

В условиях резкого снижения экономической активности и растущей угрозы рецессии в экономике Соединенного Королевства, обостренной очередным витком кризиса ликвидности в финансовой системе, наблюдая признаки снижения инфляционного давления, Банк Англии в октябре 2008 г. понизил *ключевую ставку* сразу на 0,5 процентного пункта – до 4,5% после полугодовой паузы в серии снижений. Высока вероятность того, что это не последнее ее снижение¹.

При этом Банк Англии отметил, что только снижение ставки центрального банка не может стать решением текущих проблем финансового сектора и должно сопровождаться комплексом мер по поддержке финансового рынка и банковской системы.

В сентябре–октябре текущего года Банк Англии одновременно с центральными банками ведущих развитых стран начал проводить операции по предоставлению денежных средств в долларах США под залог обеспечения на 1 и 7 дней и опубликовал план проведения аналогичных операций со сроками 1 и 3 месяца, а также срочных сделок для предоставления средств «через конец года» (на последнюю декаду декабря 2008 г. – первую декаду 2009 г.). Кроме того, был увеличен объем средств в фунтах стерлингов, предоставляемых банкам на 3 месяца, и расширен перечень активов, принимаемых в обеспечение по данным операциям.

Ухудшение перспектив экономического роста и ослабление угрозы ускорения инфляции привели к тому, что участники рынка государственных облигаций Соединенного Королевства ожидают еще большего снижения ключевой ставки. В результате по итогам III квартала доходность гособлигаций вернулась на уровни конца марта текущего года после существенного роста во II квартале 2008 г. под влиянием изменившихся настроений инвесторов, а также очередного повышения спроса на высоконадежные инструменты («бегства в качество»).

¹ Во время подготовки настоящего обзора к печати Банк Англии снизил ключевую ставку до 3%.

Национализация ипотечного банка Northern Rock в Соединенном Королевстве

В 2007 г. банк Northern Rock являлся пятым по величине ипотечным банком Соединенного Королевства. Еще в середине сентября 2007 г. компания столкнулась с нехваткой ликвидности и получила от Банка Англии экстренное финансирование. Однако новости о кризисе посеяли панику, и более миллиона вкладчиков стали забирать свои деньги. Предотвратить крушение банка смогло только вмешательство Банка Англии, который выделил ему кредит в размере 25 млрд. фунтов стерлингов.

После этого ряд инвестиционных фондов выразили желание приобрести банк Northern Rock. На него претендовали компания Virgin Group и внутренний менеджмент банка, а также независимая группа инвесторов Olivant.

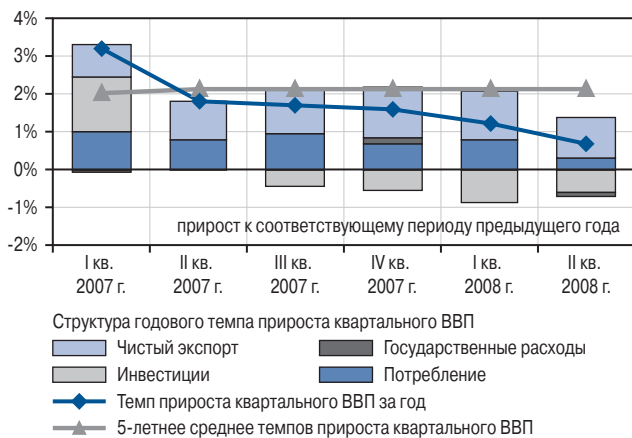
В конце января британское правительство поддержало новый план, предложенный инвестиционным банком Goldman Sachs. Согласно этому плану выделенные государством средства в размере 25 млрд. фунтов стерлингов будут обращены в специальные облигации. В зависимости от ситуации на рынке они будут продаваться небольшими пакетами инвесторам, а вырученные средства – постепенно возвращаться в казну.

Однако уже 17 февраля 2008 г. министр финансов Соединенного Королевства А.Дарлинг объявил, что пострадавший от финансового кризиса Northern Rock будет национализирован. Принимая решение о национализации банка, правительство исходило из того, что полученные им два предложения от частных компаний о приобретении Northern Rock не отвечают интересам налогоплательщиков. Вместе с тем А.Дарлинг отметил, что переход банка в собственность государства – временная мера, необходимая в условиях сложившейся конъюнктуры рынка. К этому моменту его рыночная стоимость упала уже почти на 80%. А.Дарлинг также отметил, что долгосрочные перспективы банка неразрывно связаны с частным сектором.

По состоянию на 30 сентября 2008 г. Northern Rock переведен на баланс государства, и долг банка стал частью внутреннего долга Соединенного Королевства. Как отмечает информационное агентство Bloomberg, в общей сложности меры по спасению Northern Rock стоили государству примерно 55 млрд. фунтов стерлингов, или 107 млрд. долл. США, в виде предоставленных правительством займов и гарантий другим кредиторам (это примерно 4% национального дохода страны). В настоящее время банк продолжает полноценно функционировать, единственным исключением стало ограничение объемов привлеченных депозитов от населения, размер которых не должен превышать 1,5% от общего объема рынка депозитов физических лиц Соединенного Королевства. Цель введения данного ограничения – недопущение конкурентного преимущества Northern Rock перед коммерческими банками Соединенного Королевства, связанного с государственной гарантией долга банка.

2.5. Япония

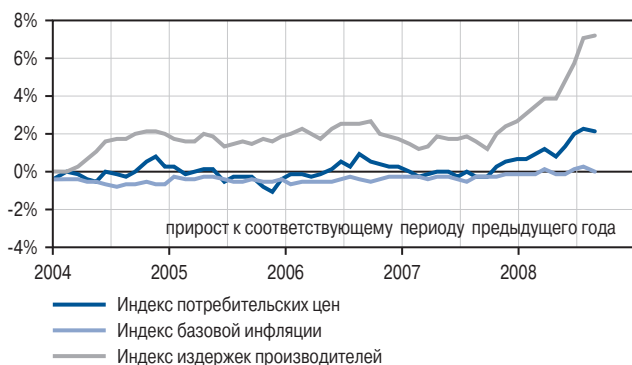
Во II квартале 2008 года годовые темпы прироста реального ВВП Японии продолжали снижаться...



...на фоне падения индикаторов деловой активности...



...а также при высокой инфляции, которая достигла в июле 2008 года 2,3%, что является максимальным значением данного показателя за последние 10 лет



Ожидания снижения темпов роста потребления связаны с уменьшением реальной заработной платы и повышением уровня безработицы



Второй квартал 2008 г. для Японии ознаменовался тем, что охлаждение экономик США, еврозоны и Китая наряду со снижением внутреннего спроса на фоне ускоряющегося роста производственных издержек и цен в потребительском секторе привели к развитию стагфляционных процессов в экономике.

С одной стороны, ВВП сократился во II квартале 2008 г. на 0,7%; прирост ВВП к аналогичному периоду предыдущего года (0,7%) оказался значительно меньше среднего за последние 5 лет уровня (2,1%). Резкое снижение *индикаторов деловой активности* в течение II–III кварталов текущего года позволяет говорить не только о кратковременной стагнации, но и об угрозе рецессии.

С другой стороны, сохраняются неотрицательные значения прироста базового *индекса потребительских цен*. Рост цен был обусловлен не увеличением внутреннего спроса, а повышением цен на продовольствие и энергоносители. При этом сохранение высоких цен на нефть и сельскохозяйственные продукты, а также продолжающийся рост цен на промежуточную промышленную продукцию на мировых рынках повышает риск сохранения высоких значений инфляции в ближайшие месяцы.

Ускорение инфляции привело к снижению реальных зарплат. Вместе с ростом безработицы, составившей в августе 2008 г. 4,2%, это способствовало ухудшению потребительских настроений, которые стали наиболее пессимистичными за последние 26 лет. Пессимизм потребителей уже начал проявляться в уменьшении реальных потребительских расходов, что усиливает угрозу рецессии.

Перспективы роста чистого экспорта – основного компонента прироста ВВП в течение последних полутора лет – далеки от радужных. Сальдо торгового баланса за август 2008 г. впервые за 28 лет стало дефицитным (дефицит составил 324 млрд. иен) из-за ухудшения условий торговли, ускоренного роста импорта и снижения спроса на японские товары со стороны США и стран еврозоны. Однако стимулирующая политика основного торгового партнера Японии – Китая, возможно, по-

зволит поддержать объем чистого экспорта в III квартале 2008 года.

Пытаясь остановить замедление роста экономики, в августе 2008 г. японское правительство приняло решение о создании фонда экономического стимулирования объемом 11,7 трлн. иен (что равно 2,3% ВВП), средства которого будут направлены на гарантии по кредитам, поддержку малого бизнеса и другие цели.

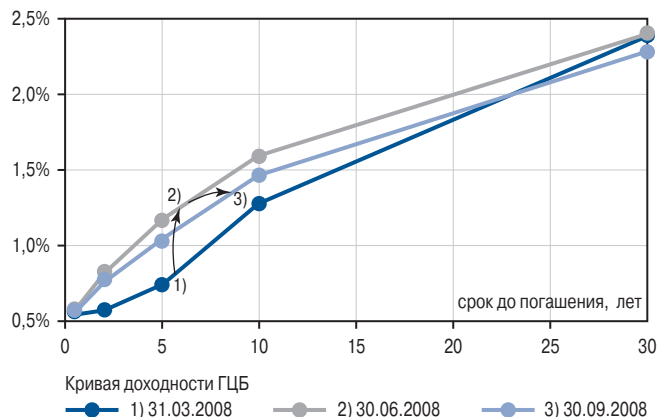
Вместо осуществленного в США, ЕС, Соединенном Королевстве и других странах снижения *ключевых ставок* Банк Японии проводит комплекс собственных мер для выхода из кризиса. Он начал выплачивать проценты по вкладам до востребования, снизил процентную ставку по ломбардным кредитам¹, начал принимать в качестве обеспечения по кредитам ценные бумаги, номинированные в иностранных валютах. В текущих экономических условиях большинство участников рынка² ожидают, что *ключевая ставка* Банка Японии останется неизменной на уровне 0,5% по крайней мере до III квартала 2009 года³.

В течение II квартала 2008 г. ставки по государственным облигациям Японии росли, но в июне они стали снижаться под воздействием процесса «бегства в качество» на мировых финансовых рынках. Он проявился в увеличении спроса на госбумаги со стороны японских банков, обеспокоенных пессимистичными сценариями развития как японской экономики, так и экономик основных торговых партнеров Японии.

Отсутствие роста реального чистого экспорта вызвано ухудшающимися условиями торговли и снижением спроса со стороны США и еврозоны



На фоне ухудшения перспектив развития экономики и ожиданий неизменности ключевой ставки доходность госбумаг Японии снижалась



¹ Кредиты, выдаваемые под залог ценных бумаг из установленного центральным банком Ломбардного списка – наиболее ликвидных долговых ценных бумаг.

² По данным консенсус-прогноза информационного агентства Bloomberg на сентябрь 2008 года.

³ Во время подготовки настоящего обзора к печати Банк Японии снизил ключевую ставку до 0,3%.

2.6. Рынок золота

Во II–III кварталах 2008 года сохранялась тенденция к уменьшению цены золота, в III квартале сопровождавшаяся также снижением цен на других товарных рынках



Рост цен за последний год сопровождался увеличением их волатильности...



...что наряду с ухудшающейся экономической ситуацией отрицательно сказалось на спросе со стороны ювелирной промышленности...



Во II–III кварталах 2008 г. уровень цен на золото оставался высоким: средняя цена золота за указанный период составила 884 долл. США за унцию, что на 31% выше, чем в аналогичный период 2007 года. В то же время по сравнению с I кварталом 2008 г., когда было достигнуто максимальное значение данного показателя (1011 долл. США за унцию), уровень цен снизился (средняя цена золота в I квартале 2008 г. составила 925 долл. США за унцию – на 6% больше, чем в III квартале этого года).

Наметившаяся во II квартале 2008 г. тенденция к уменьшению цен на золото в начале III квартала усилилась, началось снижение цен и на других товарных рынках. 15 августа был достигнут минимум цены золота в текущем году – 787,7 долл. США за унцию, после чего цены несколько повысились под влиянием негативных новостей об экономической ситуации в США. По состоянию на 30 сентября 2008 г. цена золота составила 870,95 долл. США за унцию, что примерно соответствует уровню января 2008 года.

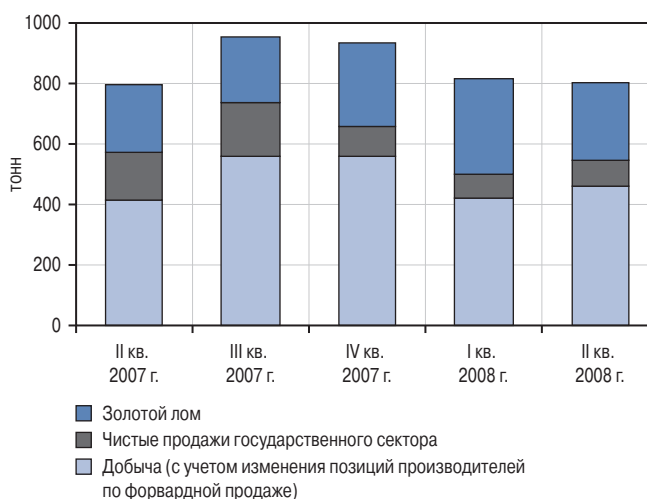
Высокий уровень цен и их возросшая волатильность, а также ухудшение состояния мировой экономики продолжают оказывать негативное влияние на объем спроса. Во II квартале 2008 г. спрос в весовом выражении снизился по отношению к тому же периоду прошлого года на 19%. Наиболее существенное снижение спроса за этот период – на 24% в весовом выражении – наблюдалось в ювелирном сегменте рынка. Спрос со стороны промышленности снизился на 5%. Наиболее устойчивой составляющей спроса был наблюдаемый инвестиционный спрос, но и он, во многом под влиянием роста волатильности цен на золото и неопределенности относительно их дальнейшей динамики, снизился на 4% в весовом выражении. Тем не менее благодаря высоким ценам во II квартале 2008 г. спрос в стоимостном выражении вырос на 9% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, установив новый рекорд.

Если ранее высокие цены оказывали стимулирующее воздействие на предложение золота, то теперь его рост замедлился: за

II квартал 2008 г. предложение в весовом выражении выросло на 1% к уровню предыдущего года (в I квартале аналогичный показатель составил 5,7%). Положительный прирост был достигнут главным образом за счет увеличения на 13% предложения золотого лома, которое компенсировало уменьшение на 4% золотодобычи, а также небольшие объемы продаж золота центральными банками, сократившиеся по сравнению со II кварталом 2007 г. на 43% (см. вставку).

Дальнейшая динамика показателей на рынке золота будет определяться в первую очередь поступающими экономическими новостями: с одной стороны, развивающийся на мировых финансовых рынках кризис увеличивает привлекательность золота как эффективного диверсифицирующего актива для инвесторов, с другой стороны, снижение доходов населения и производящих компаний ослабляет неинвестиционную составляющую спроса.

...в то же время предложение оставалось достаточно стабильным



Источник: Всемирный совет по золоту.

Вашингтонское соглашение о золоте

Вашингтонское соглашение о золоте – соглашение центральных банков об ограничении ими совокупных продаж золота (далее – Соглашение) – было заключено 27 сентября 1999 г. на 5 лет 15 центральными банками Европы: центральными банками 11 стран – членов еврозоны, ЕЦБ и центральными банками Швеции, Швейцарии и Соединенного Королевства.

Мотивом заключения Соглашения стали опасения, что нескоординированные продажи золота центральными банками (в собственности которых находится около четверти общемирового запаса золота) дестабилизируют рынок золота и могут вызвать резкое падение его цены. Соглашение установило максимальную величину продажи золота в течение 5 лет центральными банками – участниками Соглашения на уровне 2 тыс. тонн. Все участники Соглашения также взяли на себя обязательство не увеличивать объемы связанных с золотом кредитов и производных финансовых инструментов.

Банки, подписавшие Соглашение, владели примерно 45% международных резервов в золоте. Некоторые другие владельцы значительных резервов в золоте, включая центральные банки США, Японии, Австралии, а также МВФ и Банк международных расчетов, неформально поддерживали Соглашение или объявили о том, что не будут продавать золото. Таким образом, доля международных резервов в золоте стран, связанных Соглашением или сходными обязательствами, составила порядка 85% общих мировых резервов в золоте.

В 2004 г. было заключено новое Соглашение сроком до 27 сентября 2009 года. Соединенное Королевство не подписало его (объявив, что в ближайшие 5 лет не планирует продаж золота), но в число участников вошли Кипр, Мальта, Греция и Словения – новые страны еврозоны. Соглашение ограничивает максимальные совокупные продажи золота 2,5 тыс. тонн (не более 500 тонн ежегодно) и подтверждает обязательство не увеличивать объемы кредитов в золоте и производных финансовых инструментов – «золотых» опционов и фьючерсов.

Приложение

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ СТРАН ЕВРОЗОНЫ

РЫНКИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ ГЕРМАНИИ И ФРАНЦИИ

Относительно ликвидный рынок государственных ценных бумаг появился в Европе только в начале 1990-х годов. Долгое время европейский рынок (кроме рынка государственных облигаций Соединенного Королевства) из-за своей фрагментированности не мог конкурировать по ликвидности с рынком ценных бумаг Казначейства США. Интеграция рынка и рост его ликвидности были затруднены из-за множественности национальных валют стран Западной Европы.

Переломным событием в развитии европейского рынка государственных ценных бумаг стал переход с 1 января 1999 г. к третьему этапу создания Экономического и валютного союза (Economic and Monetary Union – EMU) (далее – ЭВС), предполагавшему введение евро в качестве единой валюты стран – членов ЭВС.

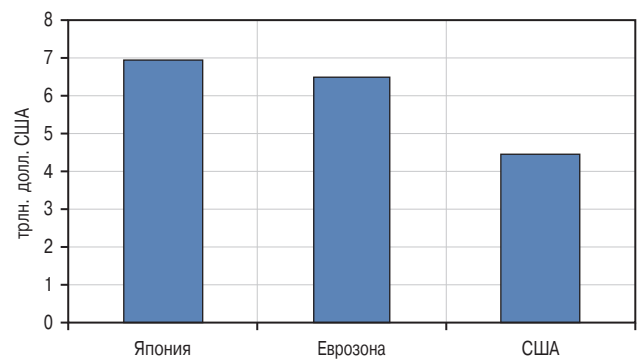
Переход к единой валюте выпусков ценных бумаг стран Европы привел к значительному расширению и укреплению рынка государственных ценных бумаг стран, вошедших в еврозону. По состоянию на конец 2007 г. он являлся вторым по объему рынком государственных долговых инструментов в мире после рынка Японии: объем рынка государственных ценных бумаг стран еврозоны составил

6,5 трлн. долл. США, что на 47% больше объема рынка казначейских обязательств США.

Около 90% рынка государственных ценных бумаг стран еврозоны составляют ценные бумаги Италии, Германии, Франции, Испании, Бельгии и Греции. При этом более 70% совокупного объема рынка приходится на долю рынков первых трех стран (Италии – 29%, Германии и Франции – по 21%).

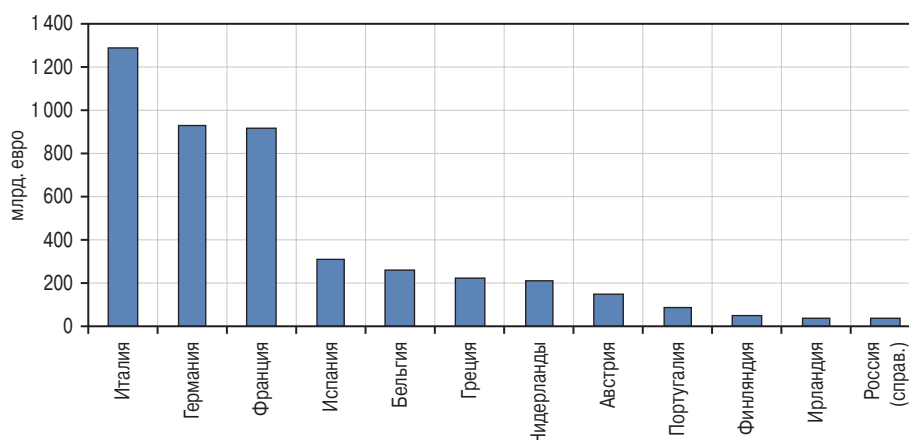
Государственные облигации Германии, Франции, Испании, Нидерландов, Австрии, Финляндии и Ирландии имеют наивысший кредитный рейтинг.

Рисунок 1. Объем в обращении рыночных государственных долговых обязательств по состоянию на 31.12.2007



Источник: Организация экономического сотрудничества и развития, Банк Японии.

Рисунок 2. Объем рынка государственных долговых обязательств стран еврозоны по состоянию на 31.12.2007



Источник: Организация экономического сотрудничества и развития.

Рейтинг долговых инструментов крупнейшего европейского рынка – рынка Италии – на две ступени ниже, что отражает общую экономическую нестабильность, напряженную ситуацию в бюджетной сфере и высокий показатель отношения государственного долга к ВВП (более 100%, что существенно выше

предельного значения – 60%, установленного для стран – членов ЭВС).

В данном разделе будут рассмотрены два крупнейших рынка государственных облигаций, имеющих наивысшее кредитное качество, – рынки Германии и Франции.

Таблица 1. Долгосрочные кредитные рейтинги государственных облигаций стран еврозоны

	Standard & Poor's	Fitch Ratings	Moody's
Германия	AAA	AAA	Aaa
Франция	AAA	AAA	Aaa
Испания	AAA	AAA	Aaa
Нидерланды	AAA	AAA	Aaa
Австрия	AAA	AAA	Aaa
Финляндия	AAA	AAA	Aaa
Ирландия	AAA	AAA	Aaa
Бельгия	AA+	AA+	Aa1
Португалия	AA-	AA	Aa2
Италия	A+	AA-	Aa2
Греция	A	A	A1

В связи с мировой финансовой нестабильностью 4 октября текущего года на встрече лидеров Германии, Франции, Италии и Соединенного Королевства было предложено пересмотреть бюджетные правила Европейского союза. На сегодняшний день бюджет страны, входящей в ЕС, не может иметь дефицит более 3% ВВП, а государственный долг не должен превышать 60% ВВП. Вскоре эти цифры должны быть пересмотрены в сторону повышения.

Германия

Рынок государственных долговых обязательств Германии является вторым по объему рынком государственных ценных бумаг в Европе. Выпуски государственных ценных бумаг Германии традиционно являются базовыми выпусками (бенчмарками) для всего рынка государственных ценных бумаг, номинированных в евро¹. Основными факторами, определяющими лидирующую позицию немецкого рынка государственных ценных бумаг, являются стабильное экономическое развитие Германии – крупнейшей экономики в Европе², прозрачная финансовая система,

наличие высокоразвитых финансовых институтов и одна из самых либеральных в мире политика допуска нерезидентов на рынок капитала.

На рынке Германии обращаются более 60 выпусков государственных ценных бумаг, в августе 2008 г. совокупный объем рынка превысил 930 млрд. евро. Среднедневной объем торгов в 2007 г. составил 27 млрд. евро. На сделки с государственными ценными бумагами Германии приходится порядка 40% общего оборота рынка государственных ценных бумаг стран еврозоны.

¹ Базовые выпуски государственных ценных бумаг Германии являются основным инструментом (наряду с облигациями Франции), доходность которого используется для построения кривых доходности государственных ценных бумаг еврозоны, анализируемых в первом и втором разделах настоящего обзора.

² Германия является третьей в мире страной по размеру ВВП.

1. Участники рынка

Управление государственным долгом Германии осуществляет внешняя организация – Финансовое агентство Германии (далее – Финансовое агентство). Управление долгом было передано Министерством финансов Германии внешней организации в 2000 г. в целях повышения эффективности управления, в частности, снижения стоимости заимствований для федерального правительства. Финансовое агентство разрабатывает стратегию управления государственным долгом, определяет параметры конкретных выпусков ценных бумаг и обеспечивает ликвидность вторичного рынка. Данная организация также осуществляет обслуживание государственного долга от имени правительства и играет роль *кастодиана* при проведении операций с государственными ценными бумагами.

Техническая организация аукционов по размещению государственных ценных бумаг осуществляется центральным банком Германии – Немецким федеральным банком. Он также проводит операции на вторичном рынке государственных облигаций в целях повышения его эффективности.

В Германии отсутствует институт первичных дилеров в классическом его понимании. Однако федеральные облигации, федеральные ноты и казначейские дисконтные ценные бумаги (информацию о видах немецких государственных долговых обязательств см. ниже) размещаются только на аукционах через профессиональных участников рынка, объединенных в Группу участников аукционов по размещению государственных ценных бумаг (*Bietergruppe Bundesemissionen*) (далее – Группа), по состоянию на сентябрь 2008 г. состоявшую из 31 участника.

Члены данной группы берут на себя обязательство купить не менее 0,05% общего объема всех выпусков ценных бумаг (взвешенного с учетом дюрации выпусков), размещаемых на аукционах в течение одного календарного года. Такой относительно небольшой норматив обеспечивает допуск к аукционам по первичному размещению не только небольшому количеству крупных организаций, но также средним и мелким участникам рынка, что осо-

бенно актуально с учетом низкой концентрации банковского сектора Германии.

В отличие от первичных дилеров члены Группы не являются маркет-мейкерами и не имеют обязательств по поддержанию ликвидности вторичного рынка государственных ценных бумаг.

2. Виды обязательств

Основную часть долга федерального правительства Германии (97%) составляют рыночные долговые инструменты, включающие инструменты денежного рынка (казначейские дисконтные ценные бумаги), два типа долговых обязательств с постоянным купонным доходом (казначейские ноты и федеральные облигации) и индексируемые ценные бумаги.

Казначейские дисконтные ценные бумаги (*Vubills*) представляют собой бескупонные ценные бумаги со сроком до погашения 6 месяцев, выпускаемые с дисконтом к номиналу. Объем каждого выпуска составляет около 6 млрд. евро, общий объем в обращении по состоянию на август 2008 г. – 36 млрд. евро. Данный сегмент рынка незначителен – всего 4% портфеля рыночных долговых обязательств.

Почти треть (30%) рынка долговых обязательств (более 280 млрд. евро в августе 2008 г.) составляют федеральные ноты, включающие ценные бумаги двух видов: федеральные казначейские ноты со сроком до погашения 2 года и максимальным объемом выпуска

Рисунок 3. Структура портфеля государственных облигаций Германии по видам инструментов в августе 2008 года



Источник: Финансовое агентство Германии.

15 млрд. евро (Schätze) и федеральные ноты со сроком 5 лет и максимальным объемом 17 млрд. евро (Bobls).

Федеральные облигации (Bunds) выпускаются со сроками до погашения 10 и 30 лет, объем некоторых выпусков достигает 27 млрд. евро. Федеральные облигации составляют самый крупный сегмент рынка с совокупным объемом около 590 млрд. евро, их удельный вес в августе 2008 г. составлял около 65% объема рыночных долговых обязательств Германии (около 50% приходилось на долю десятилетних облигаций, а 15% – на долю тридцатилетних). Десятилетние федеральные облигации являются также наиболее ликвидным инструментом долгового рынка Германии: в 2006 г. на этот сегмент приходилось более половины совокупного оборота рынка государственных ценных бумаг Германии.

Начиная с 1997 г. появилась возможность стрипования некоторых выпусков федеральных облигаций. В настоящее время все вновь выпускаемые федеральные облигации могут быть преобразованы в набор бескупонных инструментов: *стрипов* на купонный доход и *стрипов* на выплату номинала. Возможна и обратная операция – объединение набора бескупонных инструментов в одну ценную бумагу (*реконституция*).

В рамках политики повышения эффективности управления государственным долгом, активно проводимой правительством Германии с 2000 г., был начат выпуск новых финансовых инструментов – свопов, облигаций, номинированных в иностранной валюте, и облигаций, индексируемых с учетом инфляции.

Ценные бумаги, индексируемые с учетом инфляции, являются относительно новым инструментом для долгового рынка Германии: первым индексируемым выпуском стали десятилетние федеральные облигации, выпущенные в марте 2006 года. В октябре 2007 г. был размещен выпуск индексируемых пятилетних казначейских нот.

В отличие от облигаций с постоянным купонным доходом ставка купона по индексируемым бумагам (и, соответственно, годовой купонный платеж), а также номинальная стоимость облигаций при погашении индексиру-

ются с учетом индекса потребительских цен еврозоны.

В августе 2008 г. объем рынка индексируемых ценных бумаг составлял лишь 22 млрд. евро, или 2% совокупного портфеля рыночных долговых обязательств, однако правительство Германии намерено развивать данный сегмент рынка и наращивать его объем.

3. Порядок эмиссии и организация рынка

Планирование объема и графика эмиссии в разбивке по инструментам осуществляется Финансовым агентством совместно с Министерством финансов Германии исходя из оцениваемой потребности в заимствовании. Как правило, объем ежегодного привлечения средств на долговом рынке не должен превышать прогнозируемых на текущий год инвестиционных расходов бюджета.

Ежегодно формируется годовой прогноз эмиссии, содержащий предварительную оценку сроков и объемов будущих выпусков в разбивке по видам ценных бумаг на предстоящий год. В течение года происходит уточнение данных параметров, а также составляются детальные графики эмиссии на ближайший квартал.

Размещение федеральных облигаций, федеральных нот и казначейских дисконтных ценных бумаг производится посредством аукционов, проводимых через электронную систему аукционных торгов Немецкого федерального банка (Bund Bidding System – BBS). Размещение каждого выпуска может происходить в несколько этапов: после первого размещения нового выпуска его объем в обращении может наращиваться через проведение дополнительных аукционов по доразмещению. В 2007 г. было проведено 36 аукционов по размещению государственных ценных бумаг.

Аукционы являются многоценовыми, то есть поданные участниками заявки удовлетворяются по ценам, указанным в заявках (для казначейских дисконтных ценных бумаг – по доходностям, указанным в заявках). Принимаются также неконкурентные заявки, которые удовлетворяются полностью или частично по средневзвешенной цене (или доходности), установившейся во время аукциона.

При появлении нового финансового инструмента – ценных бумаг, индексируемых с учетом инфляции, – первое и второе размещение федеральных облигаций в марте и сентябре 2006 г. было проведено через *синдицирование*. Затем в 2007–2008 гг. размещение индексируемых федеральных облигаций федеральных нот осуществлялось уже в общем порядке, через аукцион. Синдицирование использовалось также при размещении первого и единственного выпуска облигаций, номинированных в долларах США, в октябре 2007 года.

Часть каждого размещаемого выпуска ценных бумаг резервируется для последующей продажи на вторичном рынке. Вторичное об-

ращение федеральных нот и федеральных облигаций происходит на биржевом рынке, а казначейских дисконтных ценных бумаг – в рамках внебиржевых сделок. Стрипы на купонный доход и стрипы на выплату номинала федеральных облигаций допущены к обращению только на одной бирже – Франкфуртской фондовой бирже.

В целях повышения эффективности вторичного рынка государственных ценных бумаг Финансовое агентство и Немецкий федеральный банк при необходимости участвуют в торгах для сглаживания ценовых колебаний (Немецкий федеральный банк – через биржи, Финансовое агентство – на внебиржевом рынке).

Франция

Рынок государственных ценных бумаг Франции является одним из наиболее развитых в мире и наряду с долговыми рынками Германии и Италии входит в число трех крупнейших рынков Европы по объему обращающихся на нем ценных бумаг. Высокий кредитный рейтинг и надежность эмитента обуславливают приток на рынок государственных ценных бумаг Франции большого объема иностранного капитала.

1. Порядок эмиссии и организация рынка

Надзор за финансовым рынком Франции находится в ведении Министерства экономики, финансов и промышленности, который разрабатывает новые законы и утверждает инвестиционные директивы, подготовленные ведомствами по финансовому регулированию.

Фактическое управление государственным долгом находится в ведении Казначейства Франции (Agence France Trésor) (далее – Казначейство), созданного 8 февраля 2001 года. Его цель состоит в минимизации расходов и рисков по управлению государственным долгом. Первостепенной задачей Казначейства является создание ликвидного и прозрачного рынка государственных облигаций, его стратегия базируется на активном управлении государственным долгом и рисками процентных ставок с использованием определенного набора деривативов.

Основные функции Казначейства заключаются в следующем.

- Определение стратегии государственной долговой политики.
- Анализ макроэкономической ситуации на рынке государственного долга, исследование влияния текущей конъюнктуры мирового рынка на уровень процентных ставок по государственным ценным бумагам.
- Управление рисками по операциям с государственными облигациями.
- Организация размещения облигаций: проведение аукционов, осуществление ежедневных активных операций на рынке государственных облигаций: РЕПО, обратное РЕПО, процентные свопы и др.
- Ежедневное управление государственным долгом, включающее взаимодействие с первичными дилерами.
- Управление средствами на счетах государственной казны: Казначейство должно следить за тем, чтобы на счетах Правительства Франции в Банке Франции всегда было достаточно средств для расчетов по обязательствам в срок, а в случае возникновения профицита они были бы инвестированы в надежные активы.

Большая часть первичных размещений государственных облигаций Франции происходит на аукционах, проводимых на регулярной основе. Казначейство при выпуске новых обязательств ориентируется на календарь размещений, публикуемый Министерством финансов в начале каждого года.

Институциональная структура рынка государственных долговых бумаг описана в законе о бюджете, который ежегодно принимается Парламентом Франции. Данный закон дает Министерству экономики и финансов полномочия занимать средства для покрытия всех государственных нужд. При этом ограничения по объему заимствований устанавливаются только для долговых ценных бумаг со сроком погашения, превышающим один год.

На рисунке 4 представлена динамика государственного долга и дефицита бюджета Франции (в % к ВВП) за период с 1998 по 2008 год. Как видно из рисунка, дефицит бюджета и долг Франции тесно взаимосвязаны: когда доля дефицита в ВВП страны увеличивается, растут заимствования, и наоборот.

Рисунок 4. Динамика государственного долга и дефицита бюджета



Важной частью рынка государственных облигаций Франции является институт первичных дилеров. Они консультируют Казначейство и оказывают ему помощь в вопросах, касающихся выпуска новых облигаций и управления государственным долгом. Институт первичных дилеров включает в себя банковские группы и специалистов фондового рынка. В число первичных дилеров входят 4 французских института и 16 институтов-нерезидентов, среди которых 7 организаций, расположенных в США, 3 организации в Соединенном Королевстве, 2 в Германии, 2 в Швейцарии, 1 в Голландии и 1 в Японии (по состоянию на 1.01.2008). В соответствии с законом о первичных дилерах, действующим с лета 2006 г., их обязанности заключаются в следующем.

- Обеспечение бесперебойного проведения аукционов по размещению обязательств. В частности, первичные дилеры должны оценивать величину рыночного спроса перед проведением выпуска государственных ценных бумаг и передавать эти данные Казначейству.
- Поддержание уровня ликвидности на вторичном рынке государственных ценных бумаг.
- Обеспечение Казначейства информацией о тенденциях на рынке и об объемах сделок с государственными ценными бумагами.

2. Виды обязательств

Государственные долговые обязательства Франции подразделяются на три категории: векселя Министерства финансов (Bons du Trésor a taux fixe et a interets precomptes – BTFs), ноты Министерства финансов (Bons du Trésor et a interet annuel – BTANs), долгосрочные облигации Министерства финансов (Obligations assimilables du Trésor – OATs).

Все государственные облигации Франции имеют номинал 1 евро.

Векселя Министерства финансов (BTFs) – это долговые ценные бумаги со сроком погашения до года включительно. Они используются для покрытия краткосрочного дефицита бюджета. Трехмесячные, шестимесячные и годовые облигации выпускаются еженедельно. Размещение векселей происходит на аукционах, проводимых по понедельникам, в соответствии с квартальным планом размещений, публикуемым заранее. Каждый четверг Казначейство сообщает объемы размещений на ближайший понедельник по каждому сроку до погашения данного типа облигаций.

Ноты Министерства финансов (BTANs) являются среднесрочными облигациями со сроками до погашения от 2 до 5 лет. Они размещаются на аукционах каждый третий четверг месяца (за исключением апреля, августа и декабря) в соответствии с полугодовым планом размещений, публикуемым заранее. Выплата купонного дохода и номинала осуществляется 12-го числа каждого месяца. Обычно Казначейство проводит одно размещение пятилетних облигаций каждые шесть

месяцев и одно или два размещения двух-летних облигаций в год.

Долгосрочные облигации Министерства финансов (OATs) являются основным инструментом заимствования Правительства Франции на длительные сроки. OATs выпускаются со сроками до погашения от 7 до 50 лет, размещение происходит на аукционах в первый четверг каждого месяца (кроме августа и декабря) в соответствии с ежегодным планом. Выплата купонного дохода и погашение осуществляются 25-го числа каждого месяца.

Большинство долгосрочных казначейских облигаций имеют фиксированный размер процентной ставки. С 1996 г. Казначейство выпускает также облигации с переменным купонным доходом, имеющие срок обращения 10 лет и привязанные по доходности к индексу долгосрочных государственных ценных бумаг («ТЕС 10»). Этот новый индекс отражает доходность к погашению синтетической обли-

гации (OAT) с постоянным сроком до погашения 10 лет.

Помимо этого Казначейство выпускает облигации с фиксированной реальной ставкой процента (OATi). Ежегодные купоны, выплачиваемые по этим облигациям, являются фиксированной долей от номинала, который индексируется с учетом инфляции.

По состоянию на 31 августа 2008 г. объем выпуска среднесрочных нот и долгосрочных облигаций Министерства финансов Франции составил 89,2 млрд. евро при запланированном объеме эмиссии на 2008 г. 116,5 млрд. евро.

3. Текущая ситуация

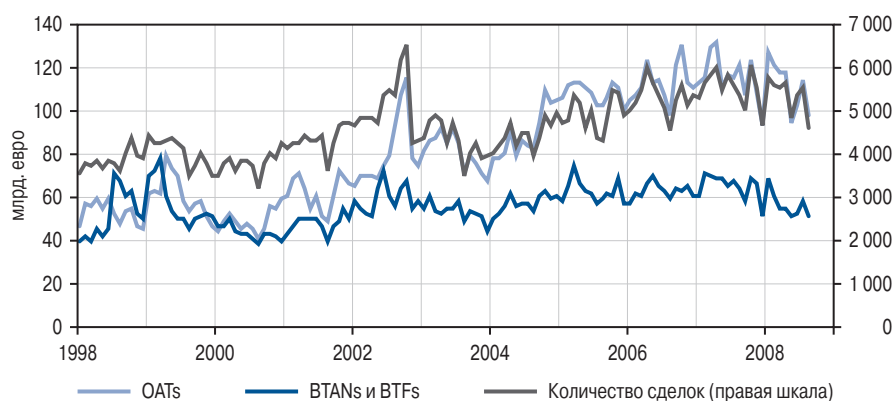
В последние несколько лет объем рынка государственного долга Франции увеличивался (за период с начала 2002 г. прирост составил более 50%). При этом росли объемы выпуска всех трех типов облигаций (см. таблицу 2),

Таблица 2. Государственный долг Франции

	12.2001	12.2002	12.2003	12.2004	12.2005	12.2006	12.2007	07.2008	08.2008
Объемы выпуска государственных обязательств, млрд. евро	643	717	788	833	877	877	921	975	984
Облигации Министерства финансов (% общего объема выпуска)	68,90	66,67	64,97	66,27	67,62	69,56	69,60	69,23	68,70
Ноты Министерства финансов (% общего объема выпуска)	24,57	21,06	21,19	22,09	21,55	22,81	21,93	20,10	19,92
Векселя Министерства финансов (% общего объема выпуска)	8,09	12,27	13,83	11,64	10,83	7,53	8,47	10,56	11,38

Источник: Казначейство Франции.

Рисунок 5. Динамика оборота рынка государственных ценных бумаг Франции

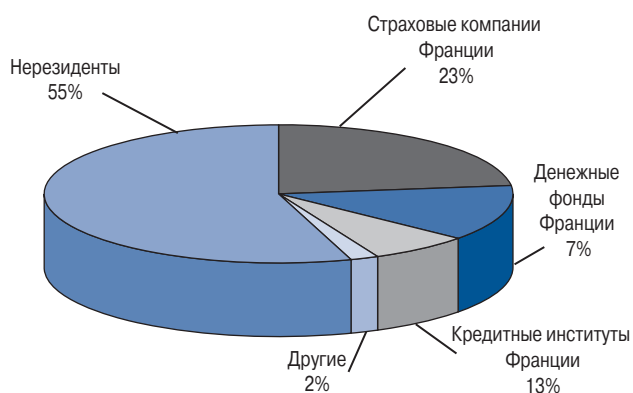


Источник: Казначейство Франции.

благодаря сохраняющемуся высокому уровню спроса на государственные облигации со стороны инвесторов.

Оборот рынка государственных облигаций Франции (OATs) увеличивался быстрее, чем обороты рынков государственных векселей и нот (BTANs и BTFs). При этом количество сделок за последние десять лет существенно не изменилось.

Рисунок 6. Держатели облигаций Министерства финансов (OATs) в IV квартале 2007 года



Источник: Казначейство Франции.

Более половины государственных облигаций (OATs) Франции находится в собственности нерезидентов. Среди резидентов крупнейшими собственниками являются страховые компании и кредитные институты Франции. Такая большая доля нерезидентов среди держателей OAT объясняется отсутствием специ-

альных ограничений на инвестиции в государственные ценные бумаги Франции.

С момента введения в обращение евро наблюдалась конвергенция доходностей госбумаг Франции и Германии. Как видно из рисунка 7, доходность по французским гособлигациям постепенно приближалась к уровню доходности немецких государственных облигаций.

Рисунок 7. Динамика доходности и кредитного спреда 10-летних государственных облигаций Франции и Германии



Источник: Bloomberg.

Однако с сентября 2007 г. по мере развития финансового кризиса на мировых финансовых рынках чувствительность инвесторов к кредитному риску стала возрастать, что выразилось в существенном увеличении спредов.

ГЛОССАРИЙ

Базовая инфляция	Индикатор инфляции, «очищенный» от влияния изменения цен товаров, 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.
Вариационная маржа	Дополнительное гарантийное обеспечение, ежедневно уплачиваемое сторонами срочной сделки при неблагоприятном движении 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 предыдущий период. В отличие от основного индикатора инфляции, ИПЦ, список товаров для подсчета дефлятора конечного потребления включает в себя более 2000 единиц: данные, используемые в расчете ИПЦ, индексов цен товаров корпораций и сельского хозяйства.
Дефляция	Процесс, обратный инфляции, – падение 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 к 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 предыдущий период набора товаров и услуг к его стоимости в предыдущий 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 предыдущий период набора товаров и услуг к его стоимости в предыдущий 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 в отношении 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 (см. выше) 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.

Реальный курс национальной валюты к иностранной валюте	Обменный курс, скорректированный на соотношение темпов инфляции в соответствующих странах.
Реальный эффективный курс национальной валюты	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.
Резервные валютные активы Банка России	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.
Резервные валюты Банка России	Доллар США, евро, фунт стерлингов Соединенного Королевства, японская иена, швейцарский франк.
Реконституция	Операция, обратная стрипованию, то есть объединение набора бескупонных инструментов, представляющих собой процентные платежи (interest-only strip) и/или номинал (principal-only strip), в одну ценную бумагу.
Синдицирование <i>(применительно к размещению ценных бумаг)</i>	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.
Спред индекса EMBI+	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.
Среднесписочная численность занятых	Расчетный показатель госстатистики, исчисляется путем суммирования списочной численности работников за каждый календарный день месяца, и деления полученной суммы на число календарных дней месяца.
Стрипы (STRIPS)	Ценная бумага, образовавшаяся 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.
Счет текущих операций платежного баланса	Счет текущих операций отражает 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.