

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

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

*Выпуск 3 (11)*

Москва  
2009

При использовании материала ссылка на Центральный банк  
Российской Федерации обязательна

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

## ПРЕДИСЛОВИЕ

Вашему вниманию предлагается обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами. Исключение из названия обзора определения «резервные» обусловлено тем, что начиная с предыдущего выпуска в него включаются данные о совокупных валютных активах, в состав которых входят как резервные валютные активы, так и нерезервные активы: российские еврооблигации, депозиты в иностранной валюте в российских банках и прочие активы в резервных валютах.

Обращаем ваше внимание на то, что соответствующий раздел Годового отчета Банка России за 2008 год включает в себя данные только о резервных валютных активах.

В первом разделе настоящего обзора приведены результаты управления валютными активами за 2008 год. В течение рассматриваемого периода управление валютными активами осуществлялось в условиях нестабильности на мировых финансовых рынках

и финансового кризиса. Это обстоятельство обусловило большинство изменений в структуре валютных активов и в значительной мере – изменения динамики их доходности.

Результаты управления валютными активами публикуются с временным лагом не менее 6 месяцев. Чувствительность процессов ценообразования на мировых финансовых рынках к действиям крупнейших игроков (к которым, учитывая объем активов, можно отнести и Банк России) высока, и это особенно заметно в сложившихся рыночных условиях.

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

В приложении к настоящему выпуску приведен обзор основных инструментов денежного рынка.

К настоящему выпуску прилагается анкета. Ваши ответы на вопросы данной анкеты позволят повысить эффективность раскрытия соответствующей информации.

## УВАЖАЕМЫЕ ЧИТАТЕЛИ!

В целях повышения эффективности политики информационной открытости Банка России в области управления валютными активами для оценки актуальности и востребованности публикуемых материалов просим Вас ответить на несколько вопросов.

**1. Какова сфера Ваших профессиональных интересов?**

**2. Заинтересованы ли Вы в получении данного обзора в дальнейшем?**

- А. Да.
- Б. Нет.

**3. Какие разделы данного обзора представляют для Вас наибольший интерес?**

- А. Управление валютными активами Банка России.
- Б. Обзор конъюнктуры мировых финансовых рынков.
- В. Приложения.

**4. Считаете ли Вы оптимальной подробность изложения материала?**

- А. Слишком подробно.
- Б. Оптимально.
- В. Недостаточно подробно.

**5. Какие темы, на Ваш взгляд, следовало бы осветить в приложениях к данному обзору?**

**6. Любые другие замечания и предложения по данному обзору.**

Вы можете направить Ваши ответы, предложения и замечания по адресу **reservesmanagement@mail.cbr.ru** или использовать форму на сайте Банка России в сети Интернет ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru), раздел «Издания Банка России», подраздел «Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами», <http://www.cbr.ru/publ/main.asp?Prtid=Obzor>).

Благодарим за оказанное содействие.

## СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие .....	3
Содержание .....	5
1. Управление валютными активами Банка России в 2008 году .....	7
2. Обзор конъюнктуры мировых финансовых рынков в январе–мае 2009 года.....	13
2.1. Глобальные тенденции .....	13
2.2. Соединенные Штаты Америки .....	20
2.3. Экономический и валютный союз.....	23
2.4. Соединенное Королевство.....	26
2.5. Япония .....	29
2.6. Рынок золота .....	31
Приложение. Международный денежный рынок .....	33
Глоссарий .....	42



## 1. УПРАВЛЕНИЕ ВАЛЮТНЫМИ АКТИВАМИ БАНКА РОССИИ В 2008 ГОДУ

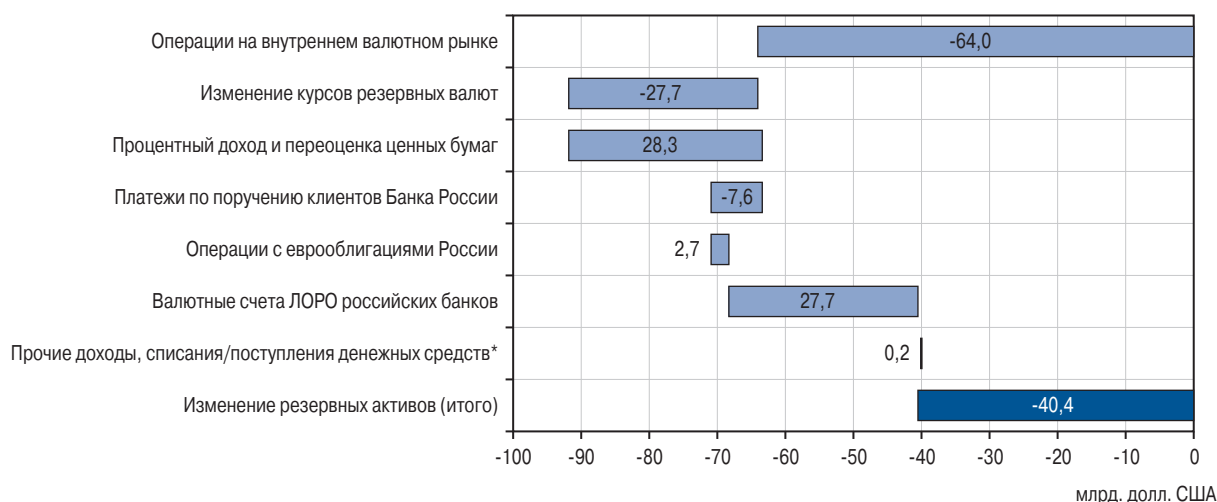
За 2008 г. валютные активы в резервных валютах<sup>1</sup> (далее – валютные активы) Банка России сократились в долларовом эквиваленте на 40,4 млрд. долл. США – до 420,9 млрд. долл. США. Основным фактором уменьшения валютных активов в рассматриваемый период была продажа Банком России иностранной валюты на внутреннем валютном рынке (см. рисунок 1.1). Дополнительными факторами, повлиявшими на динамику валютных активов, стали получение дохода от операций с активами Банка России в иностранной валюте и драгоценных металлах, изменение курсов к доллару США остальных резервных валют (последний фактор оказал на их динамику понижающее воздействие), операции с еврооблигациями Российской Федерации, а также открытие Банком России ЛОРО-счетов в иностранной валюте российским коммерческим банкам.

**Распределение активов Банка России в резервных валютах по видам валют.** Валютные активы Банка России в течение рассматриваемого периода были номинированы

в долларах США, евро, фунтах стерлингов Соединенного Королевства и японских иенах (см. рисунок 1.2). У Банка России имелись также обязательства, выраженные в резервных валютах: остатки на счетах клиентов, включая счета Федерального казначейства в Банке России, остатки на валютных ЛОРО-счетах коммерческих банков и денежные средства, полученные по операциям РЕПО с иностранными контрагентами<sup>2</sup>.

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

**Рисунок 1.1. Факторы изменения величины резервных и нерезервных активов Банка России в резервных валютах в 2008 году**



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

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

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

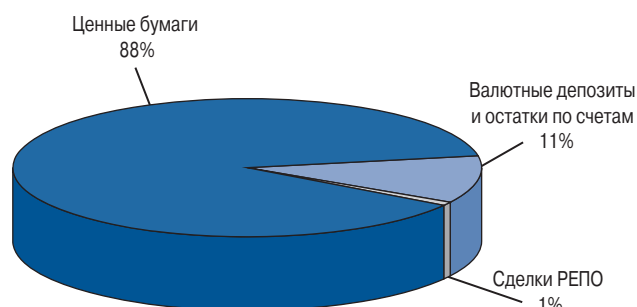
**Рисунок 1.2. Распределение резервных и нерезервных валютных активов Банка России по видам валют по состоянию на конец периода**



понимается снижение стоимости валютных активов вследствие отклонения фактической валютной структуры от нормативной при неблагоприятных колебаниях курсов резервных валют к доллару США.

В 2008 г. на международном валютном рынке Банком России проводились конверсионные сделки с долларом США, евро, фунтом стерлингов и японской иеной. В связи со значительными объемами продажи долларов США на внутреннем валютном рынке и изменением величины и структуры обязательств Банка России в иностранных валютах (счета Федерального казначейства, валютные счета ЛОРО российских банков) основной объем сделок приходился на продажи других резервных валют против доллара США для приведения их долей в величине чистых валютных активов в соответствие с нормативным показателем.

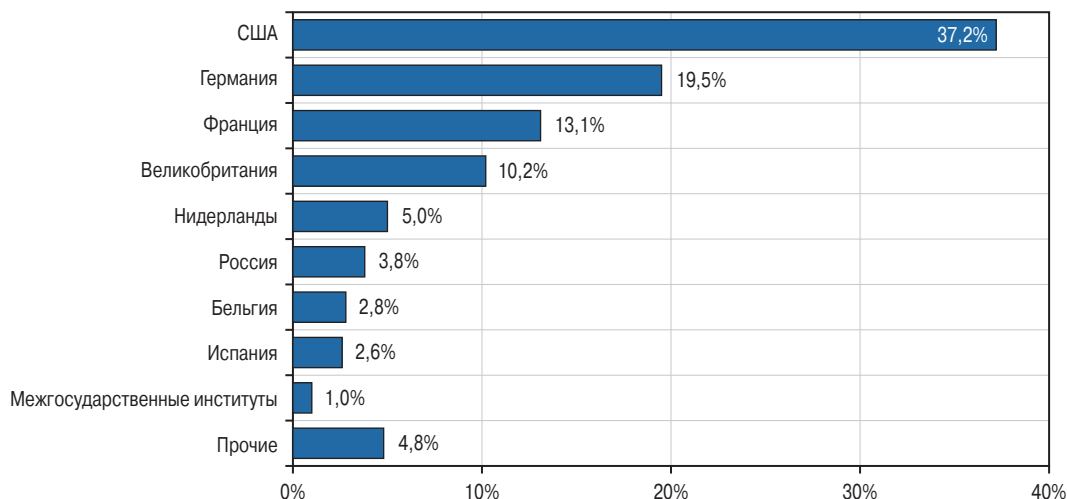
**Рисунок 1.3. Распределение резервных и нерезервных валютных активов Банка России по видам инструментов по состоянию на конец периода**



**Структура валютных активов по видам инструментов.** По состоянию на 31 декабря 2008 г. валютные активы Банка России были инвестированы в следующие классы инструментов: депозиты и остатки на корреспондентских счетах – 10,7%, сделки РЕПО – 1,1%, ценные бумаги иностранных эмитентов – 88,2% (см. рисунок 1.3). Ценные бумаги иностранных эмитентов представляют собой купонные государственные облигации, эмитированные, в частности, США, Германией, Соединенным Королевством, Францией, Японией, а также бескупонные и купонные ценные бумаги государственных агентств.

Географическое распределение валютных активов по состоянию на конец 2008 г. представлено на рисунке 1.4. На США приходилось 37,2% активов, Германию – 19,5%, Францию – 13,1%, Соединенное Королевство – 10,2%, на остальные страны – 20%.

**Рисунок 1.4. Географическое распределение резервных и нерезервных валютных активов Банка России по состоянию на конец периода**



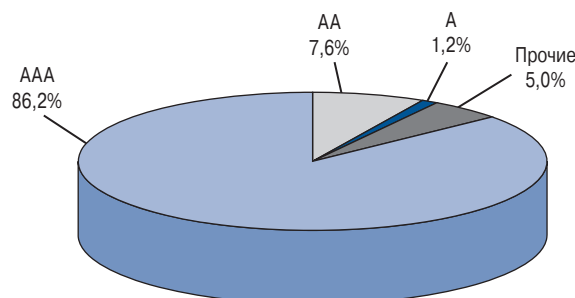


Распределение построено по признаку местонахождения головных контор банковских групп – контрагентов Банка России по операциям денежного рынка и эмитентов ценных бумаг, входящих в состав портфелей валютных активов Банка России.

**Распределение 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 валютными активами, заключались с включенными в соответствующий перечень иностранными контрагентами в пределах установленных на них лимитов по кредитному риску.

Состав портфелей валютных активов Банка России в зависимости от их *кредитного рейтинга* приведен на рисунке 1.5. По состоянию на 31 декабря 2008 г. активы с рейтингом «AAA» составляли 86,2% всех валютных активов, с рейтингом «AA» – 7,6%, с рейтингом «А» – 1,2%, с рейтингом «BBB»<sup>1</sup> – 4,6%. Распределение построено на основе информации о рейтингах долгосрочной кредитоспособности, присвоенных головным конторам банковских групп – контрагентов Банка России по операциям денежного рынка и эмитентам ценных бумаг, входящих в состав ва-

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



лютных активов Банка России, рейтинговыми агентствами Fitch Ratings, Standard & Poor's и Moody's. Если рейтинги контрагента или эмитента по классификации указанных агентств различались, во внимание принимался наиболее низкий рейтинг. Распределение по уровню кредитного риска представлено по основным рейтинговым категориям «AAA», «AA», «А», «BBB» без детализации рейтинговой шкалы внутри каждой категории<sup>2</sup>.

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

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

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

<sup>1</sup> Российские еврооблигации, валютные депозиты в российских банках и VTB Europe.

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

активов Банка России от аналогичных показателей нормативных портфелей.

Доходность и эффективная дюрация фактических портфелей и соответствующих им нормативных портфелей оценивались на ежедневной основе. Показатели доходности учитывали как реализованные доходы, так и изменения в стоимости входящих в портфели активов. Доходность оценивалась отдельно по каждому одновалютному портфелю. Показатели доходности портфелей валютных

активов Банка России за рассматриваемый период даны в таблице 1.1. При этом, так как нормативное соотношение между *операционным* и *инвестиционным портфелями* не устанавливалось и доходность рассчитывалась отдельно для инвестиционного и операционного портфелей по каждой из валют, то в целях расчета нормативной доходности за весь год в качестве нормативного соотношения портфелей использовалось их фактическое соотношение.

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

Активы	Доллары США	Евро	Фунты стерлингов Соединенного Королевства	Японские иены
Фактическая доходность одновалютных портфелей валютных активов в 2008 г.	5,1%	6,5%	9,1%	0,6%
Фактическая доходность одновалютных портфелей резервных валютных активов в 2008 г.	5,5%	6,5%	9,1%	0,6%
Нормативная доходность одновалютных портфелей валютных активов в 2008 г.	5,5%	6,5%	9,4%	0,7%

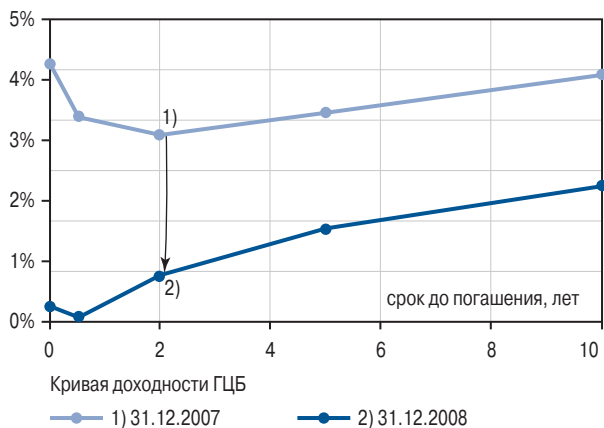
В рассматриваемый период Банк России по-прежнему принимал меры, направленные на минимизацию негативного влияния кризиса на стоимость валютных активов: была существенно увеличена доля активов с рейтингом «AAA», установлены более жесткие требования к контрагентам и срокам по депозитным операциям, дополнительно ограничен объем операций с иностранными контрагентами и операций, обеспеченных залогом. В этот период Банк России уделял повышенное внимание мерам по обеспечению сохранности активов. На фоне снижения доверия инвесторов к негосударственным ценным бумагам сокращены их объемы в составе валютных активов

в пользу более краткосрочных инструментов и государственных облигаций, установлены дополнительные ограничения на объемы вложений в негосударственные ценные бумаги.

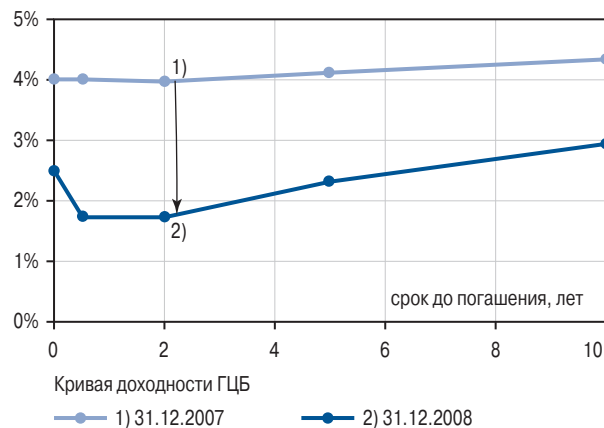
Эффект «бегства в качество», который усиливался по мере развития финансового кризиса, сказался в первую очередь на динамике ставок по государственным облигациям. Существенное снижение ставок в США, странах ЭВС и Соединенном Королевстве по всей *кривой доходности* определило достаточно высокие значения фактической доходности по всем одновалютным портфелям в течение всего рассматриваемого периода (см. рисунок 1.6).

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

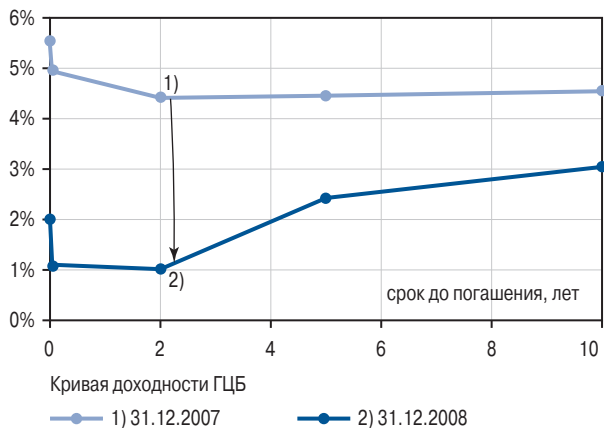
**а) США**



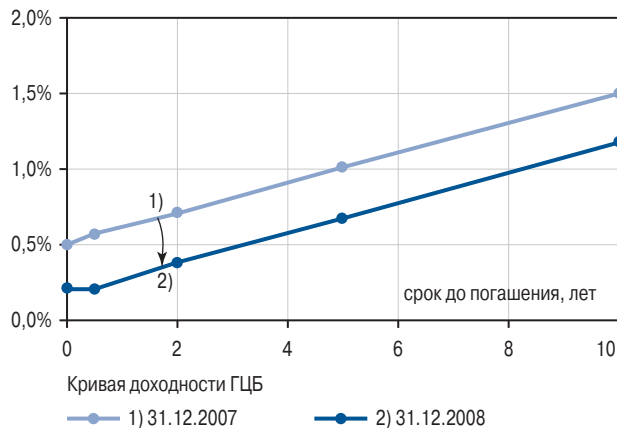
**б) еврозона**



**в) Соединенное Королевство**



**г) Япония**





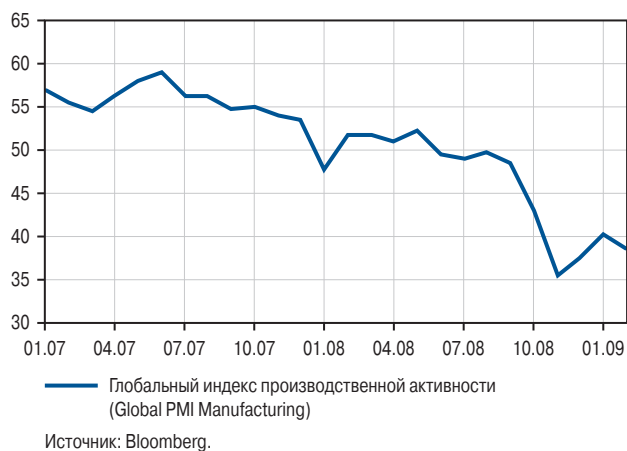
## 2. ОБЗОР КОНЬЮНКТУРЫ МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ В ЯНВАРЕ–МАЕ 2009 ГОДА

### 2.1. Глобальные тенденции

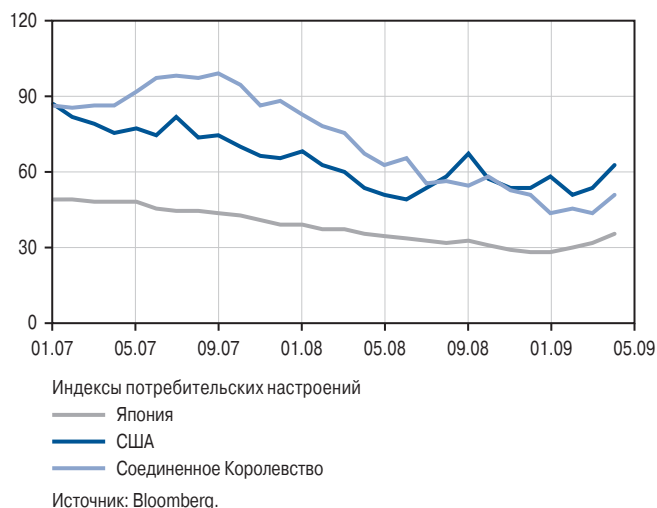
**О глубине нынешней глобальной рецессии свидетельствует резкий рост безработицы, прежде всего в развитых странах**



**Начавшееся в марте улучшение показателей деловой активности...**



**...и потребительских ожиданий...**



Судя по динамике ключевых макроэкономических показателей, на первые месяцы 2009 г. пришлось самая тяжелая фаза рецессии в мировой экономике. В большинстве ведущих развитых и развивающихся стран были зафиксированы рекордные за последние 60 лет темпы падения ВВП, стремительно росла безработица, сокращался объем экспорто-импортных операций, снижалась инвестиционная активность.

В апреле–мае 2009 г. ситуация продолжала ухудшаться, однако уже не столь высокими темпами, что породило у некоторых участников рынка надежды на скорую стабилизацию глобальной экономики. Дополнительный оптимизм инвесторам придавали начавшееся в последние месяцы оживление промышленного производства в ряде стран, в частности, в Японии, Китае, Индии, Бразилии, Республике Корея и Таиланде, а также практически повсеместное улучшение показателей деловой активности и потребительских настроений.

Несмотря на значительное сокращение экспортных поставок (по итогам апреля 2009 г. оно составило около 23% к апрелю 2008 г.), Китаю удалось сохранить сравнительно высокие темпы экономического развития (более 6% по итогам I квартала 2009 года). Локомотивами роста в сложившихся условиях стали масштабные государственные инвестиции в инфраструктуру и банковское кредитование. Во многом благодаря активным стимулирующим мерам китайских властей удалось оживить ситуацию на рынках сырья, стройматериалов и международных контейнерных перевозок.

Более оптимистичный по сравнению с началом 2009 г. взгляд на перспективы мировой экономики некоторых групп инвесторов способствовал росту их склонности к риску и возвращению интереса к фондовым рынкам как развитых, так и развивающихся стран. В результате с начала марта по конец мая 2009 г.

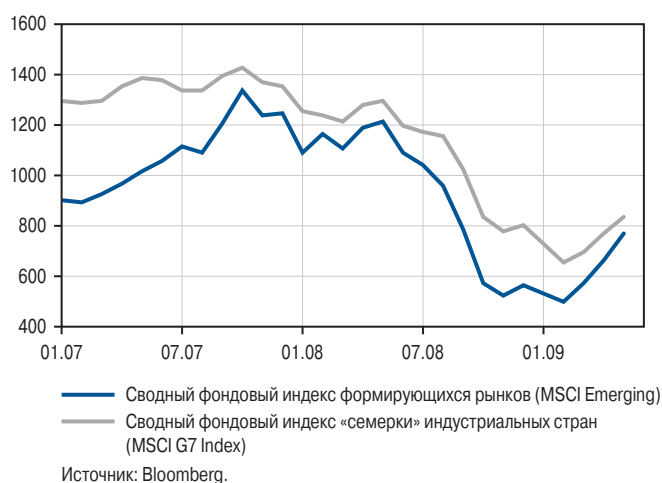
практически на всех региональных площадках котировки акций отыграли понесенные за январь–февраль потери и вернулись к уровням конца 2008 года.

Заметное улучшение условий было отмечено и на кредитных рынках. Так, ставка по 3-месячным кредитам ЛИБОР опустилась ниже 1%. Уменьшились спреды по корпоративным и муниципальным облигациям, а также по облигациям некоторых развивающихся стран (в частности, разместить гособлигации сумели Мексика, Бразилия, Колумбия и ряд других государств). Сокращение спредов наблюдалось и в сегменте ценных бумаг, обеспеченных активами, в том числе потребительскими кредитами. Кроме того, в США ставки по 30-летним ипотечным кредитам опустились до уровня менее 5%, благодаря чему увеличилось количество сделок по рефинансированию жилищных кредитов.

Вместе с тем спреды по большинству перечисленных обязательств остаются сравнительно большими (если брать за основу докризисный уровень) в силу сохраняющейся озабоченности участников рынка состоянием финансовых институтов. Не закончен пока и процесс ужесточения условий выдачи кредитов населению и реальному сектору со стороны ведущих американских и европейских банковских институтов – об этом свидетельствуют опросы, проводимые монетарными властями США и ЕС. Во многом это объясняется ростом числа банкротств в реальном секторе.

Упомянутые сложности с получением кредитов, рост безработицы и вызванное им падение доходов населения препятствовали нормализации обстановки на рынках жилья, особенно в США, странах Западной, Восточной Европы и Прибалтики. На рынках этих стран по-прежнему уменьшались объемы продаж жилых домов и снижались цены на них (хотя и не такими высокими темпами, как ранее), никак не удавалось уменьшить количество нераспроданных объектов. Более того, появились признаки стремительно ухудшения ситуации в сегменте коммерческой недвижимости, в частности, в таких регионах, как Северная Америка, Европа и Азия.

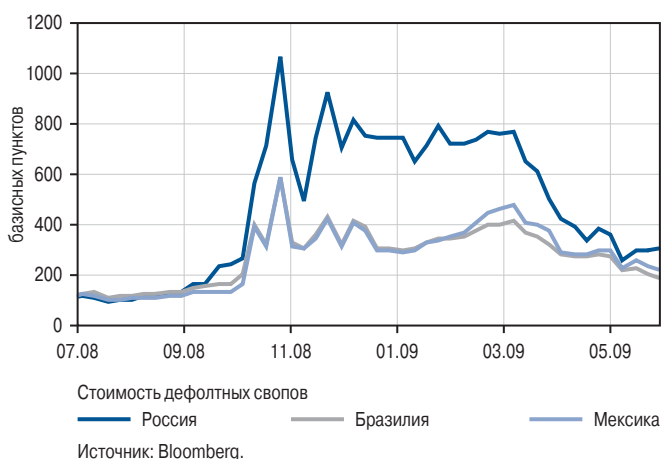
**...привели к улучшению ситуации на фондовых рынках как развитых, так и развивающихся стран...**



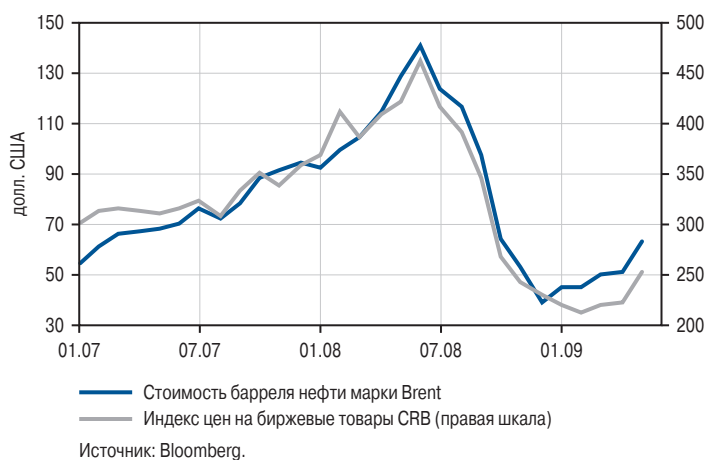
**...и снижению напряженности на финансовых рынках**



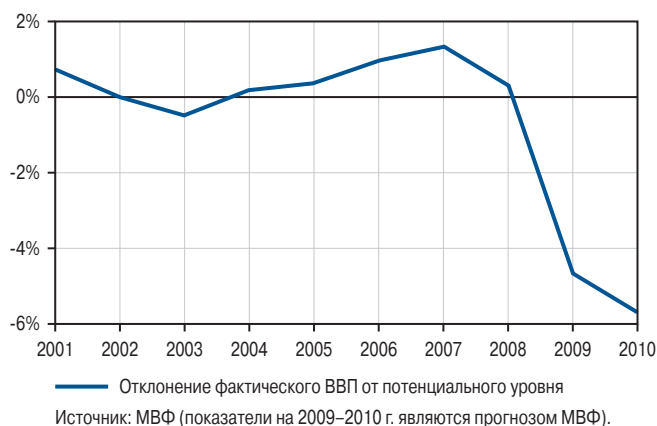
**Опасения относительно платежеспособности стран с формирующимися рынками пошли на убыль после улучшения их платежных балансов**



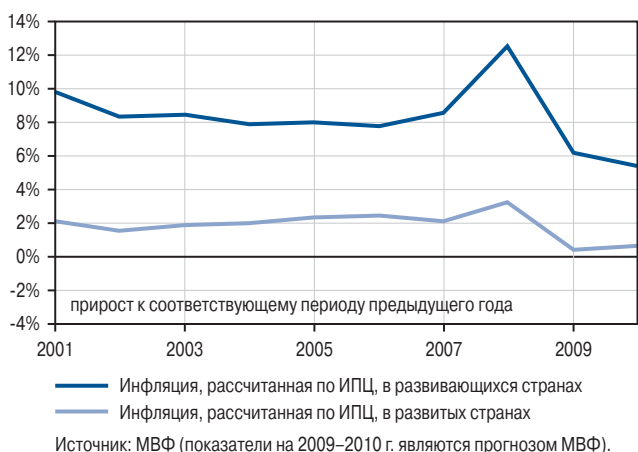
### Несмотря на недавний рост цен на товарных и сырьевых рынках, они остаются ниже докризисных отметок



### В развитых странах стремительно растут незадействованные производственные мощности



### Задача борьбы с дефляцией выходит на первый план для монетарных властей ведущих стран



В рассматриваемый период в большинстве регионов мира продолжалось ослабление инфляционного давления. Более того, в ведущих развитых странах возникла реальная угроза дефляции вследствие сохранения низких цен на сырьевые товары из-за падения глобального спроса на них, избытка незадействованных производственных мощностей и трудовых ресурсов.

Для предупреждения дефляции монетарные власти США, Японии, Соединенного Королевства и Швейцарии с марта 2009 г. приступили к активному использованию такого нетрадиционного метода денежно-кредитной политики, как управление уровнем денежной базы (quantitative easing), в основном путем масштабных покупок долгосрочных государственных облигаций. Возможность задействования этого инструмента в обозримой перспективе не исключают представители Европейского центрального банка, центральных банков Канады, Швеции и ряда других развитых стран.

Помимо монетарной политики правительства ведущих развитых и развивающихся стран делали упор на фискальные меры стимулирования экономической активности. Знаковым событием в этой связи стал апрельский саммит Группы 20 в Лондоне, по итогам которого были приняты решения о доведении к концу 2010 г. объемов фискального стимулирования ключевых экономик до 5 трлн. долл. США, а также существенном увеличении ресурсов МВФ (в 3 раза – до 750 млрд. долл. США) и других международных финансовых организаций.

Обратной стороной принимаемых властями США, Японии, Соединенного Королевства и других развитых стран беспрецедентных мер по стимулированию экономики стал резкий рост бюджетного дефицита и государственного долга. Это породило среди участников рынка опасения, что со временем над этими странами может нависнуть угроза снижения кредитного рейтинга. Кроме того, инвесторы не склонны сбрасывать со счетов вероятность раскручивания инфляционной спирали в среднесрочной перспективе властями ведущих стран для обесценения накопленного госдолга.



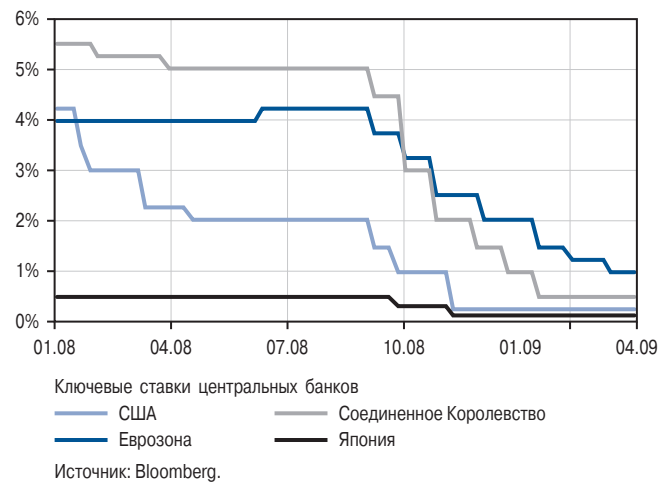
Распространение таких настроений, особенно на фоне общего роста интереса к более рискованным активам, привело к тому, что доходности долгосрочных гособлигаций США, Соединенного Королевства и других развитых стран, ощутимо снизившиеся в первые недели после начала операций по их покупке центральными банками, в апреле–мае 2009 г. возобновили свой рост.

В то же время доходности краткосрочных гособлигаций США, Японии, стран еврозоны и Соединенного Королевства оставались низкими, отражая уверенность инвесторов в сохранении базовых ставок этих стран неизменными в течение ближайших кварталов. Весьма характерна в этой связи проявившаяся в течение последних нескольких месяцев тенденция к росту популярности вложений в кратко- и среднесрочные гособязательства развитых стран (по сравнению с их долгосрочными облигациями) среди центральных банков Китая и других стран-экспортеров.

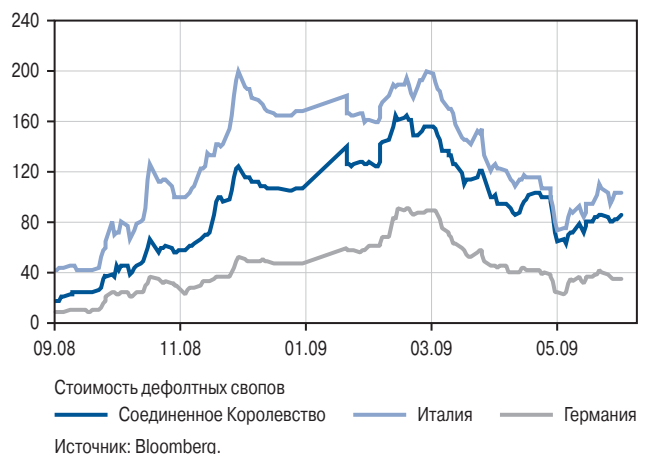
Несмотря на продолжающееся уменьшение потребления нефтепродуктов в ведущих развитых странах и высокий уровень складских запасов (последний существенно превышает усредненный показатель за последние 5 лет), цена нефтяных фьючерсов к концу мая 2009 г. превысила 65 долл. США за баррель, что означает почти 50-процентный рост по сравнению с минимумами 5-месячной давности. Остановить повышение цен не удастся, несмотря на пессимистичные прогнозы Международного энергетического агентства и других международных организаций, предупреждающих о вероятном сокращении потребления нефти развитыми странами в 2009 г. примерно на 2,4 млн. баррелей в сутки.

Большинство экспертов сходятся во мнении, что важную роль в удорожании нефтепродуктов играет повышение активности финансовых спекулянтов на нефтяном рынке, а также ослабление доллара США по отношению к евро и другим ключевым валютам. Схожая картина наблюдается на рынке металлов, где также проявилось желание некоторых групп инвесторов застраховаться на случай возможного всплеска инфляции или дальнейшего ослабления доллара. Свой вклад в удорожание алюминия, меди и других цветных

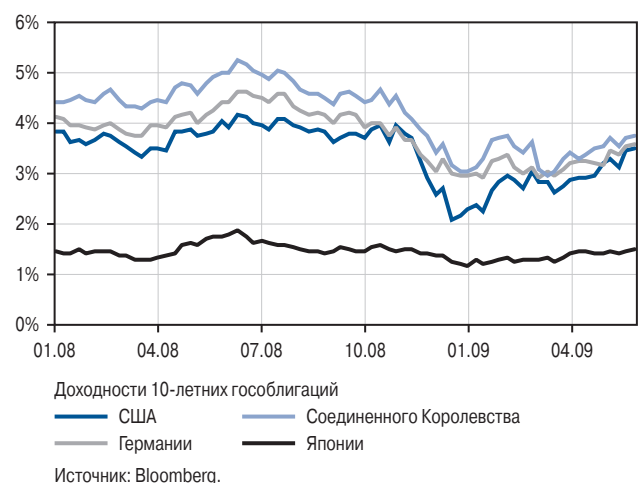
### В условиях минимальных ставок центральные банки развитых стран переходят к использованию нетрадиционных методов денежно-кредитной политики



### Рост стоимости дефолтных свопов ряда развитых стран отражает обеспокоенность инвесторов ухудшением ситуации в бюджетной сфере

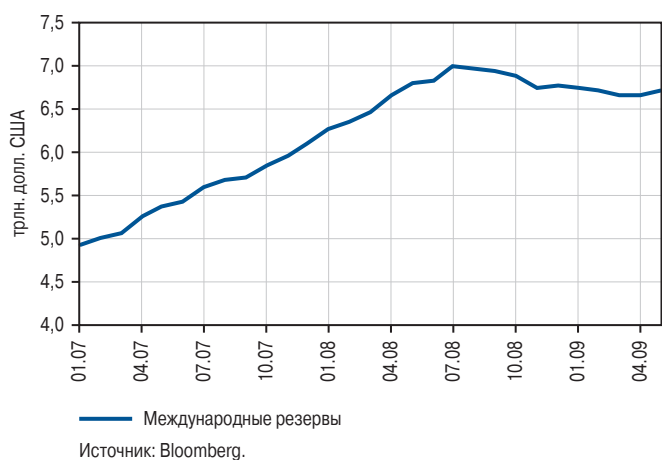


### Доходности 10-летних гособлигаций возобновили свой рост, несмотря на их активную скупку центральными банками

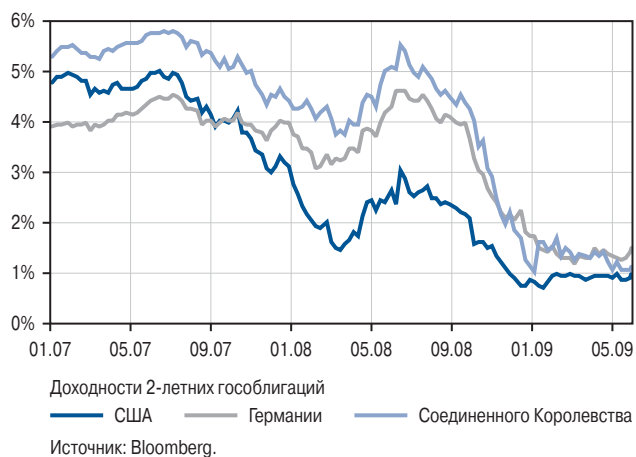




### Прекращение роста международных резервов привело к корректировке инвестиционных стратегий их крупнейших держателей



### Доходности 2-летних гособлигаций пока остаются на низких уровнях, в том числе благодаря спросу со стороны центральных банков крупнейших стран-экспортеров



### Спрос на международные грузовые перевозки несколько оживился после рекордного спада в конце 2008 года



металлов внесли активное пополнение запасов китайскими предприятиями и рост стоимости фрахтовых перевозок (индекс фрахтовых перевозок Baltic Dry с начала 2009 г. вырос на 228%).

Упомянутое выше повышение склонности инвесторов к риску оказало мощное воздействие на валютные рынки. Если на протяжении января–февраля 2009 г. доллар США укреплялся по отношению к евро и другим ведущим валютам, то начиная с марта американская валюта заметно ослабила свои позиции. Дополнительными факторами ослабления доллара стали опасения инвесторов, вызванные стремительным раздуванием бюджетного дефицита и госдолга США, а также неопределенность относительно возможных масштабов и сроков действия «нестандартных» мер денежно-кредитной политики Федеральной резервной системы.

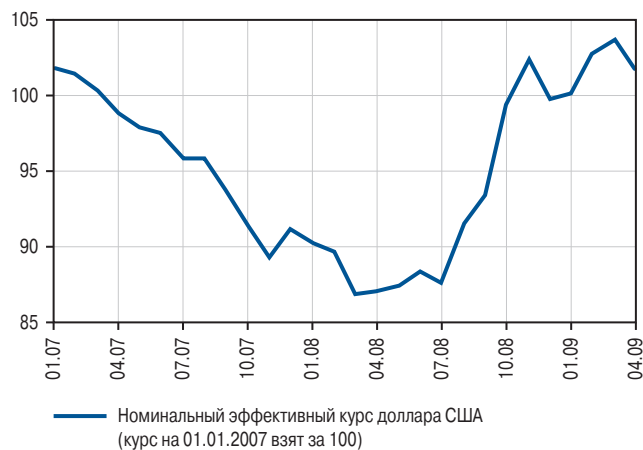
В период с марта по май текущего года существенно повысилась привлекательность валют стран – экспортеров сырья (например, канадского и австралийского долларов) и ведущих развивающихся стран (в частности, бразильского реала, индийской и индонезийской рупий и пр.). В значительной степени этому способствовали улучшение платежных балансов упомянутой группы стран в связи с ростом цен на сырьевые товары и резким уменьшением внутреннего спроса и импорта.

В целом же большинство аналитиков международных финансовых организаций (МВФ, Всемирный банк, ОЭСР) и ведущих коммерческих банков ожидают медленного восстановления глобальной экономики после кризиса. Одна из главных причин таких прогнозов – слабость финансовой системы и сохраняющиеся трудности с привлечением банками нового капитала (без помощи государства), осложняющие задачу поддержки реального сектора. При этом ожидается, что американская и китайская экономики первыми оправятся от последствий глобальной рецессии, после чего начнется оживление экономической активности в Европе и восстановление мировой торговли в целом.

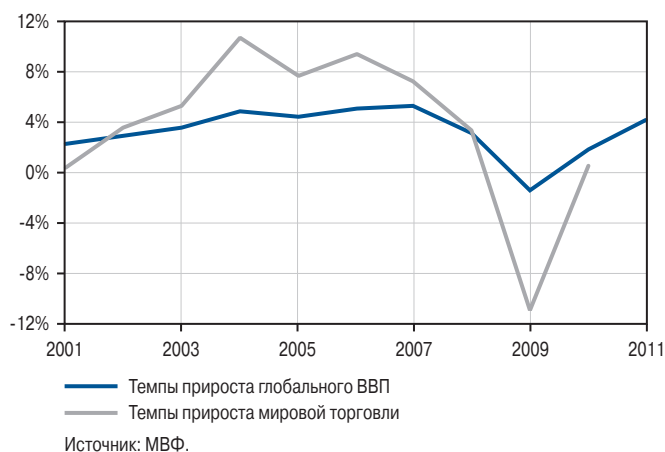
Согласно последнему прогнозу МВФ спад глобального ВВП в 2009 г. составит

1,3%, а в 2010 г. сменится ростом, который составит порядка 1,9%. При этом общий размер убытков финансовых институтов (включая банки, страховые компании, пенсионные и хедж-фонды) оценивается МВФ в 4 трлн. долл. США. Многие будут зависеть от того, насколько эффективными окажутся принимаемые ведущими странами меры государственной поддержки экономики. Несмотря на появление отдельных признаков стабилизации в промышленном секторе, признаков устойчивого оживления потребительского спроса в ведущих странах пока нет, а рост потребительских расходов сдерживается возросшей склонностью населения к сбережениям, что вполне закономерно в кризисных условиях.

### Рост оптимизма инвесторов и усиление их склонности к риску способствовали ослаблению позиций доллара США



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



**Таблица 2.1. Основные макроэкономические индикаторы некоторых стран по итогам I квартала 2009 года**

Страна	ВВП на душу населения, тыс. долл. США <sup>1</sup>	Темп прироста реального ВВП, в 2008 г., %	Темп роста потребительских цен, % в год	Уровень безработицы на конец периода, %	Сальдо торгового баланса в 2008 г., % ВВП	Ключевая ставка денежно-кредитной политики на 01.06.2009, % годовых
США	46,9	1,1	-0,4	8,5	-4,7	0,25
Экономический и валютный союз	39,6	0,7	0,6	8,9	1,4	1,00
Соединенное Королевство	43,8	0,7	2,9	7,1	-1,7	0,50
Япония	38,6	-0,6	-0,3	4,8	3,2	0,10
Китай	3,3	9,0	-1,2	4,3	10,0	5,31
<b>Россия</b>	<b>11,8</b>	<b>5,6</b>	<b>14,0</b>	<b>9,5</b>	<b>6,1</b>	<b>9,00</b>

**Таблица 2.2. Валютные резервы центральных банков по состоянию на 1 апреля 2009 года<sup>2</sup>**

	Страна	Объем резервов, млрд. долл. США	Доля в совокупных мировых резервах, %	Прирост за год, %
1	Китай	1 953,7	29,4	16,1
2	Япония	989,7	14,9	0,2
3	Россия	388,0	5,8	-24,2
4	Тайвань	300,1	4,5	4,6
5	Индия	241,6	3,6	-19,2
6	Бразилия	202,5	3,0	3,7
7	Южная Корея	206,3	3,1	-21,9
8	Гонконг	186,2	2,8	15,9
9	Сингапур	166,3	2,5	-6,3
10	Алжир	140,0	2,1	13,4
<i>Справочно</i>				
	США	40,3	0,6	-20,2
	Европейский центральный банк	52,3	0,8	7,0
	Германия	38,1	0,6	-12,8
	Соединенное Королевство	37,1	0,6	-11,4
	Франция	21,7	0,3	-54,3
	Италия	33,8	0,5	18,4
	<i>Совокупный объем резервов</i>	<i>6 647,5</i>	<i>100</i>	<i>3,0</i>

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

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

## 2.2. Соединенные Штаты Америки

Данные об основных экономических показателях в США в первой половине 2009 г. представляют противоречивую картину состояния экономики: в то время как показатели реального сектора остаются крайне низкими, индикаторы настроений, а также ряд показателей финансового сектора растут на захлестнувшей мир волне оптимизма.

Уровень безработицы продолжает повышаться. В мае текущего года значение данного показателя составило 9,4%. За этот месяц экономика США потеряла 345 тыс. рабочих мест. В то же время с начала 2009 г. снижение занятости замедляется, что может расцениваться как положительная динамика. Однако это лишь первые признаки некоторого улучшения ситуации – до стабилизации рынка труда пока еще далеко.

Американский рынок недвижимости, возможно, приближается к точке перелома. На протяжении двух месяцев подряд (в апреле и мае 2009 г.) индекс деловой конъюнктуры строительной отрасли демонстрирует небольшой рост. Объемы строительства и продажи жилья относительно стабилизировались на текущих низких уровнях. Продолжают снижаться цены на жилье.

Вместе с тем начиная с весны текущего года публикуются достаточно позитивные данные об изменении индексов деловой активности и ожиданий потребителей. При этом значения индексов деловой активности растут как в производственной сфере, так и в сфере услуг. Все это может свидетельствовать о том, что ослабление американской экономики замедлилось. Второй месяц подряд заметно увеличивается также индекс уверенности потребителей в США. Повышение данного показателя обусловлено главным образом ростом подиндекса ожиданий изменения ситуации в будущем, в то время как оценка текущего экономического положения изменилась незначительно.

Рост оптимизма потребителей привел к увеличению расходов домохозяйств. В результате прирост потребительских расходов в I квартале 2009 г. был положительным. Вме-

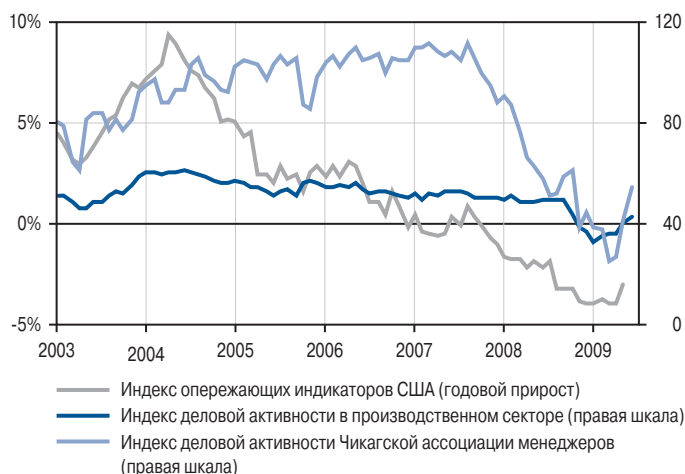
### Несмотря на продолжение роста безработицы, снижение уровня занятости в США в 2009 году начинает замедляться



### Показатели рынка жилья в I квартале 2009 года стабилизировались на исторически низких уровнях



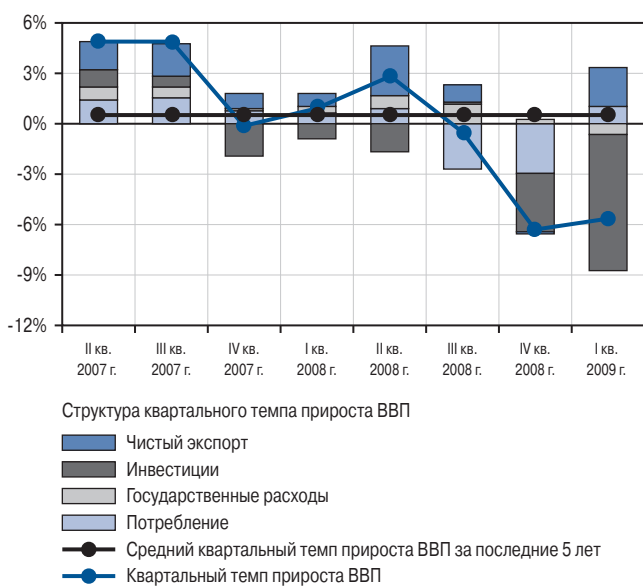
### Рост оптимизма в потребительском секторе и в деловых кругах США...



### ...оказал стимулирующее влияние на динамику потребительских расходов домохозяйств...



### ...но не смог компенсировать негативного воздействия на экономику США сокращения объема инвестиций в I квартале 2009 года



### Ослабление экономики способствует снижению инфляционного давления



сте с тем негативные тенденции на рынке труда ограничивают потенциал дальнейшего увеличения потребительских расходов в 2009 году.

ВВП США в I квартале 2009 г. сократился на 5,5% в годовом исчислении. Существенный вклад в снижение данного показателя внесло сокращение инвестиций. Экспорт товаров и услуг в I квартале уменьшился на 8,8% по сравнению с предыдущим кварталом, в то время как импорт за этот период сократился на 10,7%. Это привело к тому, что вклад показателя прироста *чистого экспорта* в динамику ВВП США в I квартале 2009 г. оказался положительным. Небольшой рост потребительских расходов вместе с изменением чистого экспорта отчасти компенсировали столь резкое падение инвестиций.

Поскольку уменьшаются как потребительский спрос, так и объемы международной торговли, в ближайшие месяцы государственные расходы будут единственной поддержкой американской экономики. В связи с этим большое значение приобретают объемы и эффективность принимаемых властями мер стимулирования экономики (например, программа ARRA по развитию инфраструктуры и здравоохранения), основная часть которых запланирована на II–III кварталы 2009 года.

Ослабление экономики способствует снижению показателей инфляции. Прирост *индекса потребительских цен* (ИПЦ) в годовом выражении в апреле составил  $-0,7\%$  (в марте 2009 г. он был равен  $-0,4\%$ ). Исторически инфляция является запаздывающим индикатором по отношению к экономическому росту. Замедление падения выпуска на фоне весеннего роста мировых цен на энергоносители позволяет предположить, что снижение темпов роста цен в ближайшем будущем может прекратиться.

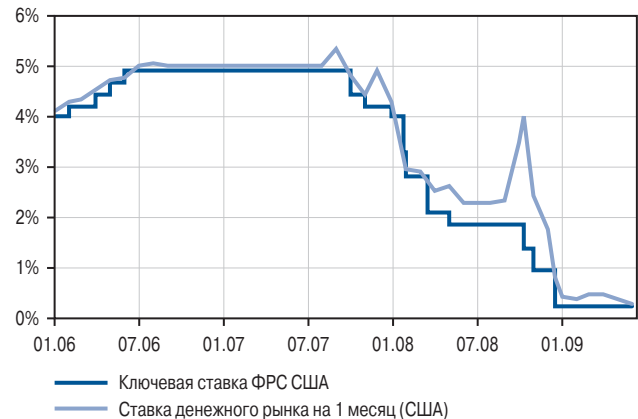
ФРС США с декабря 2008 г. поддерживает целевой ориентир *ключевой ставки* в интервале  $0-0,25\%$  и заявляет о намерении сохранять ее на низком уровне в течение продолжительного периода. В пояснительной записке к заседанию Комитета по открытым рынкам ФРС США представителями финансовых властей было отмечено, что темпы экономического спада снижаются и что в некоторых сферах

экономики намечаются признаки улучшения ситуации. В целом высказывания руководителей ФРС США выдержаны в сдержанно оптимистичной тональности.

Переход финансовых властей страны фактически к политике нулевых процентных ставок вынуждает ФРС США принимать для поддержки рынков нестандартные меры, такие как программа поддержки кредитования бизнеса и населения путем предоставления займов под залог ценных бумаг, обеспеченных соответствующими кредитами (TALF), или выкуп долгосрочных казначейских облигаций США для снижения процентных ставок на длинном участке кривой доходности. Однако, несмотря на усилия правительства, доходности долгосрочных бумаг за первые пять месяцев 2009 г. существенно выросли.

Динамика ставок на рынке государственных ценных бумаг США в 2008–2009 гг. определялась состоянием мировых рынков. Частичная стабилизация ситуации на мировых финансовых рынках в середине 2008 г. сменилась, в связи с банкротством финансовой компании Lehman Brothers, ожиданиями смягчения денежно-кредитной политики вместе с очередной волной «бегства в качество» мировых инвесторов. Это привело к снижению доходностей государственных ценных бумаг США к концу 2008 г. до исторических минимумов. В результате возникновения оптимистических настроений относительно перспектив американской экономики весной 2009 г. и сопутствующего роста спроса инвесторов на рискованные активы доходности казначейских облигаций США значительно выросли.

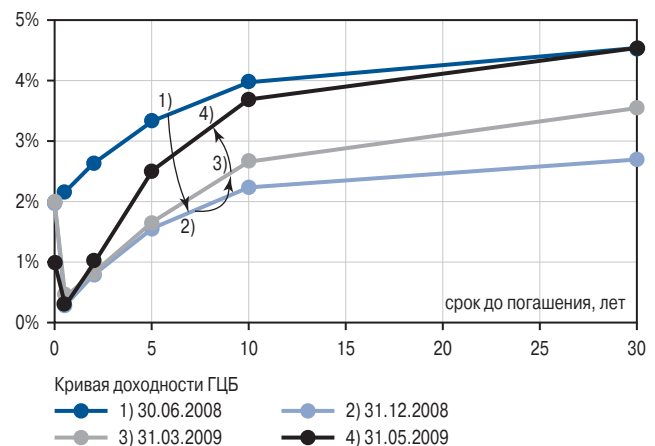
### Политика низких процентных ставок вынуждает ФРС США применять для поддержки американских рынков нестандартные меры



### Несмотря на усилия правительства США по выкупу долгосрочных казначейских облигаций, доходности долгосрочных ценных бумаг растут



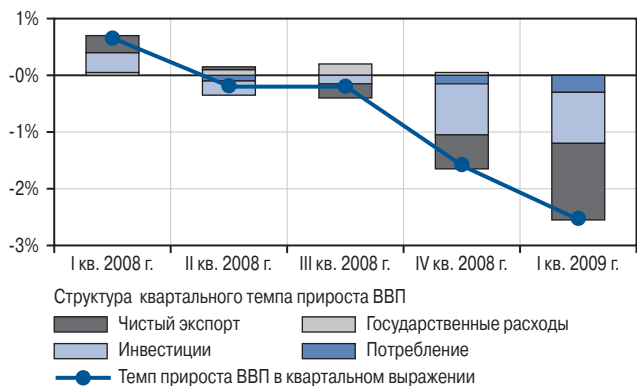
### Снижение ставок на рынке государственных ценных бумаг США до исторических минимумов во второй половине 2008 года в первой половине 2009 года сменилось ростом ставок вдоль всей кривой доходности





### 2.3. Экономический и валютный союз

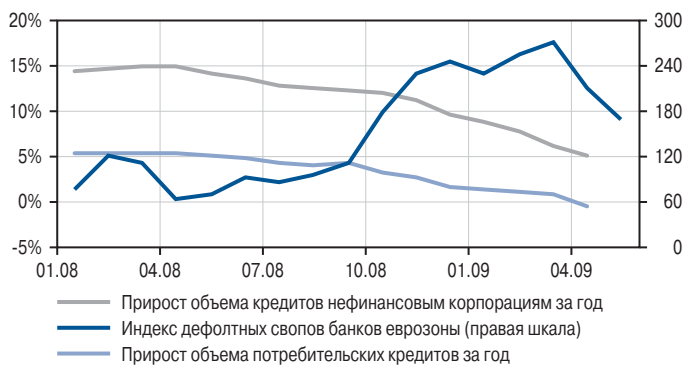
**Экономика еврозоны переживает период глубокой рецессии. В I квартале 2009 года снижение продемонстрировали все компоненты ВВП**



**В результате снижения мирового спроса на продукцию европейских экспортеров чистый экспорт сокращается...**



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



**Снижение спроса на труд влечет за собой рост безработицы, который, в свою очередь...**



Экономика еврозоны переживает самую серьезную рецессию за период после Второй мировой войны: ВВП четвертый квартал подряд падает возрастающими темпами. В результате в I квартале 2009 г. спад в экономике еврозоны оказался максимальным за всю историю наблюдений: ВВП сократился по отношению к предыдущему кварталу более чем на 2,5%.

Быстро снижаются все компоненты ВВП, связанные с потребительским спросом, как в странах еврозоны, так и за ее пределами – максимальный вклад в снижение ВВП по-прежнему вносит сокращение объемов чистого экспорта и инвестиций. Общемировой спад в экономике повлек за собой стремительное снижение зарубежного спроса на европейскую продукцию, и динамика индекса ожиданий экспортеров свидетельствует о том, что в ближайшие месяцы он будет оставаться низким.

В свою очередь, высокий уровень неопределенности на мировых финансовых рынках и недостаток ликвидных активов у большинства участников рынка способствовали сокращению предложения кредитов, а спад инвестиционной активности и потребительского спроса привели к снижению спроса на кредиты. В результате рост объема кредитования предприятий вновь замедлился, а объем выдаваемых потребительских кредитов в апреле 2009 г. впервые за весь период наблюдений сократился по отношению к соответствующему периоду предыдущего года. Кроме того, продолжает уменьшаться объем расходов домохозяйств – крупнейшего и в нормальных условиях наиболее стабильного компонента ВВП.

При этом в силу структурных и институциональных особенностей систем государственного управления стран еврозоны программы государственной поддержки экономики в этих странах отличаются относительно меньшим масштабом, чем в других развитых странах, и начинают действовать не сразу. Как следствие – государственные расходы увеличиваются недостаточно бы-

стро, для того чтобы стать значимым фактором роста ВВП.

На динамику потребительских расходов оказал влияние и быстрый рост безработицы. По мере ускорения снижения внешнего спроса на продукцию европейских экспортеров и падения инвестиционной активности в конце 2008 – начале 2009 г. спрос на труд также снижался ускоряющимися темпами. В результате с начала 2009 г. уровень безработицы вырос на 1 процентный пункт – до 9,2% в апреле 2009 года. При этом продолжающееся снижение индексов настроений работодателей свидетельствует о высокой вероятности дальнейшего роста безработицы.

Падение мировых цен на сырье и энергоносители относительно максимумов, достигнутых в середине 2008 года, общемировое замедление экономического роста и уменьшение потребительских расходов способствовали быстрому затуханию инфляционных процессов: так, за период с июня 2008 по май 2009 г. индекс потребительских цен не изменился (0,0%). При этом базовая инфляция, не учитывающая эффекты изменения цен на продукты питания и энергоносители, также начала снижаться: в 2009 г. средний уровень базовой инфляции по отношению к соответствующему периоду предыдущего года составил 1,6% по сравнению с 1,8% в 2008 году.

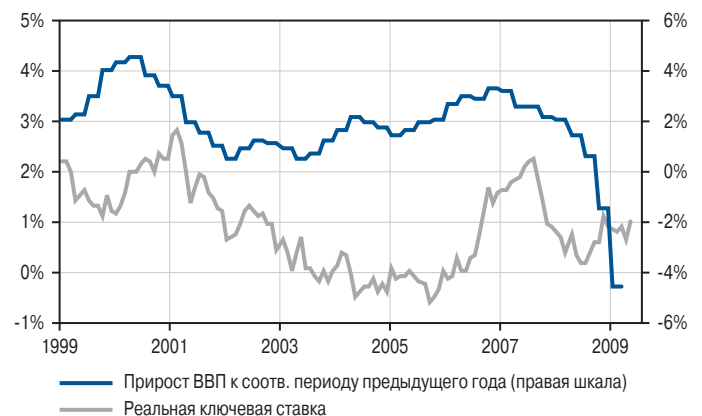
Дальнейшее ухудшение ситуации в экономике вынудило ЕЦБ на заседаниях 2 апреля и 7 мая 2009 г. продолжить цикл снижений ставок – ключевая ставка на каждом из заседаний была снижена еще на 0,25 процентного пункта и составила 1%. Тем не менее из-за быстрого падения темпов инфляции уже осуществленных снижений ключевой ставки ЕЦБ оказалось недостаточно для того, чтобы реальные ставки процента упали до уровня, необходимого для стимулирования экономического роста (в ходе кризиса 2001–2003 гг. ускорения экономического роста удалось добиться только после снижения ключевой ставки в реальном выражении практически до нуля).

Несмотря на крайне тяжелую ситуацию в реальном секторе, весной 2009 г. появились заметные признаки улучшения ситуации на

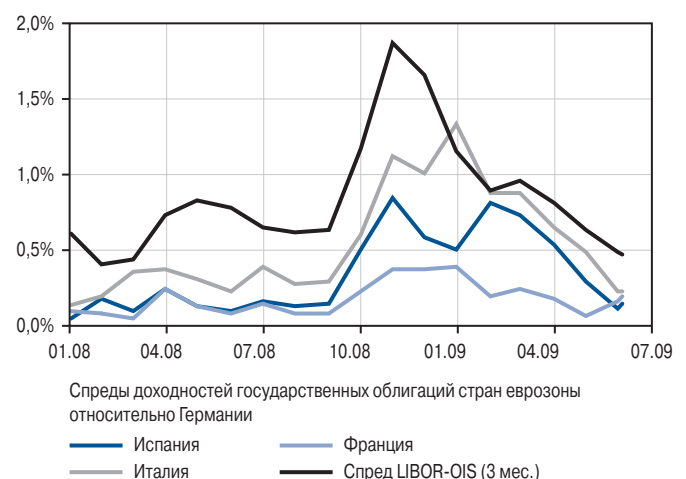
### ...становится фактором уменьшения объема потребительских расходов и снижения уровня инфляции



### Падение инфляции происходит столь быстро, что реальная ставка процента не снижается, несмотря на резкое уменьшение ключевой ставки в номинальном выражении

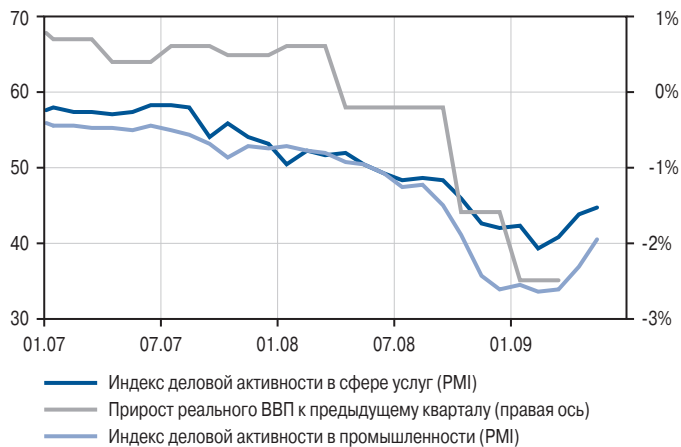


### Хотя ситуация в реальном секторе остается крайне тяжелой, в апреле–мае 2009 г. появились заметные признаки улучшения ситуации на финансовых рынках...





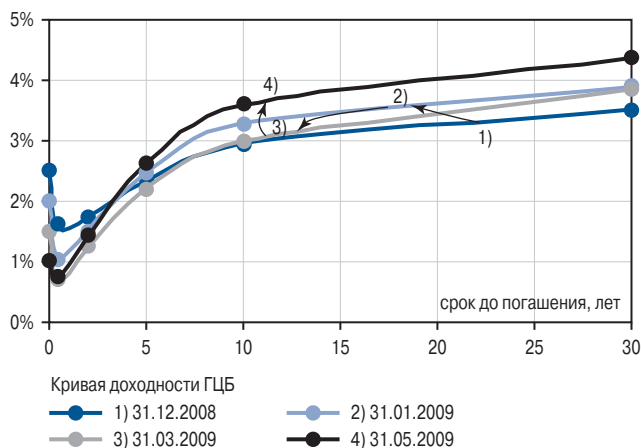
**В результате улучшились ожидания как потребителей, так и производителей в разных секторах экономики (что при сохранении сложившейся тенденции может способствовать замедлению спада ВВП)...**



**...а чистая доля кредитных организаций, ужесточающих условия кредитования, несколько сократилась**



**...на краткосрочном участке кривой доходности ее значения уменьшались вслед за снижениями ключевой ставки ЕЦБ, на средне- и долгосрочном участках они росли по мере усиления оптимистических настроений участников рынка**



финансовых рынках. Отчасти в результате осуществляемых ЕЦБ и правительствами стран еврозоны мер по нормализации ситуации на денежных рынках и улучшению финансового состояния компаний банковского сектора, отчасти вследствие общемировой тенденции к улучшению настроений инвесторов неопределенность на рынках снизилась, а уровень взаимного доверия участников рынка вырос, что обусловило сокращение страновых спредов доходностей государственных облигаций и снижение премий за риск в целом.

В результате улучшились ожидания как потребителей, так и производителей в разных секторах экономики относительно изменений ситуации в будущем: индексы деловой активности и настроений потребителей заметно выросли относительно минимумов, отмеченных в феврале–марте 2009 г., хотя их абсолютные значения свидетельствуют о продолжающемся замедлении роста экономики. Кроме того, хотя чистая доля кредитных организаций, ужесточающих условия кредитования, уменьшилась, ее значения остаются в положительной области. При сохранении данных тенденций в ближайшие месяцы можно ожидать замедления падения ВВП.

Ухудшение ситуации в экономике и снижение ключевой ставки ЕЦБ обусловили уменьшение ставок на краткосрочном участке *кривой доходности*. В свою очередь, рост оптимистических настроений участников рынка способствовал повышению ставок на средне- и долгосрочном участках кривой доходности в большинстве развитых стран, в том числе и в странах еврозоны.

## 2.4. Соединенное Королевство

К началу июня 2009 г. улучшения фундаментальных показателей в экономике Соединенного Королевства не наблюдалось. По итогам I квартала 2009 г. ВВП страны уменьшился на 1,9% к предыдущему кварталу, или на 4,1% за год. Сокращение промышленного производства в марте составило 12,4% к предыдущему году.

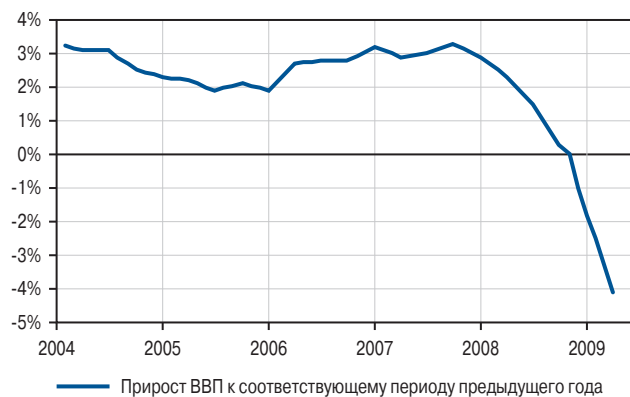
В то же время индикаторы деловой активности, достигшие в конце 2008 г. исторических минимумов, с начала текущего года демонстрируют уверенный рост. Так, индекс деловой активности сектора услуг вырос с ноября 2008 г. на 8,6 пункта и составил в апреле текущего года 48,7. Индекс деловой активности промышленного сектора повысился за полгода на 10 пунктов – до 45,4 в мае текущего года.

Признаки оживления появились также на рынке недвижимости. Несмотря на то что в апреле цены вновь упали на 1% (что соответствует снижению на 20% относительно пикового значения в октябре 2007 г.), показатели активности в данном секторе растут: увеличилось число запросов на покупку жилья, одобренных заявок на покупку недвижимости в кредит, а также количество сделок.

Позитивные изменения настроений экономических агентов говорят об ожидании ими постепенной нормализации экономической ситуации в Соединенном Королевстве. Однако такое восстановление, скорее всего, будет достаточно длительным.

Показатели рынка труда Соединенного Королевства на протяжении первой половины 2009 г. продолжали демонстрировать отрицательную динамику. Данные по рынку труда за март–апрель оказались существенно хуже ожидаемых. Так, уровень безработицы в марте вырос до 7,1%, что является самым высоким уровнем данного показателя за период с августа 1997 года. В апреле 2009 г. продолжился рост количества обращений за пособиями по безработице. Участники рынка ожидают дальнейшего ухудшения состояния рынка труда.

**В I квартале 2009 года в экономике Соединенного Королевства продолжалась рецессия: ВВП страны снизился на 4,1% к предыдущему году**



**В то же время индикаторы деловой активности и потребительских настроений с начала 2009 года продолжают уверенно расти, что говорит об ожидаемой нормализации ситуации в экономике**



**Однако восстановление, скорее всего, будет длительным**

**Одним из факторов риска является неопределенность в отношении перспектив потребления в условиях ухудшения ситуации на рынке труда**



**Динамика ИПЦ подтверждает опасения Банка Англии по поводу уменьшения инфляции до значений ниже целевого уровня, в связи с чем сохраняется необходимость проведения стимулирующей монетарной политики**



**Во II квартале 2009 года Банк Англии сохранял базовую ставку неизменной, основное внимание уделяя реализации Программы покупки активов**

**В результате объем резервов коммерческих банков на счетах в Банке Англии значительно возрос. Их увеличение является сейчас основным каналом роста денежной базы**



**В мае 2009 года рейтинговое агентство Standard & Poor's изменило прогноз суверенного рейтинга Соединенного Королевства со «стабильного» на «негативный». Основной причиной этого стала опасность чрезмерного роста госдолга и неопределенность намерений Правительства относительно его уменьшения**

Банк Англии в очередной раз пересмотрел свои прогнозы роста ВВП на ближайшие два года. Во II квартале ожидается дальнейшее уменьшение ВВП, что связано с ухудшением показателей рынка труда и неопределенностью в отношении будущих объемов потребления.

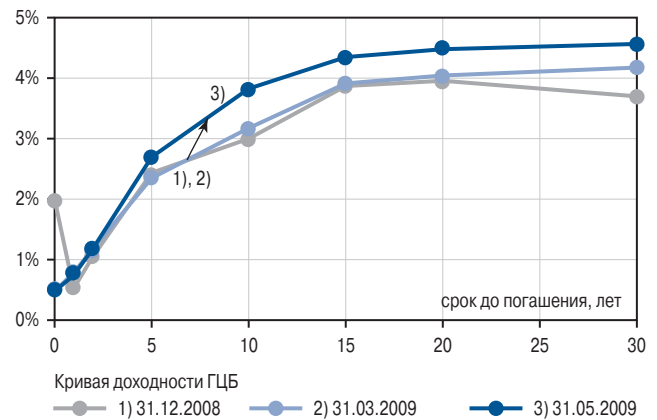
В январе–апреле 2009 г. инфляция в потребительском секторе Соединенного Королевства продолжала замедляться, достигнув в апреле уровня 2,3%. По прогнозам Банка Англии, во второй половине 2009 г. ИПЦ может опуститься ниже целевого значения.

После снижения *ключевой ставки* в I квартале 2009 г. до 0,5% во II квартале Банк Англии сохранял ее на этом уровне и основное внимание уделял реализации Программы покупки активов, начатой в марте текущего года в целях увеличения предложения денег и улучшения функционирования кредитных рынков. В мае текущего года было принято решение расширить Программу с изначально утвержденных 75 млрд. фунтов стерлингов до 125 млрд. фунтов стерлингов. К началу июня 2009 г. объем выкупленных активов составил 79,8 млрд. фунтов стерлингов, из которых 77 млрд. фунтов стерлингов пришлось на покупку средне- и долгосрочных государственных облигаций. Эти меры денежно-кредитной политики еще больше увеличат денежную базу, которая значительно выросла с середины 2008 г. за счет роста резервов коммерческих банков на счетах в Банке Англии.

В мае 2009 г. рейтинговое агентство Standard & Poor's изменило прогноз суверенного рейтинга Соединенного Королевства со «стабильного» на «негативный». Основной причиной этого стало ожидаемое увеличение государственного долга и рост неопределенности относительно того, будет ли Правительство Соединенного Королевства в дальнейшем проводить бюджетно-налоговую политику, способствующую снижению долга до безопасного уровня (по прогнозам агентства, отношение чистого государственного долга Соединенного Королевства к ВВП может достигнуть 100% и оставаться на этом уровне в среднесрочной перспективе).

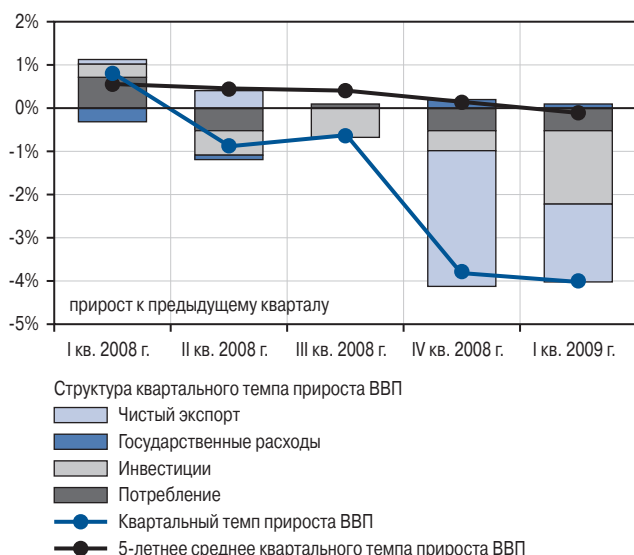
В I квартале 2009 г. кривая доходности государственных ценных бумаг Соединенного Королевства изменялась незначительно, затем в апреле–мае кривая сместилась вверх на средне- и долгосрочном участке под влиянием оптимистичных настроений участников рынка.

**В I квартале 2009 года кривая доходности государственных ценных бумаг менялась незначительно, затем в апреле–мае доходности средне- и долгосрочных облигаций выросли под влиянием оптимистичных настроений участников рынка**

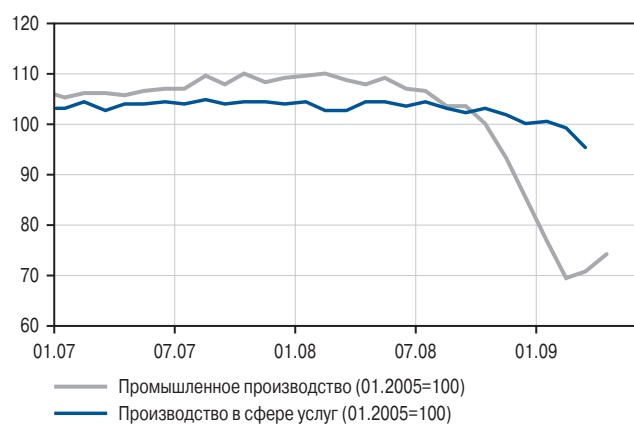


## 2.5. Япония

**В I квартале 2009 года ВВП Японии сократился на 4,0%, в основном за счет чистого экспорта и инвестиций**



**В марте 2009 года появились признаки восстановления выпуска промышленной продукции, однако производство в сфере услуг продолжает сокращаться**



**В условиях растущей безработицы и снижения реальной заработной платы наблюдалось уменьшение потребительских расходов**



В январе–мае 2009 г. экономика Японии демонстрировала в основном отрицательную динамику.

По итогам I квартала текущего года было зафиксировано сокращение ВВП Японии на 4,0% к предыдущему кварталу (–9,1% за год), что хуже показателей остальных развитых стран. Единственным растущим компонентом ВВП были государственные расходы (они увеличились на 0,1%). Основной вклад в уменьшение ВВП внесли *чистый экспорт* (–1,8%) и частные инвестиции (–1,7%).

В условиях существенного снижения как зарубежного, так и внутреннего спроса в январе–феврале 2009 г. японские компании продолжали сокращать выпуск продукции. Однако начиная с марта 2009 г. промышленное производство начало расти: в марте прирост составил 1,5%, в апреле – 5,2% относительно предыдущего месяца. Рост промышленного производства был обеспечен увеличением спроса со стороны азиатских стран и США. Обесценение иены также оказало поддержку японскому экспорту: среднемесячный номинальный эффективный курс иены в январе–мае 2009 г. снизился на 9,2%.

В отличие от промышленности, производство в сфере услуг продолжает уменьшаться (–4,0% за I квартал 2009 г.). В наибольшей мере сократились объемы оптовой торговли, информационных и коммуникационных услуг. С начала года продолжают уменьшаться объемы розничной торговли (–3,7% в апреле 2009 г.), что означает более глубокое проникновение кризиса в потребительскую сферу.

В январе–апреле 2009 г. безработица выросла с 4,1 до 5,0%. Кроме того, несмотря на дефляцию (прирост индекса потребительских цен составил 0,0% в январе и –0,1% в апреле 2009 г.) заработная плата в реальном выражении продолжает сокращаться (хотя и меньшими темпами), что оказывает понижающее влияние на динамику потребительских расходов.

Несмотря на ухудшение состояния рынка труда, индексы настроений потребителей в течение января–апреля 2009 г. росли, что

говорит об ожиданиях восстановления потребительского спроса. Индикаторы деловой активности в промышленности и в сфере услуг также продолжают увеличиваться с начала 2009 года. Рост одного из таких индикаторов – индекса ожидаемых экономических условий – обычно позволяет предсказать за полгода переломные точки экономической динамики. Поэтому, возможно, восстановление японской экономики начнется уже во второй половине 2009 г. под влиянием как роста зарубежного и внутреннего спроса, так и начала действия программ государственной поддержки экономики.

В апреле правительство Японии обнародовало параметры нового плана стимулирования экономической активности размером 15 трлн. иен (порядка 3% ВВП)<sup>1</sup>. Такой объем стимулирующих мер оказался больше ожидаемого и в случае их реализации может внести существенный вклад в восстановление экономики Японии.

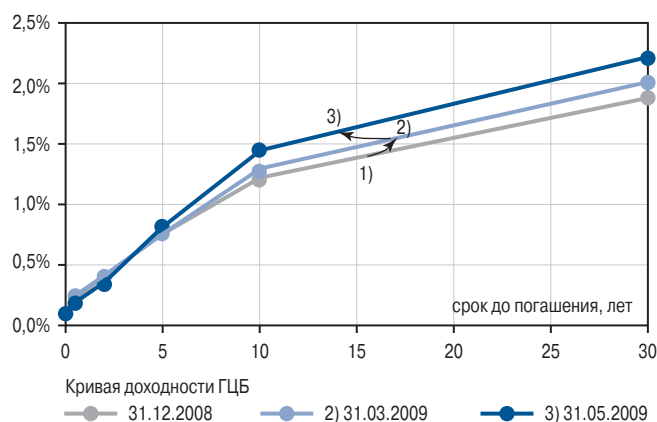
В этих условиях в апреле–мае 2009 г. Банк Японии продолжал удерживать ключевую ставку на уровне 0,1% и расширил комплекс мер по обеспечению стабильности финансового рынка.

В январе–мае 2009 г. доходности кратко- и среднесрочных гособлигаций остались на прежнем уровне, а долгосрочных (более 10 лет до погашения) – выросли вслед за ростом доходностей долгосрочных гособлигаций на рынках США и стран еврозоны, а также под воздействием ожидаемого увеличения объемов эмиссии госбумаг (в основном долгосрочных).

### Рост индексов настроений потребителей и индикаторов деловой активности указывает на возможность улучшения ситуации в японской экономике во второй половине 2009 года



### Доходности долгосрочных государственных ценных бумаг в январе–мае 2009 года выросли, повторяя динамику рынков США и еврозоны

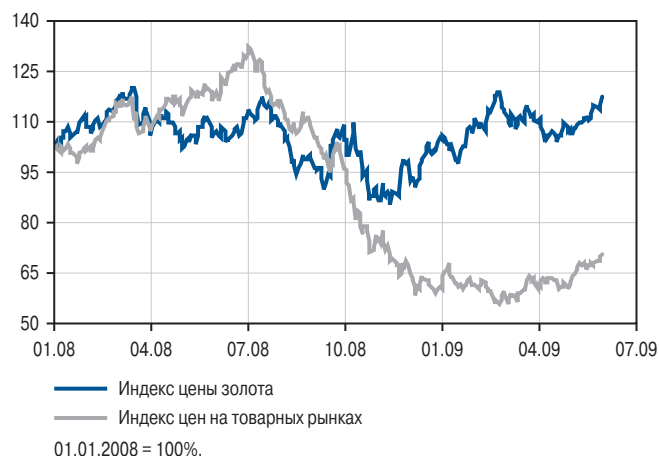


<sup>1</sup> Еще не утвержден Парламентом Японии.



## 2.6. Рынок золота

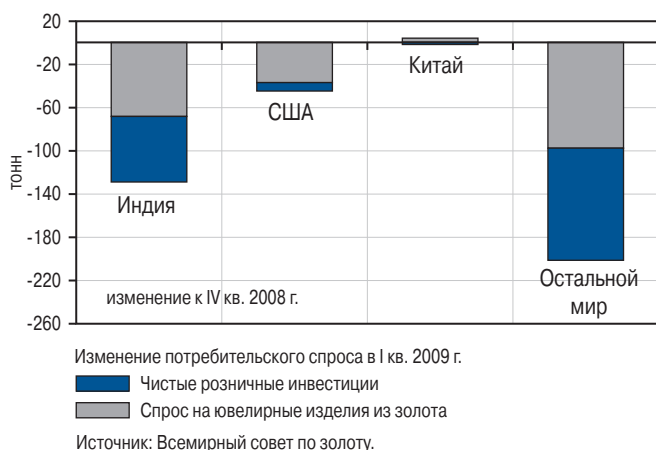
**В январе–мае 2009 года на рынке золота, как и на других товарных рынках, преобладала тенденция к росту цен...**



**...хотя в I квартале 2009 года спрос на металл упал в связи с резким сокращением потребности в нем ювелирной отрасли. Поддержку рынку оказал инвестиционный спрос со стороны биржевых паевых фондов...**



**...тогда как потребительский спрос, в том числе его инвестиционная составляющая, в I квартале 2009 года в большинстве стран снижались**



За первые пять месяцев 2009 г. золото подорожало на 11%. При этом в течение данного периода котировки металла демонстрировали высокую волатильность. В январе–феврале текущего года рост цены золота был обусловлен усилением напряженности на финансовом рынке и повышением привлекательности золота как надежного инвестиционного актива. С середины марта по апрель цены на металл опустились до уровня 900 долл. США за унцию, что было обусловлено относительной стабилизацией мировых фондовых рынков и перераспределением средств инвесторов в рискованные активы. Однако в мае котировки золота вновь устремились к отметке 1000 долл. США за унцию на фоне стремительного ослабления курса доллара к основным мировым валютам.

Рост цен на золото в январе–марте 2009 г. сопровождался повышением инвестиционного спроса в физическом выражении, объем которого, по данным Всемирного совета по золоту, возрос по сравнению с IV кварталом 2008 г. на 35%. При этом в структуре инвестиций резко увеличилась доля инвестиций посредством паевых фондов. Если в IV квартале 2008 г. основной спрос на золото предъявляли частные инвесторы (79%), то в январе–марте 2009 г. за счет роста в 4,9 раза инвестиций паевых фондов доля розничных покупок сократилась до 22%.

В то же время в условиях кризиса спрос на металл со стороны ювелирной отрасли снизился по отношению к IV кварталу 2008 г. на 38%, а со стороны промышленности и стоматологии – на 11% (по сравнению с январем–мартом 2008 г. последний показатель уменьшился на 31%). Мировой спрос на золото в I квартале 2009 г. в целом снизился по сравнению с IV кварталом 2008 г. на 6%, а доля спроса на золото со стороны промышленности сократилась до 41% по сравнению с 59% в предыдущем квартале.

Динамика потребительского спроса на золото на большинстве рынков в I квартале текущего года также оказалась негативной (кроме рынков Китая и Гонконга). В Индии, которая

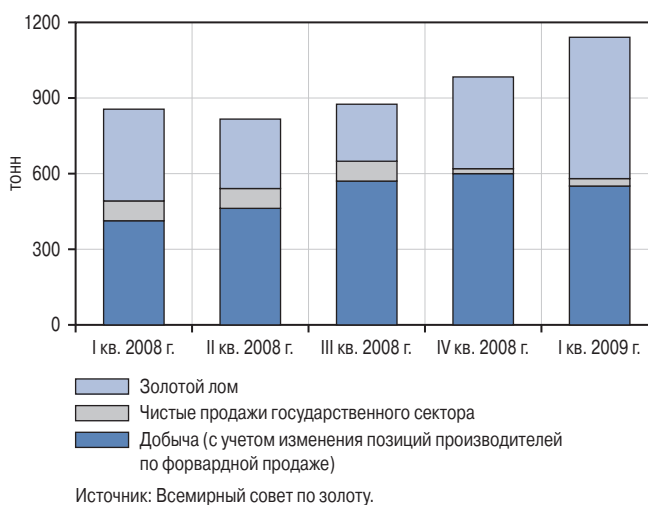
традиционно является крупнейшим мировым потребителем золота, из-за кризиса произошло максимальное за 20 лет снижение спроса на ювелирные украшения, а чистые розничные инвестиции впервые за историю наблюдений оказались отрицательными.

Предложение золота в весовом выражении в I квартале 2009 г. выросло на 17% относительно уровня IV квартала 2008 года. Это было обусловлено главным образом ростом предложения золотого лома на 54% в связи с ухудшением благосостояния населения в период рецессии, а также высоким уровнем цен. Продажи золота государственным сектором увеличились по сравнению с предыдущим кварталом на 119%, хотя их доля в совокупном объеме предложения составила всего 3%.

В апреле–мае 2009 г., по данным Standard Bank, динамика отдельных составляющих спроса и предложения золота стабилизировалась: объем вложений паевых фондов почти не менялся, а рост продаж золотого лома замедлился.

В ближайшие месяцы важную роль на рынке золота будут играть операции центральных банков. В апреле Китай заявил о намерении постепенно увеличивать свои вложения в золото. Кроме того, в ближайшие месяцы должно быть принято новое Соглашение о золоте. (Соглашение о золоте 2004 г., заключенное после окончания срока Вашингтонского соглашения о золоте, подписанного 15 центральными банками Европы и ограничившего величину продажи ими золота, прекращает свое действие 26 сентября 2009 года.)

**Предложение золота в январе–марте текущего года увеличилось по сравнению с IV кварталом 2008 года за счет возросшего предложения золотого лома, в то время как добыча металла сократилась**





## МЕЖДУНАРОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Денежный рынок представляет собой краткосрочный сегмент рынка заемных средств. Инструменты денежного рынка – это разнообразные финансовые инструменты, используемые банками и нефинансовыми компаниями для привлечения или размещения средств на короткий срок. Максимальный срок до погашения традиционно составляет для всех инструментов денежного рынка 1 год, но их юридическая форма существенно различается.

Денежный рынок неразрывно связан с валютным рынком и для иностранных участников рынка является его продолжением. Заключая контракт на покупку иностранной валюты, дилер в действительности приобретает депозит (или требование иностранного банка к депозиту) в указанной валюте в каком-либо банке в этой стране и таким образом выходит на ее денежный рынок<sup>1</sup>.

Как и валютный, денежный рынок – преимущественно внебиржевой. На внебиржевом рынке отсутствует единая клиринговая палата, что выводит на первый план проблему кредитного риска – риска неисполнения контрагентом обязательств по контракту.

### Базовые инструменты

Ключевым сегментом денежного рынка является **рынок межбанковского кредитования**, на котором банки предоставляют друг другу кредиты без обеспечения на короткий срок (от 1 дня до 12 месяцев). Банки регулярно проводят операции на межбанковском рынке в процессе управления ликвидностью: берут кредит в случае нехватки собственных средств для исполнения краткосрочных обязательств (или для выполнения требований, предъявляемых монетарными властями, в частности, относительно уровня обязательных резервов) либо предоставляют кредит другим банкам, если имеют в распоряжении свободные фонды.

Ставки межбанковского рынка представляют собой важные индикаторы состояния финансового рынка и ожиданий его участников относительно будущей политики центрального банка. Кроме того, они оказывают непосредственное влияние на другие процентные ставки, являясь первым звеном в трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики. С другой стороны, политика центрального банка оказывает на ставки межбанковского рынка непосредственное влияние. Доходности многих финансовых инструментов привязаны к определенному индикатору межбанковского рынка, например, LIBOR (см. вставку на следующей странице).

Оптовый – межбанковский – сегмент денежного рынка играет ведущую роль с точки зрения объема средств и ликвидности. Но меньшие объемы средств могут быть привлечены банками на розничном рынке по более низким ставкам – через **срочные депозиты** (term deposits) клиентов. Клиенты либо не могут изъять средства со срочного депозита до истечения срока договора, либо это сопряжено для них с дополнительными издержками (требуется предварительно уведомить банк, кроме того, теряются проценты по депозиту). Доходность депозита обычно возрастает с увеличением срока.

Рынки депозитов и межбанковских кредитов тесно связаны. Денежный рынок позволяет осуществлять быстрое перераспределение средств между банками, повышая эффективность работы банковского сектора в целом. Банки, имеющие избыток средств на депозитах, одалживают их банкам, испытывающим нехватку свободных средств, на рынке межбанковских кредитов.

Нередко на срочные депозиты выпускаются долговые ценные бумаги – депозитные сертификаты (см. ниже).

<sup>1</sup> О международном валютном рынке подробнее см.: Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. Вып. 2(10). М., 2009. С. 32–37.

## LIBOR

Ставка лондонского межбанковского рынка LIBOR (London Interbank Offered Rate) – это наиболее известный показатель рынка межбанковских кредитов. Межбанковские ставки европейского (EURIBOR, Euro Interbank Offered Rate), японского (TIBOR, Tokyo Interbank Offered Rate), российского (MIBOR, Moscow Interbank Offered Rate) и других рынков рассчитываются аналогичным образом.

LIBOR показывает среднюю ставку, по которой на лондонском межбанковском рынке крупный банк может получить достаточно большой<sup>1</sup> кредит на заданный срок в данной валюте. Таким образом, это минимальная ставка, по которой на рынке предоставляются необеспеченные кредиты. Ставки LIBOR с 1986 г. каждый рабочий день рассчитываются Британской банковской ассоциацией (British Bankers' Association – BBA) в 10 валютах<sup>2</sup> по 15 срокам – от 1 дня до 12 месяцев (таким образом, BBA ежедневно рассчитывает 150 процентных ставок). Ставка определяется на основе опроса группы из 8–16 наиболее активных в своем валютном сегменте рынка и имеющих наивысший кредитный рейтинг банков из разных стран. Список опрашиваемых банков формируется и ежегодно пересматривается независимым Комитетом по валютному и денежному рынкам (Foreign Exchange and Money Markets Committee). Ставки рассчитываются не на основе реально заключенных сделок (поскольку далеко не всем входящим в опрашиваемую группу банкам ежедневно требуются достаточно крупные займы в каждой валюте и по всем срокам, для которых рассчитываются ставки), а на основе ответов каждого из банков на вопрос, по какой ставке он сможет получить кредит у другого крупного банка сегодня в 11 часов утра<sup>3</sup>. После того как в 11 часов утра каждый банк предоставил свои ставки (причем не видя, какие ставки были предложены остальными банками), LIBOR рассчитывается по методу усеченного арифметического среднего – отсекаются по 25% максимальных и минимальных ставок, оставшиеся 50% ответов усредняются. Такой метод расчета позволяет лишить каждый отдельно взятый банк возможности влиять на итоговый уровень ставки.

Ставки LIBOR являются базой для формирования краткосрочных процентных ставок по всему миру, включая ставки по ипотечным кредитам и всевозможным производным финансовым инструментам. Независимые исследования показывают, что ставки по своповым контрактам объемом около 350 трлн. долл. США и по кредитам на сумму 10 трлн. долл. США индексируются по LIBOR.

**Операция РЕПО** (repurchase agreement – репо) представляет собой единую сделку, состоящую из двух частей – продажи и последующей покупки ценных бумаг через определенный срок по заранее оговоренной цене, как правило, более низкой, чем исходная (разница между ценой продажи и покупки составляет стоимость заимствований с помощью данной операции – ставку РЕПО). Рассматриваемая с точки зрения кредитора, операция РЕПО называется *операцией обратного РЕПО*: сначала происходит покупка ценных бумаг, а по истечении оговоренного срока – их продажа.

Обычно мотивом для заключения договора РЕПО является желание получить заемные средства. Реализуемая через продажу и покупку ценных бумаг, по содержанию РЕПО – это операция кредитования. Ценные бумаги играют роль обеспечения, поэтому кредитный риск минимален. В зависимости от местонахождения актива в период сделки выделяют три типа сделок РЕПО: двустороннее РЕПО (bilateral repo), трехстороннее РЕПО (triparty repo) и РЕПО без поставки ценных бумаг, или доверительное РЕПО (hold-in-custody repo).

При заключении договора двустороннего РЕПО ценные бумаги, являющиеся обеспе-

<sup>1</sup> В определении намеренно допущена некоторая неточность – размер кредита определяется как «соответствующий рыночным условиям». Поскольку данный показатель чрезвычайно чувствителен к изменениям состояния рынка и будет различным для разных валют и сроков кредита, он должен был бы пересматриваться слишком часто.

<sup>2</sup> Ставки LIBOR рассчитываются для следующих валют: фунт стерлингов Соединенного Королевства, доллар США, евро, японская иена, швейцарский франк, канадский доллар, австралийский доллар, новозеландский доллар, датская крона, шведская крона.

<sup>3</sup> Таким образом, LIBOR рассчитывается как ставка предложения.

нием, на срок действия договора поступают на баланс кредитора, что позволяет ему в случае дефолта заемщика получить немедленный доступ к активу.

В сделке трехстороннего РЕПО, помимо кредитора и заемщика, участвует агент-посредник<sup>1</sup>, которому участники сделки делегируют часть полномочий по управлению обеспечением. Так, он может осуществлять подбор составляющих обеспечения ценных бумаг, переоценку обеспечения, расчет и согласование с контрагентами рисков, проведение расчетов между контрагентами при закрытии сделки. При этом все решения о важнейших параметрах операции (дате начала и окончания сделки, валюте и сумме сделки, процентной ставке) по-прежнему принимаются двумя сторонами, заключившими договор. Выплату комиссии посреднику берет на себя заемщик. В случае дефолта заемщика право собственности на актив переходит к кредитору, как и при двустороннем РЕПО.

Наконец, при заключении договора доверительного РЕПО являющиеся обеспечением ценные бумаги остаются на балансе исходного владельца – заемщика, хотя и помещаются на отдельный счет. Такая сделка увеличивает риски для кредитора, но обычно приносит ему больший доход.

Мотивы для заключения сделки РЕПО не всегда ограничиваются желанием получить заемные средства, с одной стороны, и доход от размещения свободных средств – с другой. Существует также бумажно ориентированное РЕПО (*special repo*), при котором инициатором сделки выступает кредитор, желающий получить на время в собственность определенные ценные бумаги<sup>2</sup>.

Операции РЕПО важны не только с точки зрения межбанковского кредитования. Центральные банки многих стран активно используют их в качестве одного из основных инструментов денежно-кредитной политики, отдавая предпочтение данному виду операций из-за минимального кредитного риска.

Рынок РЕПО активно развивался в последние годы. Так, в США объем капитализации рынка РЕПО за период с 2002 г. почти удвоился и составил в 2008 г. более 10 трлн. долл. США. Основными игроками на рынке являются крупные коммерческие и инвестиционные банки, прежде всего первичные дилеры<sup>3</sup>. Большая часть операций совершается под залог казначейских облигаций США, однако облигации, выпущенные агентствами, пользующимися государственной поддержкой, также активно используются в качестве обеспечения.

Темп роста рынка РЕПО в Европе в последние шесть лет превышал аналогичный показатель в США. В 2008 г. объем рынка достиг 6 трлн. евро. Как и в США, чаще всего роль обеспечения играют облигации центрального правительства – с ними совершается около двух третей сделок, причем 25% составляют сделки с облигациями Германии, 13% – Италии, 11% – Франции и лишь 15% – с облигациями прочих европейских стран. Доминирующим сегментом является оптовый рынок, характеризующийся крупными объемами сделок и относительно небольшим числом участников. Всего рынок насчитывает свыше 7,5 тыс. участников, однако на 20 крупнейших банков приходится порядка 80% оборота. Большинство операций сконцентрировано в самом краткосрочном сегменте – на сделки сроком до 1 месяца приходится примерно две трети оборота. Около половины сделок совершаются напрямую между контрагентами, оставшиеся заключаются при участии посредников – голосовых брокеров или с помощью электронных торговых платформ.

В Соединенном Королевстве пик активности в проведении операций РЕПО пришелся на середину 2007 г., когда объем рынка достиг 662 млрд. фунтов стерлингов. С началом кризиса на фоне общего снижения активности на финансовых рынках объем рынка РЕПО постепенно уменьшался и в августе 2008 г. составил 560 млрд. фунтов

<sup>1</sup> В роли агента обычно выступают крупные международные расчетно-клиринговые системы, такие как Euroclear или Clearstream, а также крупные банки-кастодианы.

<sup>2</sup> Операции РЕПО данного вида схожи с операциями кредитования ценными бумагами. О кредитовании ценными бумагами см.: Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. Вып. 2(6). М., 2008. С. 28–35.

<sup>3</sup> В США первичными дилерами называются банки и брокерско-дилерские конторы, которые имеют право торговать казначейскими облигациями США напрямую с Федеральным резервным банком Нью-Йорка.

стерлингов. Сегменты рынка со сроком до 1 месяца и от 1 месяца до 1 года составляют примерно равные доли от общего объема предоставляемых средств, однако на сделки овернайт приходится две трети оборота рынка, в то время как на сделки со сроком свыше 1 месяца – лишь 5%.

Три четверти сделок на рынке заключаются банками, причем большая часть из них приходится на шесть крупнейших банков. Прочие сделки совершаются с участием фирм по торговле ценными бумагами, строительных обществ, фирм, управляющих фондами и страховых компаний.

### Процентные производные финансовые инструменты

Основные виды процентных производных финансовых инструментов – форвардные процентные контракты, процентные свопы и процентные опционы – торгуются как на внебиржевом рынке, так и на бирже. Традиционно оборот биржевого рынка превышал внебиржевой, однако в последние годы отставание существенно сократилось: за период с 2004 по 2007 г. внебиржевой оборот увеличился на 64% (что соответствует среднегодовым темпам роста 18%), в то время как оборот на биржах – лишь на 35%.

Внебиржевой рынок процентных производных финансовых инструментов не имеет централизованных торговых площадок, однако географическая концентрация операций очень высока: в 2007 г. 59% оборота прихо-

дилось всего на две страны – Соединенное Королевство и США.

Лондон традиционно занимает позицию крупнейшего мирового финансового центра. Международный статус Лондона подтверждается тем, что лишь около 18% оборота лондонского рынка процентных производных финансовых инструментов в 2007 г. составили сделки в фунтах стерлингов. Наибольшее число операций (51% оборота) в Лондоне совершалось в евро.

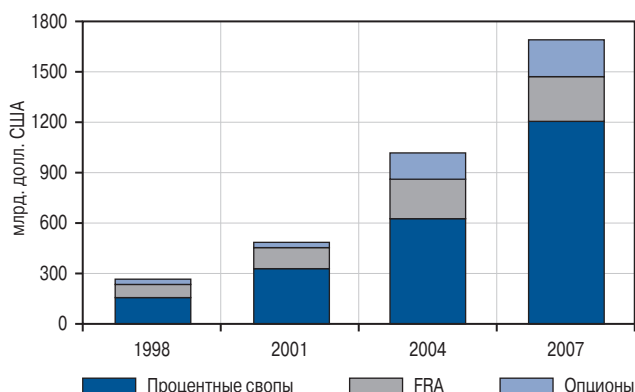
В отличие от Соединенного Королевства, на рынках США национальная валюта занимает доминирующее положение.

В целом доля операций с инструментами, номинированными в долларах США, в обороте мирового денежного рынка составляла в 2007 г. 32%, немного уступая доле евро (39%).

**Форвардный процентный контракт** (Forward rate agreement – FRA) – это сделка, в рамках которой одна из сторон обязуется в течение указанного периода в будущем условно осуществлять процентные платежи по зафиксированной в контракте форвардной ставке. Вторая сторона обязуется в обмен условно осуществлять платежи по плавающей ставке, которая определяется как базовая ставка (например, LIBOR) на какую-то дату – обычно за один-два дня до начала периода выплаты процентов. Когда наступает указанная дата и плавающая ставка определяется, стороны производят расчет чистого платежа, равного разнице в процентах, который выплачивается соответствующей стороной. В договоре указывается валюта и сумма условного долга, дата вступления договора в силу, срок его действия, фиксированная ставка и порядок определения плавающей ставки – базовая ставка и дата. Например, обозначение «1x7» для форвардного процентного контракта означает, что он вступает в силу через один месяц и длится 6 месяцев.

Форвардные контракты традиционно не играли на процентном рынке ведущую роль. Кроме того, за последние годы их относительная доля даже сократилась: форвардные контракты уступают место процентным свопам, особенно OIS (Overnight Indexed Swap) – в настоящее время основному ин-

**Рисунок 1. Динамика среднего оборота международного рынка процентных производных финансовых инструментов в 1998–2007 годах**



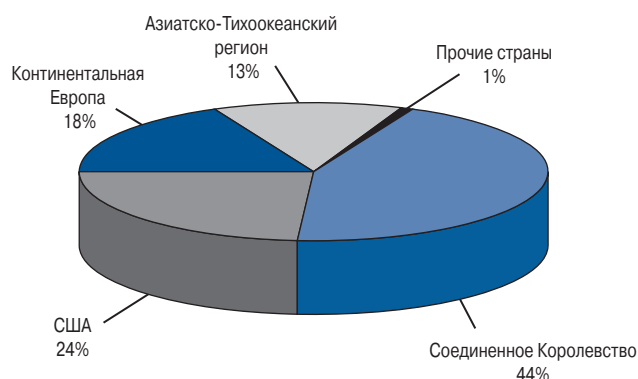


струменту страхования процентного риска (см. ниже).

**Процентный своп** (interest rate swap) – контракт, содержащий обязательства двух сторон обмениваться процентными платежами, привязанными к одной и той же сумме условного долга в одной валюте, но определяемыми по разным процентным ставкам – фиксированной и плавающей – или по двум различным плавающим ставкам. Расчет по сделке происходит однократно в момент истечения срока контракта или последовательно в заранее установленные промежуточные даты путем выплаты одной из сторон чистой суммы, равной разнице между процентными платежами, накопленными по двум ставкам. Выплаты основной суммы долга не происходит.

Процентные свопы активно используются для хеджирования риска изменения процентных ставок, а также со спекулятивными целями. Это очень распространенный и ликвидный инструмент. В классе процентных производных финансовых инструментов процентный своп занимает лидирующую позицию, обеспечивая свыше двух третей оборота рынка.

**Рисунок 2. Географическая структура оборота международного рынка процентных производных финансовых инструментов в 2007 году**



Источник: Банк международных расчетов.

Среди разновидностей процентных свопов наиболее часто используется **OIS** (Overnight Index Swap) – своповый контракт, заключаемый по фиксированной ставке против плавающей, которая рассчитывается как сложный процент на основе ставок овернайт за указанный период. Контракт может быть заключен на срок от 1 недели до 2 лет (большой срок

также возможен, но такие сделки не распространены). В конце срока контракта одна из сторон выплачивает другой сумму, равную разнице между процентными платежами по фиксированной и плавающей ставке.

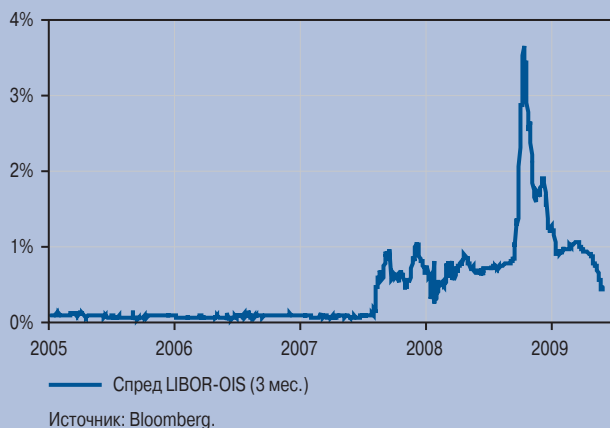
Появившись в 1990-х годах, этот инструмент быстро завоевал значимые позиции на рынке. Сегодня он активно применяется для хеджирования рисков изменения краткосрочных процентных ставок – как внутрисдневных колебаний, так и долгосрочных изменений, связанных с проводимой денежно-кредитной политикой.

Чаще всего плавающая ставка – это публикуемая центральным банком средневзвешенная ставка по операциям овернайт на межбанковском рынке (например, эффективная ставка по федеральным фондам, публикуемая ФРС США, или EONIA, рассчитываемая ЕЦБ). Фиксированная ставка называется своповой ставкой.

Ставки по OIS определяются прежде всего ожиданиями участников рынка относительно будущей динамики краткосрочных ставок. Поэтому эти ставки играют роль индикатора ожиданий изменений проводимой центральным банком политики: положительный спред между ставкой OIS и ключевой ставкой центрального банка сигнализирует об ожидаемом ужесточении монетарной политики, отрицательный – об ее ожидаемом смягчении.

Ставки LIBOR, как и OIS, отражают ожидания участников рынка относительно будущей монетарной политики. Кроме того, если падает уровень доверия в банковском секторе, ставки LIBOR растут, так как банки начинают требовать более высокий процент как компенсацию за возросший риск. Ставки OIS, напротив, малочувствительны к изменению кредитного риска: поскольку ни периодических выплат процентов, ни выплаты основной суммы долга в конце срока договора не происходит, а выплачивается лишь разница между процентами, результирующий платеж по контракту OIS обычно невелик, поэтому считается, что кредитный риск в этом случае минимален. Это позволяет рассматривать спред между процентными ставками LIBOR и OIS – так называемый кредитный спред – как меру кредитного риска (см. вставку на следующей странице).

**Рисунок 3. Динамика кредитного спреда на рынке США в 2005–2009 годах**



В нормальных условиях кредитный спред на рынках развитых стран невелик – в США на протяжении нескольких лет он составлял порядка 10 базисных пунктов. С началом финансового кризиса в середине 2007 г. кредитные спреды резко расширились и достигли исторического максимума (более 3,5 процентного пункта в октябре 2008 г.), что отразило дестабилизацию рынков после банкротства американского инвестиционного банка Lehman Brothers. К весне 2009 г. спреды существенно сузились, однако по-прежнему превышают докризисные уровни.

**Процентный опцион** (interest rate option) – контракт, дающий держателю право в течение указанного периода в будущем осуществлять или получать платежи, привязанные к оговоренной сумме, по заранее определенной процентной ставке. Основанием для опциона обычно является некое долговое обязательство, чаще всего государственная облигация. Если в момент истечения контракта соотношение между доходностью, зафиксированной в договоре как цена исполнения, и рыночной ставкой благоприятна, держатель опциона реализует его, получая разницу между процентными платежами. Покупатель опциона «колл» приобретает право осуществлять процентные платежи по указанной ставке – он ожидает, что доходность облигаций вырастет и станет выше цены исполнения. Покупатель опциона «пут», напротив, рассчитывает на снижение ставок. Опцион не обязателен к исполнению, поэтому максимальный убыток ограничен стоимостью опциона: если изменение ставок оказывается неблагоприятным, опцион не будет реализован.

### Ценные бумаги

Важную группу инструментов денежного рынка образуют долговые ценные бумаги. Эмитентами ценных бумаг могут выступать

различные субъекты: государство, финансовые институты или нефинансовые корпорации. Долговые ценные бумаги денежного рынка обладают высокой ликвидностью<sup>1</sup> и в силу небольшого срока до погашения считаются достаточно безопасным вложением.

Первое место по популярности среди данной группы инструментов занимают **казначейские векселя** (Treasury bills), или **краткосрочные государственные облигации**. Государственные облигации считаются самым надежным вложением, поэтому их доходность минимальна.

Рассмотрим в качестве примера казначейские векселя США (облигации правительств многих других стран обладают схожими характеристиками).

Казначейские векселя США выпускаются со сроком до погашения 3 месяца, 6 месяцев и 1 год. Они представляют собой дисконтные, то есть бескупонные облигации, доходность к погашению которых определяется разницей между ценой покупки и номиналом<sup>2</sup>.

Популярность казначейских векселей объясняется не только их высокой надежностью и ликвидностью, но также тем, что это один из немногих инструментов денежного рынка, доступный индивидуальным инвесторам (без посредников, в качестве которых выступают фонды денежного рынка), поскольку допу-

<sup>1</sup> Ликвидность на рынке носит односторонний характер – ценные бумаги являются высоколиквидными с точки зрения продавца. Для инвестора именно это свойство представляет ценность.

<sup>2</sup> О рынках долговых ценных бумаг США, стран еврозоны и Японии см.: Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. Вып. 1(5). М., 2008. С. 33–39; Вып. 4(8). М., 2008. С. 37–44; Вып. 1(9). М., 2009. С. 40–52.

стим даже небольшой объем вложений в этот инструмент. Казначейские векселя обычно выпускаются номиналом от 1 тыс. до 1 млн. долл. США.

**Коммерческая бумага** (commercial paper), или **коммерческий вексель**, – это необеспеченное краткосрочное долговое обязательство компании, выпущенное в форме ценной бумаги. Корпорации и банки используют векселя для привлечения краткосрочного финансирования, желая избавиться себя от длительной и трудоемкой процедуры получения банковского кредита. Для крупных компаний с высокими кредитными рейтингами заимствования с помощью векселей выгодны, поскольку требуемая доходность по векселю может быть ниже, чем процент по банковским кредитам.

Коммерческий вексель, как и казначейский, представляет собой дисконтную ценную бумагу. Срок до погашения не превышает 9 месяцев и чаще всего колеблется в пределах от 1 до 2 месяцев. Векселя могут выпускаться компаниями на возобновляемой основе в рамках среднесрочных кредитных программ.

Коммерческие векселя, как правило, имеют крупный номинал – обычно не менее 100 тыс. долл. США, а их объемы доходят до нескольких миллионов долл. США. Поэтому в данный вид инструментов вкладывают средства преимущественно институциональные инвесторы. Индивидуальные инвесторы могут приобретать коммерческие векселя через посредников – фонды денежного рынка.

**Депозитный сертификат** (certificate of deposit – CD) – это ценная бумага, свидетельствующая о наличии срочного депозита в банке. Депозитный сертификат содержит информацию об объеме депозита, дате его истечения, процентной ставке и методе начисления процентов.

Обычно депозитные сертификаты выпускаются коммерческими банками, но они также могут быть приобретены у брокеров, которые выступают как агенты мелких вкладчиков, собирая и объединяя множество небольших вкладов, чтобы продать их одной крупной суммой на оптовом рынке по более высоким ставкам.

Депозитные сертификаты в зависимости от типа эмитента разделяют на четыре класса.

Уровень доходности и риска, а также объем рынка для разных классов существенно различаются. Старейший класс таких инструментов – внутренние депозитные сертификаты (domestic CD), выпускаемые национальными банками в валюте данной страны. Выделяются также депозитные сертификаты, номинированные в долларах США, но выпущенные иностранными банками (Eurodollar CD), депозитные сертификаты, эмитентами которых являются филиалы иностранных банков в данной стране (в США такие депозитные сертификаты называются «янки» – Yankee CD), и, наконец, сберегательные депозитные сертификаты (thrift CD), которые выпускают ссудо-сберегательные ассоциации.

В зависимости от того, может ли депозитный сертификат быть перепродан другому покупателю, выделяют оборотные и необоротные депозитные сертификаты. Оборотные (negotiable) сертификаты могут свободно переходить из рук в руки путем продажи. Необоротные (non-negotiable) сертификаты не могут быть перепроданы и остаются у первичного покупателя до даты погашения. Депозитные сертификаты могут быть выписаны на предъявителя (payable to the bearer) либо быть именными, то есть регистрироваться на имя инвестора. Большинство оборотных депозитных сертификатов выпускаются на предъявителя, что упрощает и удешевляет процесс перепродажи, поскольку не возникает необходимости повторной регистрации при передаче прав собственности.

### Участники рынка

Заемщиками на денежном рынке могут быть самые разные агенты – эмитенты инструментов денежного рынка: государство (центральное и региональные правительства, а также муниципалитеты), отечественные и иностранные банки и нефинансовые компании всех видов.

Ядро рынка образуют **дилеры** – крупные коммерческие и инвестиционные банки. Дилеры совершают сделки на рынке, действуя от своего имени и в своих интересах, используя собственные средства; цель дилеров – получение прибыли. Кроме того, банки, являющи-

еся дилерами, могут сами выступать в роли эмитентов-заемщиков.

Обычно сделки совершаются по телефону, факсу или с помощью электронных систем. Процесс переговоров до заключения сделки обычно не превышает нескольких секунд. Сделки могут заключаться не только напрямую с дилерами, но и при участии посредников – **брокеров**. Брокеры действуют в интересах и по поручению своих клиентов, получая вознаграждение в виде комиссии. Однако нередко брокеры не только оказывают услуги посредника, но и сами выступают на рынке в качестве дилеров.

Как правило, объемы сделок на денежном рынке очень велики – порядка нескольких миллионов долларов. Это существенно ограничивает доступ на рынок индивидуальных инвесторов. **Клиенты** денежного рынка – это в основном институциональные инвесторы: страховые компании, пенсионные фонды, фонды денежного рынка и прочие финансовые и нефинансовые компании. Они наряду с банками-дилерами играют роль кредиторов. В то же время некоторые инструменты, например казначейские векселя, могут покупаться частными инвесторами напрямую.

Основу денежного рынка составляют межбанковские операции. Так, по данным Банка международных расчетов, на рынке процентных производных финансовых инструментов на сделки между дилерами приходится почти половина оборота, а на сделки с участием клиентов – нефинансовых компаний – не более 10%.

Важнейшими участниками современного денежного рынка являются **фонды денежного рынка** (money market funds)<sup>1</sup>. Первые такие фонды появились в США в 1970-х годах и стали быстро завоевывать популярность. В конце 2008 г. фонды денежного рынка по всему миру управляли активами на сумму свыше 5 трлн. долл. США. Наиболее значимую долю на этом рынке составляют фонды США, активы которых достигают 3,8 трлн. долл. США. Удельный вес европейских фондов денежного рынка существенно

ниже – в их управлении находятся активы на сумму порядка 1,3 трлн. долл. США, причем свыше половины этих активов номинированы в долларах США. Нередко управление долларовыми активами европейских фондов возложено на офисы, расположенные на территории Соединенных Штатов.

Фонды денежного рынка играют важную роль в обеспечении нормального функционирования финансовых рынков, поскольку, являясь крупнейшими инвесторами в краткосрочные долговые инструменты (через покупку депозитных сертификатов и коммерческих бумаг, выпускаемых банками, а также через участие в операциях РЕПО), они представляют собой важный источник краткосрочных заемных средств для финансовых посредников. Так, в 2008 г. в портфелях фондов денежного рынка находилось до 40% от общего объема коммерческих бумаг на рынке.

Фонды денежного рынка наряду со специальными банковскими счетами денежного рынка (money market bank accounts) представляют собой основной канал проникновения частных инвесторов на денежный рынок. Эти фонды и счета объединяют средства тысяч инвесторов и осуществляют операции на денежном рынке в интересах своих клиентов.

Ключевыми игроками денежного рынка являются также **центральные банки**, которые проводят операции на открытом рынке в рамках осуществления денежно-кредитной политики. Являясь единственным эмитентом денег в своей стране, центральный банк непосредственно воздействует на уровень ликвидности денежного рынка и в значительной мере определяет уровень его ставок. В роли целевой ставки центрального банка может выступать та или иная ставка денежного рынка. Так, ФРС США таргетирует ставки овернайт на межбанковском рынке, а ключевая ставка ЕЦБ – это ставка по основному инструменту рефинансирования ЕЦБ – недельному РЕПО ЕЦБ с коммерческими банками. Изменение центральным банком ключевой ставки оказывает большое влияние на

<sup>1</sup> В США такие фонды называются взаимными фондами денежного рынка (money market mutual funds), во многих других странах – инвестиционными фондами (investment funds).



формирование всего спектра ставок денежного рынка.

Кроме того, предлагая на постоянной основе депозиты и кредиты, центральный банк играет для банков роль кредитора или заемщика

последней инстанции. Наконец, центральный банк не только предъявляет спрос на государственные облигации или предлагает их на вторичном рынке, но также может быть эмитентом собственных долговых ценных бумаг.

## Евродоллары

Наряду с традиционным ядром долларового денежного рынка – рынком федеральных фондов – его важной составляющей является рынок евродолларов.

**Евродолларами** (eurodollars) называются номинированные в долларах США депозиты в банках за пределами Соединенных Штатов. Это название может ввести в заблуждение – его происхождение связано с тем, что данный рынок возник в Европе (прежде всего в Лондоне). Однако в настоящее время термин «евродоллары» относится к долларовым депозитам в банках во всех странах мира, кроме США. Существуют аналогичные рынки и в других валютах – евроиенах, евростерлингах и даже евроевро.

Помимо депозитов существуют целый класс финансовых инструментов в евродолларах, включающий, например евродолларовые облигации (как суверенные, так и корпоративные) и депозитные сертификаты. Эти инструменты номинированы в долларах США, но выпускаются эмитентами, находящимися за пределами США.

## ГЛОССАРИЙ

<b>Базовая инфляция</b>	Индикатор инфляции, «очищенный» от влияния изменения цен на товары, стоимость которых подвержена существенным сезонным или конъюнктурным колебаниям, не связанным с общеэкономическим положением в стране. В США, Соединенном Королевстве, Японии и европейском Экономическом и валютном союзе при расчете базовой инфляции не учитываются цены на энергоносители и продукты питания.
<b>«Бегство в качество» (Flight to Quality)</b>	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.
<b>Биржевые товары</b>	Товары (материальные активы), легко стандартизируемые и торгуемые на товарных биржах, например, металлы, нефть, газ, рис, молоко.
<b>Валютные активы Банка России в резервных валютах</b>	Активы, номинированные в <i>резервных валютах Банка России</i> . Данные по валютным активам включают в себя <i>резервные валютные активы</i> и <i>нерезервные валютные активы</i> .
<b>Валютный своп</b>	Финансовый контракт, по которому стороны обмениваются обязательствами, номинированными в разных валютах.
<b>Вариационная маржа</b>	Дополнительное гарантийное обеспечение, ежедневно уплачиваемое сторонами срочной сделки при неблагоприятном изменении цен.
<b>Волатильность</b>	Характеристика изменчивости показателя.
<b>Дезинфляция</b>	Снижение темпов инфляции.
<b>Денежная база</b>	Наличные деньги в обращении (вне центрального банка) плюс средства кредитных организаций на счетах в центральном банке и иные обязательства центрального банка перед кредитными организациями.
<b>Дефлятор конечного потребления</b>	Один из показателей инфляции. Рассчитывается на основе индекса Пааше, то есть представляет собой отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в текущий период к его стоимости в базовый период. В отличие от основного индикатора инфляции – ИПЦ, для подсчета дефлятора конечного потребления используется список товаров, включающий в себя более 2000 единиц: данные, используемые в расчете ИПЦ, индексов цен товаров корпораций и сельского хозяйства.
<b>Дефляция</b>	Процесс, обратный инфляции, – снижение уровня цен.
<b>Дефолтный своп</b>	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.

<b>Дюрация</b>	Средневзвешенный срок до погашения актива (портфеля активов). Рассчитывается как взвешенная сумма сроков до будущих выплат по активу (портфелю активов), где в качестве весов используются доли приведенной к текущему моменту времени стоимости соответствующих выплат в общей приведенной стоимости актива (портфеля активов).
<b>Золотовалютные резервы Банка России</b>	Разность между суммой резервных валютных активов Банка России, принадлежащего Банку России <i>монетарного золота</i> и золота на счетах в зарубежных банках и обязательствами Банка России перед зарубежными контрагентами: <ul style="list-style-type: none"><li>• в резервных иностранных валютах;</li><li>• в долговых ценных бумагах зарубежных эмитентов, номинированных в резервных иностранных валютах;</li><li>• в золоте.</li></ul> Измеряется в долларах США.
<b>Инвестиционный портфель резервных валютных активов Банка России</b>	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.
<b>Индекс потребительских цен (ИПЦ)</b>	Основной индикатор инфляции. ИПЦ отражает изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые для непроизводственного потребления. Данный индекс рассчитывается как отношение текущей стоимости фиксированного в базовый период набора товаров и услуг к его стоимости в базовый период.
<b>Индекс розничных цен</b>	Один из показателей инфляции, используемый в Соединенном Королевстве. Отражает изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые для непроизводственного потребления. В отличие от ИПЦ корзина для расчета индекса включает цены на недвижимость. Индекс рассчитывается как отношение текущей стоимости фиксированного в базовый период набора товаров и услуг к его стоимости в базовый период.
<b>Индекс стоимости фрахтовых перевозок (Baltic Dry Index)</b>	Индекс, отражающий динамику фрахтовых ставок (стоимость фрахтовых перевозок) в крупнейших мировых портах.
<b>Индекс MSCI world</b>	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.
<b>Индикаторы деловой активности (индикатор текущей активности, индикатор ожидаемой активности, индекс деловой конъюнктуры)</b>	Индексы, рассчитываемые на основе опросов представителей фирм относительно оценки текущей ситуации на их рынках или их ожиданий того, какова будет ситуация в будущем. В основе каждого индекса лежит соотношение доли респондентов, ответивших, что деловая активность на их рынках повышается, и доли респондентов, указавших на ее снижение.

<b>Кастодиан</b>	Банк или другая организация, принимающая на хранение финансовые активы или другие ценности; может выполнять функции агента по кредитованию.
<b>Ключевая ставка центрального банка</b>	<p>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.</p> <p>Примеры ключевых ставок, используемых ведущими центральными банками:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Банк Англии – процентная ставка по резервам коммерческих банков на счетах в Банке Англии;</li><li>• Банк Японии – ставка по однодневным кредитам Банка Японии;</li><li>• Европейский центральный банк (ЕЦБ) – минимальная ставка на аукционах РЕПО с ЕЦБ;</li><li>• Федеральная резервная система США – целевой уровень ставки на рынке межбанковских кредитов.</li></ul>
<b>Кредитный рейтинг</b>	Оценка рейтинговым агентством способности и готовности эмитента своевременно и в полном объеме выполнять свои финансовые обязательства.
<b>Кривая доходности</b>	График взаимосвязи между доходностью и сроком до погашения ценных бумаг.
<b>Многоценовой аукцион по размещению государственных ценных бумаг</b>	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.
<b>Монетарное золото</b>	Аффинированное (чистотой не менее 995/1000) золото в виде слитков и пластин стандартного образца, принадлежащее органам денежно-кредитного регулирования.
<b>Моноценовой (голландский) аукцион по размещению государственных ценных бумаг</b>	В отличие от <i>многоценового аукциона</i> в случае моноценового аукциона заявки удовлетворятся по цене/доходности, единой для всех инвесторов.
<b>Нерезервные валютные активы Банка России</b>	Российские еврооблигации, депозиты в иностранной валюте в российских банках и прочие активы в резервных валютах, не являющиеся <i>резервными валютными активами Банка России</i> .
<b>Нормативный портфель</b>	Расчетный набор (индекс) ценных бумаг, депозитов и иных разрешенных для приобретения в портфели 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 валютными активами, и являются ориентиром доходности для каждого из портфелей валютных активов.

**Операции РЕПО  
(обратного РЕПО)**

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

**Операционный портфель  
резервных валютных  
активов Банка России**

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

**Процентный своп**

Финансовый контракт, по которому стороны сделки обязуются периодически выплачивать на условную сумму основного долга, являющегося основанием для свопа, проценты, выраженные в одной валюте, в определенные сроки. Одна сторона является плательщиком по фиксированной ставке, устанавливаемой при заключении сделки, а другая – плательщиком по плавающей ставке (какой-либо рыночной ставке – LIBOR или плавающей купонной ставке облигации).

**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.

**Своповая линия**

Соглашение, позволяющее его участникам привлекать средства в валюте страны-участника такой линии в обмен на эквивалентную сумму в национальной валюте, как правило, по рыночному курсу на момент совершения операции (этот же курс используется при возврате средств)

**Синдицирование  
(применительно к размещению  
ценных бумаг)**

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.

**Стрипование**

Разбиение купонной облигации на несколько ценных бумаг.

**Стрипы (STRIPS)**

Ценные бумаги, образовавшиеся при разбиении купонной облигации на несколько ценных бумаг, представляющих собой процентные платежи (interest-only strip) или номинал (principal-only strip) и обращающихся независимо друг от друга.

**Счет текущих операций платежного баланса**

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

**Чистый экспорт (товаров и услуг)**

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





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

Выпуск 3 (11)

Подписано в печать 06.07.2009.  
Формат 60x90/8. Объем 6 печ. л. Зак. № 1443

Отпечатано в ОАО «Типография «Новости»  
105005, Москва, ул. Ф. Энгельса, 46