

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

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

*Выпуск 3 (7)*

Москва  
2008

При использовании материала ссылка на Центральный банк  
Российской Федерации обязательна

© Центральный банк Российской Федерации, 2008  
107 016, Москва, ул. Неглинная, 12  
e-mail: reservesmanagement@mail.cbr.ru

## ПРЕДИСЛОВИЕ

В настоящем выпуске приведены результаты управления Банком России резервными валютными активами за 2007 год.

В течение 2007 г. произошла резкая смена конъюнктуры на финансовых рынках: настроения участников относительно перспектив мирового экономического роста изменились от радужных прогнозов до ожиданий затяжной рецессии. Одним из ключевых факторов в глобальных экономических тенденциях стала ситуация на американском рынке недвижимости, и в первую очередь в жилищном секторе.

В первом разделе данного обзора, помимо традиционного описания экономических процессов в страновом разрезе, приведен краткий экономический анализ основных каналов воздействия рынка недвижимости на экономическую активность.

Нестабильность на рынке недвижимости и финансовый кризис выразились и в повышенном интересе к деятельности агентств США, таких как, например, Freddie Mac и Fannie Mae. В третьем разделе приведен краткий обзор деятельности этого класса эмитентов.



## СОДЕРЖАНИЕ

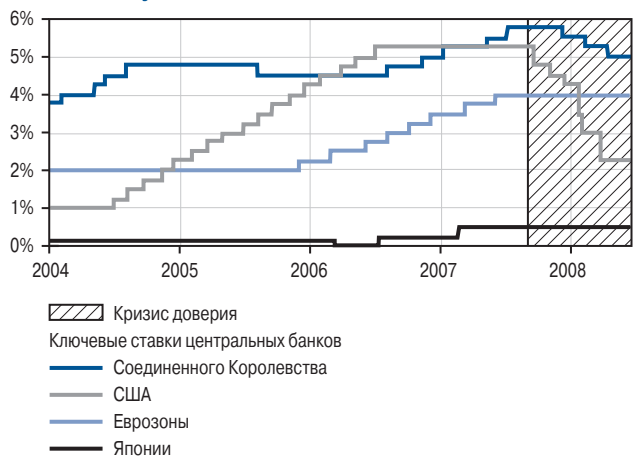
Предисловие .....	3
Содержание .....	5
1. Обзор конъюнктуры мировых финансовых рынков .....	7
1.1. Глобальные тенденции в январе 2007 г. – мае 2008 г. ....	7
1.2. Соединенные Штаты Америки .....	12
1.3. Экономический и валютный союз .....	16
1.4. Соединенное Королевство .....	19
1.5. Япония .....	21
1.6. Рынок золота .....	23
2. Управление резервными валютными активами Банка России в 2007 г. ....	25
3. Рынок ценных бумаг агентств США .....	31
4. Глоссарий .....	40



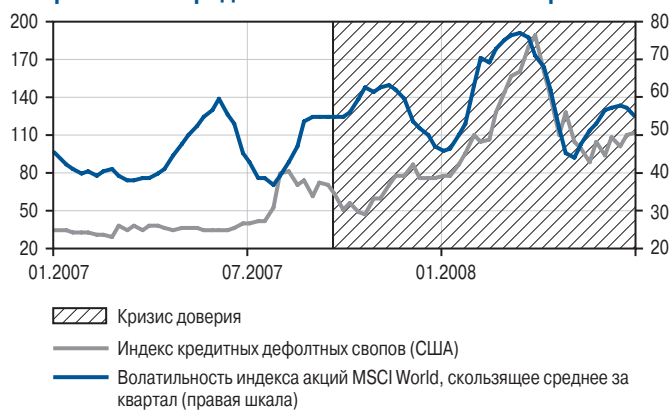
# 1. ОБЗОР КОНЪЮНКТУРЫ МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

## 1.1. Глобальные тенденции в январе 2007 г. – мае 2008 г.

**Продолжительный период экономического роста и финансовой стабильности, в течение которого ведущие центральные банки проводили преимущественно антиинфляционную сдерживающую политику...**



**...во второй половине 2007 года сменился резким ростом неопределенности и волатильности рынков**



**Развитие «кризиса доверия» и сокращение ликвидности потребовали в ряде стран перехода к агрессивной стимулирующей денежно-кредитной политике**

**Однако потрясения на финансовом рынке во второй половине 2007 года – начале 2008 года привели к ужесточению условий кредитования и ухудшению экономической конъюнктуры**



В первой половине 2007 г. мировая экономика находилась на подъеме. На финансовом рынке вплоть до середины лета, за исключением периода повышенной волатильности в феврале – марте 2007 г., преобладали позитивные настроения участников рынка. В этот период большинство центральных банков проводили сдерживающую денежно-кредитную политику, постепенно повышая уровни ключевых процентных ставок.

Во второй половине 2007 г. ситуация кардинально изменилась. Спад в жилищном секторе США привел к ухудшению состояния ряда финансовых институтов, что вызвало цепную реакцию на финансовом рынке и привело к «кризису доверия». Рост неопределенности и сужение денежного рынка вызвали резкое ужесточение условий кредитования, ухудшение экономической конъюнктуры и потребительских настроений. Риск затяжной рецессии потребовал активных действий со стороны ведущих центральных банков: были приняты меры по наращиванию ликвидности на денежном рынке, а также введены новые инструменты рефинансирования; при этом Федеральная резервная система США (ФРС США) активно снижала ключевую ставку.

Пик нестабильности на финансовых рынках и ожиданий краха был достигнут в марте 2008 г., когда наблюдались всплеск волатильности на рынке акций и повышение уровня кредитного риска. Резкое сокращение ликвидности и угроза кризиса банковской системы из-за банкротства значимых участников рынка потребовали дополнительных действий со стороны ФРС США, Европейского центрального банка (ЕЦБ) и Банка Англии.

Потрясения на финансовых рынках развитых стран в первой половине 2008 г. сказались на темпах мирового экономического роста. Снижение темпов роста отмечалось в первую очередь в экономически развитых странах, несмотря на значительную денежно-кредитную и, в некоторых случаях, фискальную экспансию. Падение цен на жилье

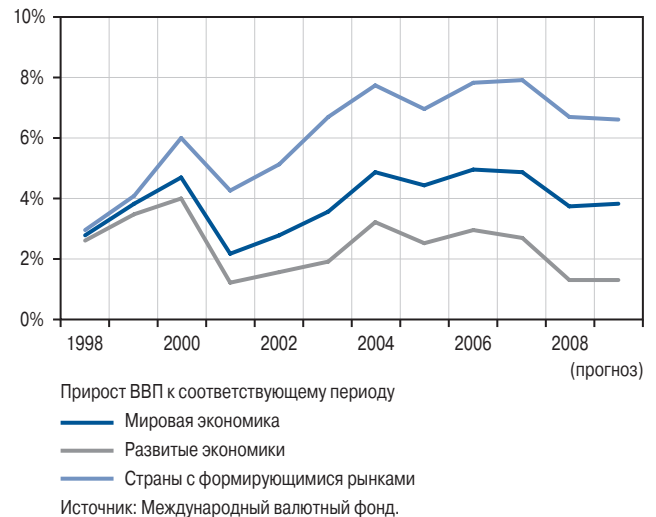
ограничивает возможности домохозяйств по увеличению или поддержанию текущего уровня потребления с использованием кредитов под залог недвижимости (см. вставку «Рынок недвижимости и экономическая активность»). В дополнение к этому желание производителей избежать резкого увеличения издержек в условиях роста цен на ресурсы оказывает понижающее давление на уровень реальной заработной платы, что является еще одним фактором, сдерживающим рост спроса.

В странах с формирующимися рынками эффект замедления мирового экономического роста менее ярко выражен. Этому способствуют улучшение условий торговли для стран – экспортеров сырья, повышение производительности в среднем в странах с формирующимися рынками, рост внутреннего спроса, а также развитие торгового обмена среди стран этой группы, что делает их менее зависимыми от циклов экономической активности в странах с развитой экономикой.

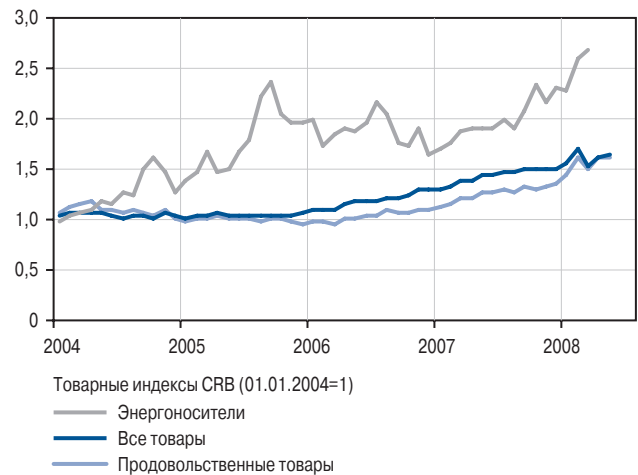
В свою очередь, сохранение устойчивого экономического роста и повышение уровня благосостояния в странах с формирующимися рынками, с одной стороны, усиливает внутренние инфляционные процессы этих стран, с другой стороны, на фоне замедленной реакции предложения и снижения материальных запасов это стало причиной быстрого роста мировых цен на продовольствие и энергоносители. Экономике стран с формирующимися рынками перестали играть присущую им ранее роль экспортеров *дезинфляции*. В дополнение к этому ослабление курса доллара США и рост инфляционных ожиданий подстегнули увеличение инвестиционного и даже отчасти спекулятивного спроса на биржевые товары. В результате увеличилось инфляционное давление во всем мире.

В условиях замедления экономического роста, неопределенности относительно потенциала экономического развития и роста инфляционных ожиданий невозможно однозначно предсказать дальнейшие действия денежно-кредитных властей. С одной стороны, потенциал экспансии денежно-

**В результате наблюдается замедление экономического роста, особенно в странах с развитой экономикой, где важную роль играет состояние рынка недвижимости; снижение цен на жилье отрицательно сказывается на динамике потребления**



**Сохранение относительно высоких темпов роста в странах с формирующимися рынками стало одной из причин быстрого роста мировых цен на продовольствие и энергоносители...**

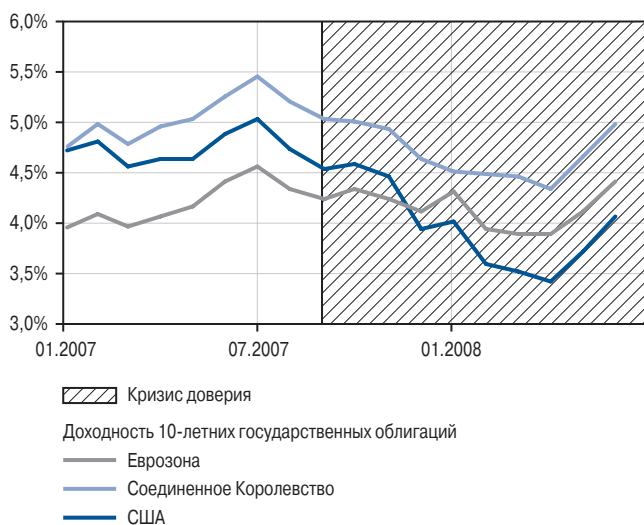


**... что привело к увеличению инфляционного давления во всем мире**

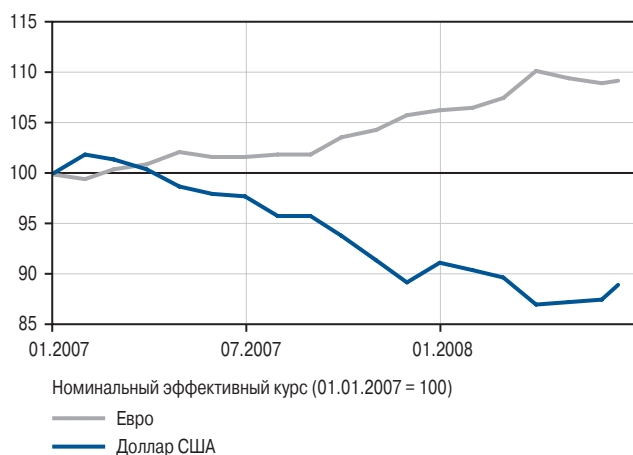




### Растущие инфляционные риски и ожидания более жестких режимов денежно-кредитной политики стимулировали рост доходностей долгосрочных государственных бумаг в апреле-мае 2008 года



### На протяжении всего рассматриваемого периода преобладала тенденция к снижению курса доллара США к ведущим мировым валютам



кредитной политики ограничен растущими инфляционными рисками. С другой стороны, сохраняются риски затяжной рецессии в развитых странах и вторичных отрицательных эффектов на экономический рост в странах с формирующимися рынками, и ожидания ужесточения денежно-кредитной политики могут отрицательно сказаться на экономической активности.

Динамика ставок на рынке государственных облигаций соответствовала экономической конъюнктуре и ожиданиям участников рынка относительно денежно-кредитной политики. Рост доходностей в первой половине 2007 г. сменился их стремительным снижением вплоть до II квартала 2008 года. В апреле растущие инфляционные риски, пересмотр участниками финансового рынка ожиданий в сторону более позднего снижения или даже ужесточения режимов денежно-кредитной кредитной политики стимулировали рост доходностей долгосрочных государственных бумаг.

На валютном рынке на протяжении 2007 г. – первой половины 2008 г. преобладали тенденции к снижению курса доллара США и укреплению евро к ведущим мировым валютам. Девальвация доллара США была обусловлена наличием дисбалансов во внешней торговле США, различиями в доступности и уровне развития рынков капитала, сдерживанием центральными банками стран с формирующимися рынками укрепления национальных валют, а также резким смягчением денежно-кредитной политики (снижением ставок) в США относительно других стран. На этот процесс повлияла также возрастающая роль евро как альтернативной мировой резервной валюты. В течение рассматриваемого периода продолжалась диверсификация валютной структуры резервных активов многих стран и наблюдался рост доли евро в совокупных официальных валютных резервах.

## Рынок недвижимости и экономическая активность

Развитие рынка недвижимости, и в особенности его крупнейшего сегмента — сектора жилищного строительства, играет важную роль в экономике благодаря своему влиянию на финансовый рынок, объемы потребления и инвестиций. Исследователи выделяют несколько каналов влияния рынка недвижимости на уровень экономической активности. Однако подчеркивается, что связь между динамикой рынка жилья и внутренним спросом является нестабильной, а выявление четкой зависимости осложняется различными факторами, которые одновременно воздействуют и на внутренний спрос, и на рынок недвижимости.

Механизм влияния состояния рынка жилья на уровень экономической активности зависит от способности предложения подстраиваться под шоки спроса, что определяется в том числе гибкостью рынка труда и доступностью финансирования. Строительные компании могут достаточно легко нанимать и увольнять рабочую силу, поэтому возникновение избытка на рынке недвижимости приводит к сокращению объемов инвестиций в жилищное строительство и снижению уровня занятости, что в дальнейшем оказывает влияние на широкий спектр смежных секторов экономики. При более жестких ограничениях на предложение равновесие рынка жилья достигается в первую очередь за счет изменения уровня цен, который затем воздействует на потребление домашних хозяйств.

Наибольший эффект изменения цен на жилье на уровень потребительских расходов достигается посредством изменения заимствований домашних хозяйств. Рост цен на жилье может увеличить стоимость обеспечения, имеющегося в распоряжении домашних хозяйств. Таким образом, увеличение стоимости жилья позволяет потребителям либо получить доступ к кредиту под залог недвижимости, либо, если они уже имели доступ к кредиту, снизить цену кредита (ставку процента). В данном случае чувствительность потребительских расходов к динамике рынка недвижимости будет зависеть от доступности ипотечного кредитования, относительной стоимости необеспеченных кредитов, стоимости имущества, уже имеющегося в распоряжении домохозяйств, и их предпочтений относительно текущего и будущего потребления.

В последние несколько десятилетий дерегулирование и рост конкуренции в секторе жилищного финансирования привели к бурному внедрению инноваций в области ипотечного кредитования, в том числе развитию вторичных рынков ипотечных кредитов, и значительному росту доли сектора недвижимости в ВВП в развитых странах (см. рисунок).

Упрощение доступа домохозяйств к ипотечным кредитам и широкое использование недвижимости в качестве обеспечения усилили воздействие сектора недвижимости на экономику и привели к изменениям в механизме воздействия денежно-кредитной политики. Во-первых, развитие новых схем жилищного финансирования привело к усилению влияния снижений или повышений ключевых ставок денежно-кредитной политики на широкие денежные агрегаты, уровни ставок в экономике и цен на жилье. Во-вторых, накопление долга повысило чувствительность потребителей и инвесторов к стоимости кредита и ценам на недвижимость.

Кроме того, в странах с развитыми рынками недвижимости повышаются риски, связанные с ситуацией в жилищном секторе. Резкие колебания активности на рынке недвижимости сказываются на состоянии кредитного рынка и значительного числа финансовых институтов, что не только усиливает эти шоки, но и способствует их переносу на другие сектора экономики. Таким образом, с учетом его масштабов рынок недвижимости может стать дополнительным источником макроэкономической нестабильности.

**Динамика ипотечного кредитования в развитых странах**

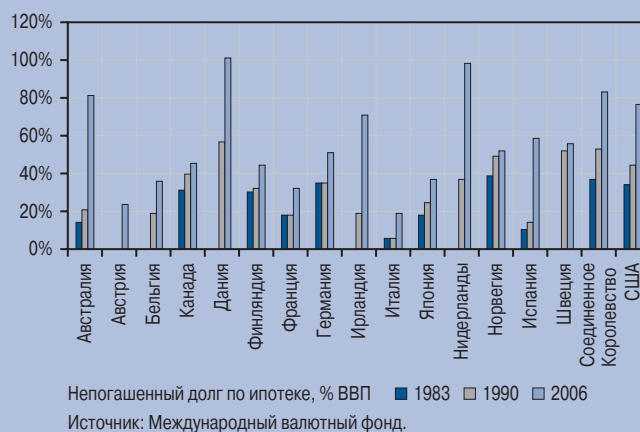


Таблица 1.1. Основные макроэкономические индикаторы некоторых стран

Страна	ВВП на душу населения, тыс. долл. США <sup>1</sup>	Темп роста реального ВВП по итогам I кв. 2008 г., % в год	Темп роста потребительских цен в мае 2008 г., % в год	Уровень безработицы в мае 2008 г., %	Сальдо торгового баланса по итогам I кв. 2008 г., % ВВП	Ключевая ставка денежно-кредитной политики на 1.06.2008, % годовых
США	45,8	2,5	4,2	5,5	-4,9	2,00
Экономический и валютный союз	40,0	2,2	3,7	7,2	0,6	4,00
Соединенное Королевство	45,6	2,5	3,3	5,2	-3,9	5,00
Япония	34,3	1,0	1,3	4,0	2,0	0,50
Китай	2,5	10,6	7,7	4,0	7,2	7,47 <sup>2</sup>
<b>Россия</b>	<b>9,1</b>	<b>8,5</b>	<b>15,1</b>	<b>7,7</b>	<b>10,4</b>	<b>6,25<sup>3</sup></b>

Таблица 1.2. Валютные резервы центральных банков по состоянию на 1 июля 2008 года<sup>4</sup>

	Страна	Объем резервов, млрд. долл. США	Доля в совокупных мировых резервах, %	Прирост за год, %
1	Китай	1808,8	26,3	35,7
2	Япония	973,5	14,1	9,0
3	Россия	554,5	8,1	39,5
4	Индия	302,1	4,4	46,5
5	Тайвань	291,4	4,2	9,5
6	Южная Корея	258,1	3,7	3,0
7	Бразилия	200,8	2,9	36,5
8	Сингапур	176,7	2,6	22,6
9	Гонконг	157,6	2,3	15,6
10	Алжир	129,2	1,9	45,5
<i>Справочно</i>				
	США	42,1	0,6	2,5
	Европейский центральный банк	49,6	0,7	19,4
	Германия	43,7	0,6	10,2
	Соединенное Королевство	49,2	0,7	20,4
	Франция	47,5	0,7	16,1
	Италия	28,5	0,4	0,3
	<b>Совокупный объем резервов</b>	<b>6886,25</b>	<b>100</b>	<b>26,7</b>

<sup>1</sup> По оценкам Международного валютного фонда за 2007 год.<sup>2</sup> Ставка Народного банка Китая по кредитам финансовым организациям сроком на один год.<sup>3</sup> Ставка Банка России по операциям РЕПО на внутреннем финансовом рынке.<sup>4</sup> По данным информационного агентства «Блумберг» на июль 2008 года. Источник данных о международных валютных резервах России: Банк России.

## 1.2. Соединенные Штаты Америки

В первой половине 2008 г. продолжился спад на рынке недвижимости США, который в предыдущие годы был одним из основных двигателей роста американской экономики. Сохраняющийся избыток предложения, сформировавшийся в конце 2006 г. – начале 2007 г. на фоне роста цен на недвижимость, способствует снижению цен и объемов продаж жилой недвижимости на рынке. По состоянию на конец апреля 2008 г. годовые темпы снижения стоимости новых домов достигли исторически максимального с 1970 г. уровня – 14,4%. В настоящее время около 20% всех домов в США стоят меньше, чем полученные под их покупку кредиты. Это может заставить часть населения начать процесс банкротства, так как платить за дом, который стоит меньше самой суммы кредита, становится невыгодным. Данная ситуация может привести к очередному витку ипотечного кризиса в США.

Кризис на рынке жилья привел не только к напряженности на финансовом рынке, но и к снижению деловой активности и занятости в смежных секторах экономики, прежде всего в отраслях промышленности, связанных со строительством. Так, *среднесписочная численность занятых* в промышленности начиная с середины 2006 г. сокращалась возрастающими темпами. Показатели общего прироста численности занятых в американской экономике являлись отрицательными на протяжении первых пяти месяцев 2008 года. На этом фоне уровень безработицы в США вырос до 5,5% в мае 2008 г. с 4,5% годом ранее. Рост безработицы сопровождался замедлением прироста затрат на единицу труда.

Слабость рынка труда влечет за собой снижение темпов роста доходов населения и ухудшение потребительских настроений. Продолжающееся снижение цен на рынке жилья ограничивает возможности домохозяйств по использованию жилья в качестве залога по кредитам, что сокращает объем средств, направляемых на конечное потребление. Вместе эти факторы могут способствовать существенному снижению темпов роста конечного потребления в США – основного компонента ВВП этой страны.

### Сохраняющаяся в I квартале 2008 года нестабильность на финансовых рынках вместе с продолжающимся спадом на рынке жилья...



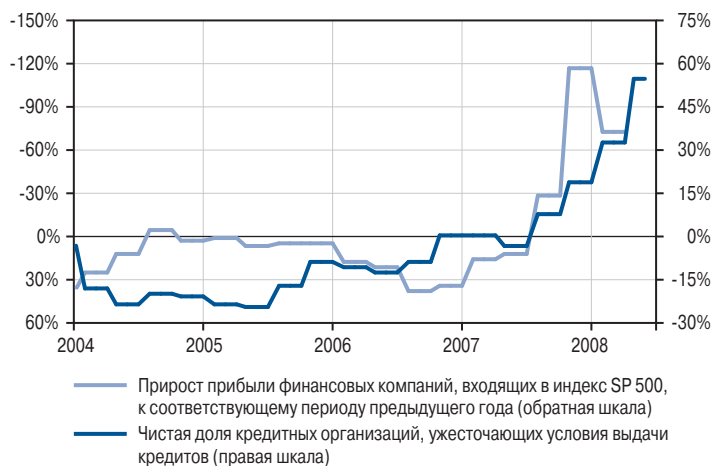
### ... оказывает все большее влияние на деловую активность и занятость в смежных секторах экономики...



### ...и способствует существенному снижению темпов роста конечного потребления, составляющего около 70 % ВВП США



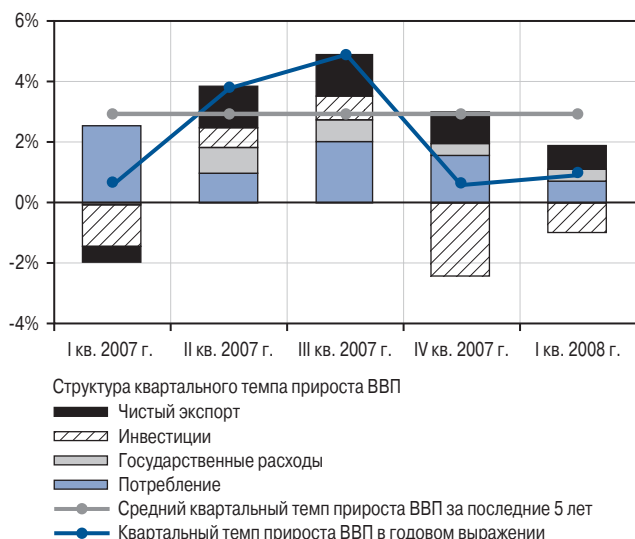
### Ухудшающееся финансовое состояние кредитных организаций и ужесточающиеся условия кредитования в экономике...



### ...создают угрозу дальнейшего падения инвестиционной активности...



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



С течением времени состояние финансовой системы США ухудшается. Масштабное списание активов низкого кредитного качества привело к падению прибыли кредитных организаций, ужесточению требований, предъявляемых банками к заемщикам, повышению процентных ставок и затруднению доступа к средствам на денежном рынке.

Снижение доступности кредита отрицательно влияет на объем инвестиций в экономике, и без того находящийся на весьма низком уровне. Так, объем инвестиций в строительство жилья сокращается с середины 2006 г., а объем инвестиций в оборудование на протяжении 2007 г. увеличивался незначительно.

Большинство банков США продолжают ужесточать требования, предъявляемые к заемщикам. Проводимые Федеральной резервной системой США ежеквартальные опросы показывают, что ужесточение требований коснулось не только ипотечных кредитов, но, в большей степени, – кредитов реальному сектору экономики. В то же время согласно исследованию, проведенному Федеральным банком штата Атланта в 2006 г., ужесточение 1/5 банков требований к заемщикам реального сектора обычно сопровождается потерей 1 процентного пункта роста ВВП в следующем квартале по сравнению со среднесрочным уровнем. Таким образом текущее значение показателя, равное 55%, может означать возможный переход темпов роста ВВП США в III квартале 2008 г. в область отрицательных значений.

Ситуация на рынке жилья и в финансовом секторе может привести к замедлению темпов роста или даже к рецессии в американской экономике в 2008 году. Рост ВВП в I квартале 2008 г. составил 0,9% в годовом исчислении. Практически все сегменты экономики, за исключением внешней торговли, указывают на серьезное ухудшение экономической ситуации в стране. Замедляются темпы роста расходов на потребление, падает инвестиционная активность. К благоприятным факторам для экономики США относятся «слабый» доллар и пока еще сильный экономический рост в мире. Относительно более высокая ценовая конкурентоспособность американских това-

ров на мировых рынках и слабеющий спрос внутри страны сокращают разрыв между экспортом и импортом.

Инфляционное давление со стороны внутренних экономических процессов в США в I квартале 2008 г. немного ослабло. На конец апреля 2008 г. темпы базовой инфляции и прироста дефлятора конечного потребления, являющегося для ФРС США основным индикатором инфляции, составили в годовом выражении на конец апреля 2,3% и 2,1% соответственно.

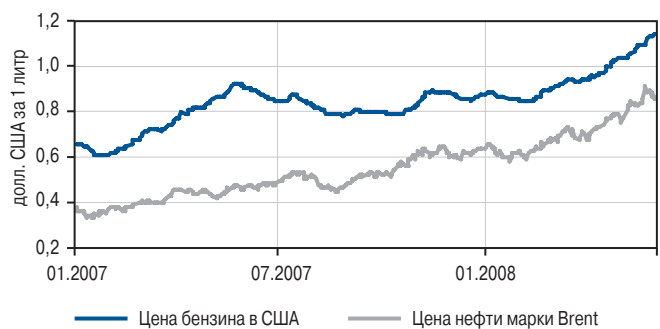
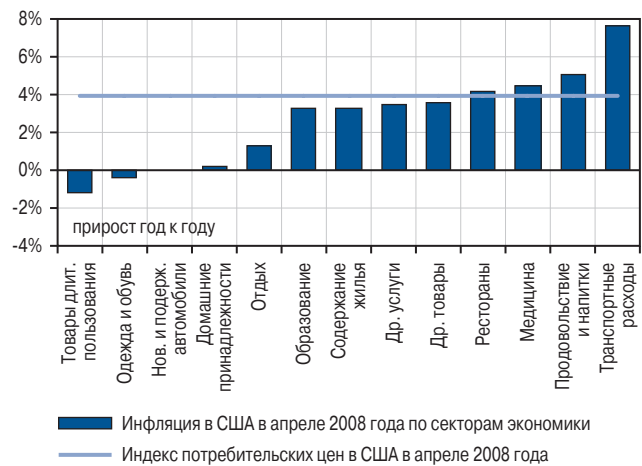
Несмотря на общую тенденцию к замедлению экономики, рост цен на сырьевые и продовольственные товары на мировом рынке способствовал ускорению общей потребительской инфляции. Индекс потребительских цен в апреле 2008 г. вырос на 3,9% по отношению к соответствующему периоду прошлого года. Разбивка индекса по секторам экономики показывает, что наибольший рост цен наблюдается в отраслях, сильно зависящих от цен на энергоносители и продовольствие. Принимая во внимание, что мировые цены на нефть выросли с начала 2007 г. более чем в два раза, в то время как цены на бензин в США за этот период увеличились на 60%, можно сделать вывод, что в настоящий момент нефтеперерабатывающие компании значительную часть эффекта роста цен принимают на себя, перекладывая на потребителя лишь часть от него. Однако их возможности по уменьшению своей добавочной стоимости не безграничны. Это может означать, что возможный дальнейший рост цен на нефть будет транслироваться в рост цен на бензин более интенсивно. При существующем высоком потреблении бензина на душу населения в США рост цен на него может оказать существенное негативное влияние на потребительские расходы и темпы роста экономики.

Для стимулирования спроса на недвижимость и повышения инвестиционной активности в целом, а также для нормализации ситуации на финансовом рынке ФРС США продолжает активно использовать инструменты денежно-кредитной политики. С начала 2008 года ключевая ставка ФРС была снижена на 2,25 процентного пункта – до 2%. Кроме того, ФРС США принимает активные

### Инфляционное давление со стороны внутренних экономических процессов в США в I квартале 2008 года немного ослабло...



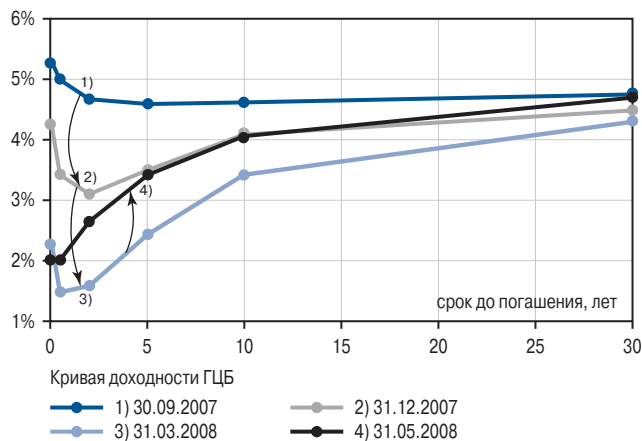
### ... при сохранении значительной инфляционной угрозы со стороны высоких мировых цен на продовольственные товары и энергоносители



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



**Ожидания возможного изменения направления процентной политики США, а также снижение на мировых рынках эффекта «бегства в качество» отразились в росте доходностей госбумаг США во II квартале 2008 года по всем срокам до погашения**



меры для поддержания ликвидности на рынке путем предоставления кредитным организациям кредитов под залог ценных бумаг и расширения ломбардного списка.

По словам главы ФРС США Бена Бернанке, принятые ФРС меры по борьбе с «кризисом ликвидности» уже дали результаты и ослабили напряженность на рынке, однако до полного «выздоровления» системы пока еще далеко. Если меры ФРС США по борьбе с нестабильностью на финансовых рынках действительно окажутся успешными и ситуация в этой сфере значительно улучшится в ближайшие несколько месяцев, то возросшие инфляционные риски будут вызывать все большую озабоченность у монетарных властей США. Это будет означать возможность перехода в среднесрочной перспективе ФРС США к ужесточению денежно-кредитной политики.

Частичная стабилизация ситуации на мировых финансовых рынках вместе с выходом превысивших ожидания аналитиков данных по росту экономики США в I квартале 2008 г. способствовали росту оптимизма участников рынка и изменению отношения инвесторов к риску. Заявления членов ФРС США повлияли на ожидания возможного изменения направления процентной политики США. Вместе эти факторы способствовали росту во II квартале 2008 г. ставок практически на всех участках кривой доходности после их последовательного снижения с середины 2007 года.

### 1.3. Экономический и валютный союз

Быстрый рост цен на сырьевых и товарных рынках, укрепление евро, сохраняющаяся напряженность на кредитных рынках, а также снижение темпов роста мировой экономики в первой половине 2008 г. способствовали снижению *уровня деловой активности* во всех секторах экономики и ухудшению настроений потребителей.

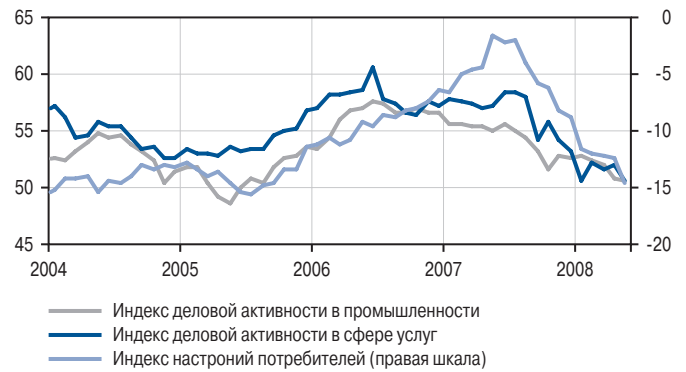
Рост стоимости кредитных ресурсов, ужесточение требований к заемщикам и падение фондовых индексов негативно влияют на объем потребительского кредитования и оценку потребителями своего благосостояния. Это сказывается на настроениях потребителей и объемах потребительских расходов. Динамика индикаторов настроений потребителей указывает на невысокие темпы роста потребительских расходов в ближайшие месяцы.

При этом степень влияния негативной внешнеэкономической конъюнктуры на ситуацию в экономике существенно различается в разных странах еврозоны. Так, например, в первом полугодии 2008 г. в Германии, в отличие от Франции и Италии, наблюдается даже некоторый рост уровня деловой активности по сравнению с концом 2007 года.

В I квартале 2008 г. темп роста ВВП еврозоны по отношению к IV кварталу 2007 г. составил 0,8%, по отношению к I кварталу 2007 г. — 2,2%. При этом в 2006–2007 гг. среднегодовой темп роста ВВП составлял около 2,8%. Снижение темпа роста ВВП было обусловлено в первую очередь невысоким темпом роста расходов на конечное потребление на фоне нарастания пессимистических настроений среди потребителей.

Главными двигателями экономического роста стран еврозоны остаются *инвестиции* и *чистый экспорт*. Укрепление евро (по состоянию на май 2008 г. курс евро к доллару США вырос с начала 2006 г. примерно на 30%, при этом укрепление евро в эффективном выражении было менее значительным – примерно 15%), потенциально способствующее снижению ценовой конкурентоспособности европейских товаров на международном рынке, пока не привело к существенному сокраще-

#### Ситуация на мировых товарных и финансовых рынках способствовала снижению уровней деловой активности и настроений потребителей...



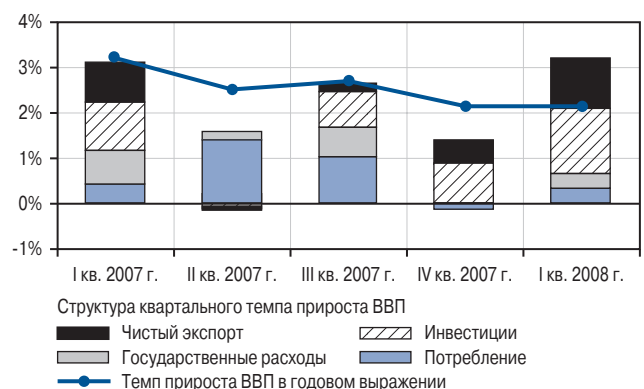
#### ... что негативно сказалось на объеме потребительских расходов...



#### ... при этом уровни деловой активности различаются в разных странах еврозоны



#### Основными факторами роста ВВП остаются инвестиции и чистый экспорт, продолжающий расти, несмотря на укрепление евро...





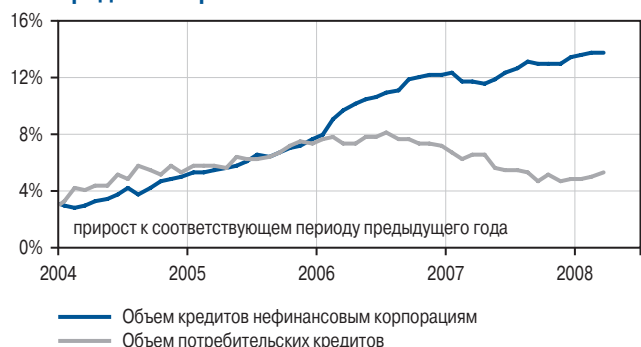
**...тем не менее сложившаяся ситуация на мировых рынках создает риски замедления темпов роста экспорта в ближайшие кварталы...**



**...при этом, уровень безработицы продолжает падать, инвестиционная активность, несмотря на некоторое снижение в последние месяцы, остается достаточно высокой...**



**...а объем привлечения заемных средств фирмами продолжает расти**



**Под воздействием высоких мировых цен на нефть и продовольствие темп прироста индекса потребительских цен существенно превысил целевой уровень**



нию физических объемов экспорта, а вызвало лишь рост чистого экспорта в стоимостном выражении.

Тем не менее динамика индекса ожиданий экспортеров свидетельствует о том, что при сохранении курса евро к доллару США на текущем уровне в ближайшие кварталы может начаться сокращение объема экспорта.

При этом на рынке труда еврозоны продолжается рост занятости, а инвестиционная активность остается достаточно высокой. Так, по состоянию на май 2008 г. уровень безработицы в странах ЭВС составил 7,1%, что является минимальным показателем за последние 15 лет. В то же время инфляционное давление со стороны заработной платы остается сравнительно небольшим.

Несмотря на затрудненный вследствие «кризиса доверия» на мировом финансовом рынке доступ к заемным средствам, активность фирм по привлечению кредитов находится на исторически высоком уровне и продолжает расти. Так, по состоянию на март 2008 г. объем кредитов, выданных нефинансовым корпорациям в еврозоне, вырос за год на 14,9%. В отличие от кредитов нефинансовым корпорациям темп роста объема потребительских кредитов под влиянием «кризиса доверия» в 2007 г. существенно замедлился. Тем не менее в последние месяцы 2007 г. сокращение объемов потребительских кредитов приостановилось, а в 2008 г. наметился некоторый рост объема кредитования.

Начиная с сентября 2007 г. индекс потребительских цен устойчиво превышает целевой уровень Европейского центрального банка (ЕЦБ). Так, по состоянию на май 2008 г. уровень инфляции составил 3,7% в годовом выражении. При этом темп базовой инфляции, не включающей эффекты изменения цен на продукты питания и энергоносители (составивший по состоянию на май 2008 г. 1,7% в годовом выражении), остается в пределах комфортной для ЕЦБ зоны и даже несколько снизился в апреле-мае по сравнению с уровнем на конец 2007 года.

Среди внешних инфляционных факторов наиболее значительным является высокий уровень цен на энергоносители и продовольственные товары.

После двух повышений базовой ставки в первой половине 2007 г. в условиях нестабильности на финансовых рынках центральный банк еврозоны на всех последующих заседаниях оставлял *ключевую ставку* без изменений.

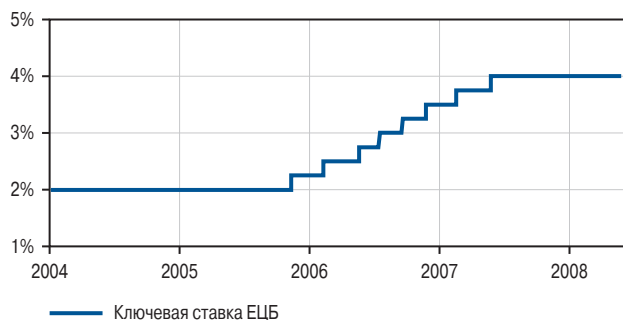
В настоящий момент руководство ЕЦБ стоит перед сложным выбором: в экономике еврозоны действуют факторы, говорящие в пользу как снижения, так и повышения ставок. Так, укрепление евро, высокие ставки на денежном рынке и затрудненный доступ к заемным средствам оказывают сдерживающее воздействие на рост потребительских расходов и инвестиции, а значения *индикаторов деловой активности* приближаются к уровням, свидетельствующим о спаде в экономике. Вместе с тем существующие риски для экономического роста связаны с внешними для еврозоны факторами, а высокий уровень инфляции указывает на необходимость ужесточения денежно-кредитной политики<sup>1</sup>.

Пока ЕЦБ, в отличие от ФРС США и Банка Англии, не прибегает к снижению базовой ставки, а пытается смягчить существующие проблемы на финансовом рынке путем увеличения объема предоставляемой коммерческим банкам ликвидности.

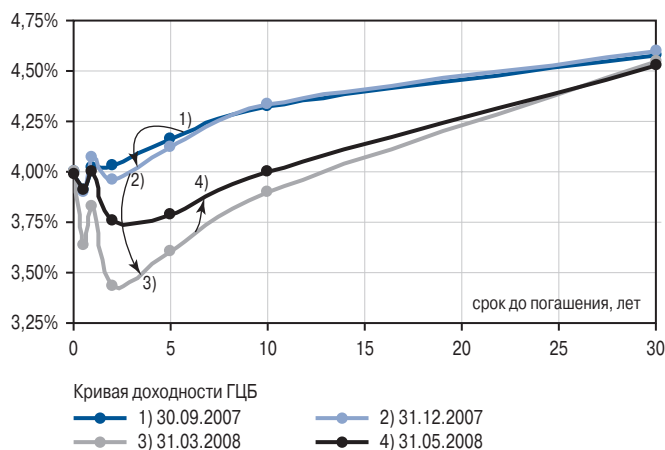
В I квартале 2008 г. нарастание напряженности на мировых финансовых рынках и выход негативных данных об экономическом положении в еврозоне способствовали формированию пессимистических настроений среди участников рынка, усилению ожиданий скорого смягчения денежно-кредитной политики и росту спроса на высоконадежные и ликвидные активы, такие как государственные облигации. В результате ставки снижались на всех участках кривой доходности.

Рост же ставок во II квартале обусловлен, прежде всего, сформировавшимися ожиданиями изменения направления процентной политики ФРС США и ЕЦБ и, как следствие, ростом доходностей государственных облигаций в той или иной степени на всех рынках развитых стран.

**На этом фоне ЕЦБ на всех заседаниях начиная с середины 2007 года оставлял ключевую ставку без изменений**



**изменения ожиданий инвесторов относительно будущей экономической ситуации в еврозоне и состояния внешнеэкономической конъюнктуры обусловили разнонаправленные колебания доходностей в истекший период 2008 года**



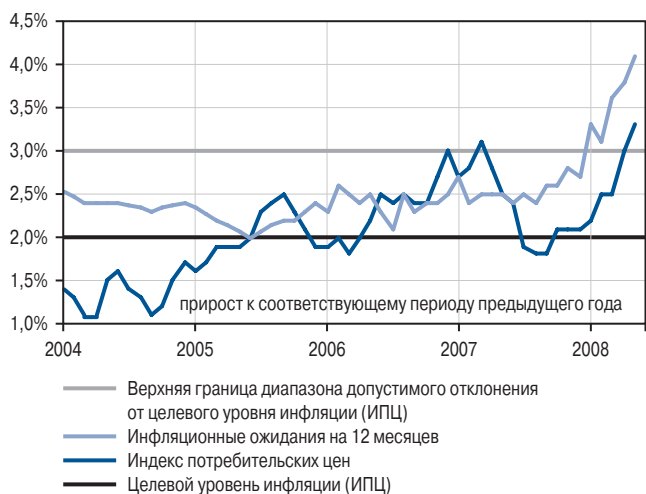
<sup>1</sup> Во время подготовки обзора в печать Европейский центральный банк повысил учетную ставку до 4,25%.

## 1.4. Соединенное Королевство

**Снижение индикаторов деловой активности и ожидаемой загрузки производственных мощностей говорит о высокой вероятности дальнейшего замедления роста экономики Соединенного Королевства**



**Высокий текущий уровень инфляции и рост инфляционных ожиданий создают риск ускорения роста потребительских цен в среднесрочной перспективе**



**Растущий пессимизм домохозяйств может негативно отразиться на динамике потребления**



«Охлаждение» экономики Соединенного Королевства, признаки которого наблюдались уже со второй половины 2007 г., в 2008 г. нашло отражение в данных о росте ВВП: в I квартале темп роста экономики был ниже пятилетнего среднего уровня и составил 2,5% в годовом и 0,4% в квартальном выражении. Снижение индикаторов деловой активности и ожидаемого использования производственных мощностей указывает на высокую вероятность дальнейшего замедления экономического роста в 2008 году.

Темп инфляции в потребительском секторе в мае 2008 г. достиг 3,3%, выйдя за пределы верхней границы диапазона допустимого отклонения от целевого уровня. Ускоренный рост потребительских цен объясняется в основном внешними факторами, в первую очередь сохранением высоких темпов роста цен на мировых товарных рынках, в частности цен на энергоносители и продукты питания. В ближайшей перспективе ожидается сохранение инфляционного давления.

Высокие показатели инфляции, регулярно значительно превышающие целевое значение, привели к снижению доверия общества к Банку Англии и росту краткосрочных инфляционных ожиданий. Если эта тенденция сохранится, это может привести к повышению среднесрочных инфляционных ожиданий, усилению повышательного давления на уровень заработной платы и росту инфляционных рисков в среднесрочной перспективе.

Ускоренный рост потребительских цен отрицательно влияет на реальный доход домохозяйств и оценку потребителями будущих доходов и ведет к увеличению склонности к сбережению. Наряду со снижением доступности кредитов это может вызвать падение темпов роста потребления. Данные за I квартал 2008 г. пока не отражают влияние этого риска и показывают высокий темп роста потребительских расходов: на 1,3% в квартальном и на 3% в годовом выражении.

В I квартале 2008 г. инвестиции в основные фонды снизились на 1,6% в квартальном выражении, что соответствует замедлению роста в годовом выражении до 1%. Ухудшение

перспектив потребительского спроса, ужесточение условий кредитования, а также падение цен на недвижимость говорят о продолжении замедления роста инвестиций в основные фонды, в том числе в строительство. Это, в частности, подтверждается существенным сокращением инвестиционных планов компаний, продолжившееся в апреле 2008 года.

В условиях заметного замедления экономического роста и ожидаемого дальнейшего снижения экономической активности, а также сохранения напряженности на финансовых рынках, усиливающей действие сдерживающих рост экономики факторов, от Банка Англии, вероятно, потребуется продолжить смягчение денежно-кредитной политики. Однако под влиянием растущего инфляционного давления после изменения *ключевой ставки* в апреле 2008 г. в серии снижений может быть сделана пауза.

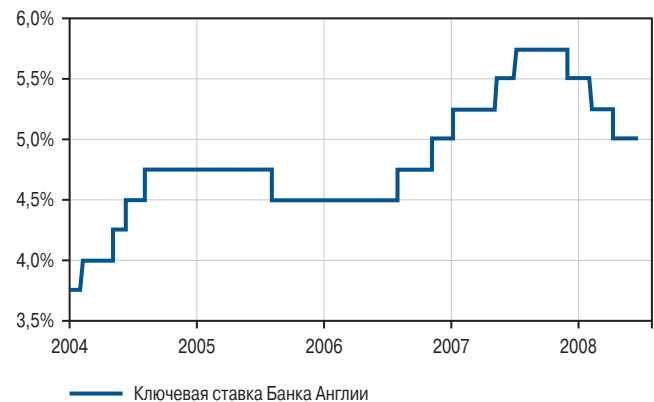
Для борьбы с продолжающимся на финансовом рынке «кризисом доверия» Банк Англии ввел программу предоставления банкам ликвидных активов, направленную на поддержание банковской системы. Схема дает банкам возможность обменять находящиеся на их балансах ценные бумаги высокого качества (в том числе обеспеченные залладными), потерявшие ликвидность в результате волнений на финансовых рынках, на государственные ценные бумаги Соединенного Королевства сроком от 1 до 3 лет. По оценкам Банка Англии, совокупный объем таких операций может составить около 50 млрд. фунтов стерлингов.

Растущие инфляционные ожидания, снижение спроса на высоконадежные активы и изменение ожиданий участников финансового рынка в сторону более позднего снижения (или даже сохранения текущего уровня) *ключевой ставки* вызвали сдвиг вверх всей *кривой доходности* государственных облигаций в апреле-мае 2008 г., при этом наиболее заметным был рост ставок на краткосрочном участке.

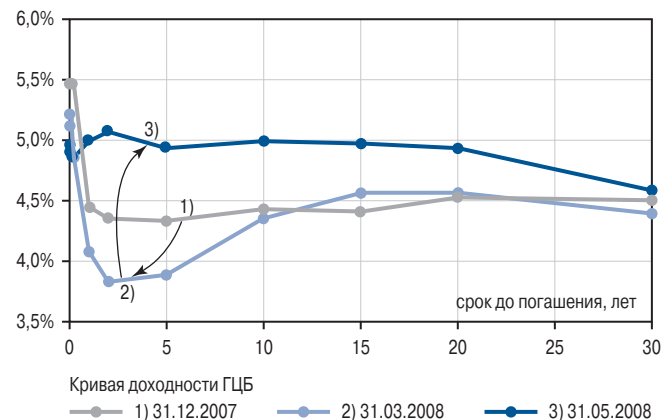
### Рост инвестиций также может замедлиться: ожидая снижения спроса, компании сокращают инвестиционные планы



### Скорее всего, цикл снижений ключевой ставки Банка Англии еще не завершен, однако из-за роста инфляционных рисков следующий шаг может быть отложен



### В апреле-мае 2008 года доходность государственных ценных бумаг выросла, отражая изменения ожиданий участников рынка и снижение спроса на высоконадежные инструменты



## 1.5. Япония

**В I квартале 2008 года рост ВВП Японии продолжился за счет роста чистого экспорта и потребления**



**В начале 2008 года рост реальной заработной платы и низкий уровень безработицы говорили о наличии хороших перспектив роста потребления**

**В I квартале 2008 года рост инвестиций в строительство сопровождался сворачиванием инвестиционных программ частного сектора**



**Снижение индикаторов деловой активности отражает опасения производителей относительно роста издержек, связанного с повышением мировых цен на нефть**

В I квартале 2008 г. рост экономики Японии ускорился по сравнению с предыдущим кварталом и составил 1% к IV кварталу 2007 г. или 1,3% к I кварталу 2007 г. Основными факторами роста стали увеличение *чистого экспорта* (0,5%) и *частного потребления* (0,5%), темпы прироста которых существенно ускорились относительно IV квартала 2007 года.

Несмотря на укрепление иены в реальном и номинальном выражении чистый экспорт продолжил расти за счет повышенного спроса Китая на автомобильную продукцию и транспортное оборудование японского производства.

Положительное влияние на рост потребительских расходов оказал низкий уровень безработицы (4% в апреле 2008 г., что ниже пятилетнего среднего уровня, равного 4,4%). Опросы работодателей продолжают указывать на дефицит рабочей силы и его сохранение в будущем. В январе-апреле 2008 г. реальная зарплата демонстрировала положительные, но снижающиеся из-за высокой для Японии инфляции в потребительском секторе, темпы прироста.

В I квартале 2008 г. совокупный объем инвестиционных расходов практически не изменился: рост инвестиций в строительство сопровождался сворачиванием инвестиционных программ частного сектора и резким сокращением инвестиций в запасы. Снижение инвестиционной активности частного сектора, характеризующееся замедлением роста инвестиций в основные фонды и сокращением объема заказов оборудования, обусловлено ухудшением торговых позиций японских производителей.

*Индикаторы деловой активности* в I и II кварталах 2008 г. указывают на ее снижение и ожидания дальнейшего ухудшения условий ведения бизнеса. Кроме волнений на финансовых рынках и укрепления иены, это отражает опасения производителей по поводу роста издержек.

В январе-мае 2008 года сохранялась тенденция к ускорению инфляции. В мае 2008 г. *индекс потребительских цен* увеличился в годовом выражении на 1,3% по сравнению

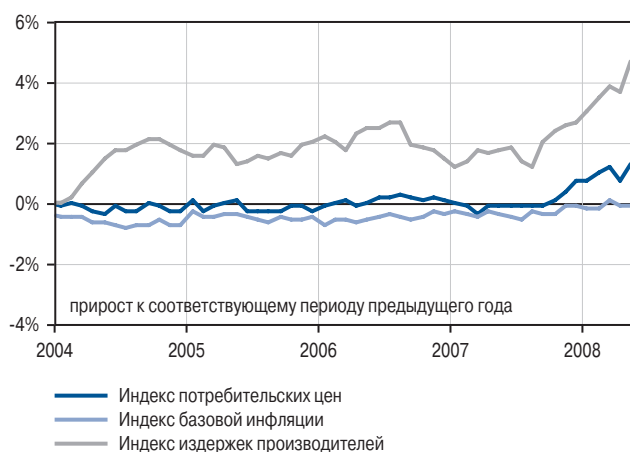
с 0,7% в декабре 2007 года. В ближайшем будущем ожидается сохранение положительных значений инфляции. Ускоренный рост издержек и инфляции обусловлен повышением мировых цен на энергоносители и продукты питания.

В условиях сохраняющейся напряженности на мировых финансовых рынках, снижающихся индикаторов деловой активности и растущей инфляции Банк Японии признал ухудшение перспектив экономического роста в 2008 и 2009 гг. и оставил в январе мае 2008 г. *ключевую ставку* без изменений – 0,5%.

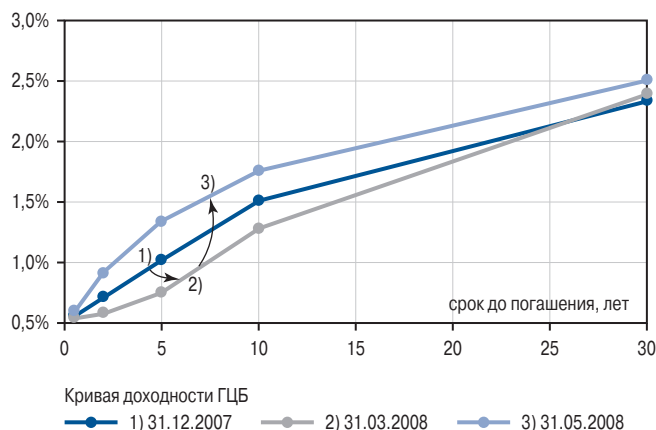
В течение I квартала 2008 г. ставки по государственным облигациям Японии снижались. Но в конце марта *кривая доходности* резко сменила направление движения, следуя за динамикой финансовых рынков США и еврозоны.

В текущих экономических условиях большинство участников рынка не ожидает снижения *ключевой ставки* Банка Японии, ее повышения не предвидится как минимум до начала 2009 года.

### В январе-мае 2008 года сохранялась тенденция к ускорению инфляции



### На фоне ожиданий неизменной ключевой ставки доходности государственных бумаг Японии следовали за динамикой финансовых рынков США и еврозоны



## 1.6. Рынок золота

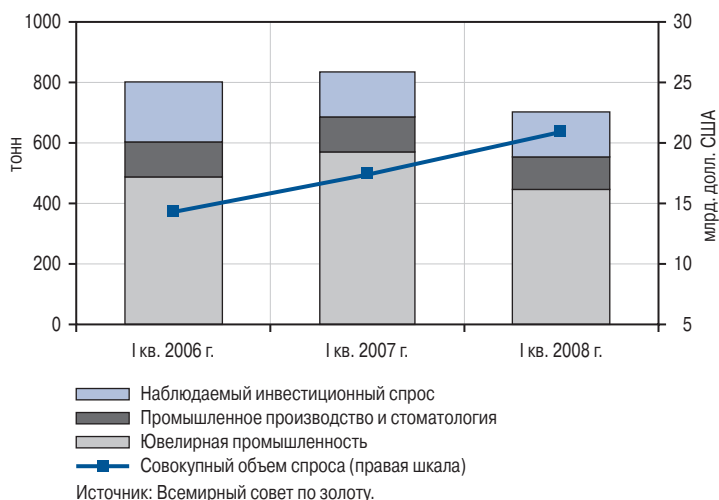
**В первой половине 2008 года исторически высокие цены на золото сохранились, при этом возросла их волатильность**



**Высокие цены на золото явились причиной роста предложения золота во второй половине 2007 года...**



**...и существенного снижения спроса со стороны ювелирной промышленности**



Сохраняющаяся в I квартале 2008 года нестабильность на финансовых рынках, уско-ряющаяся инфляция и ослабление доллара США стимулируют спрос на золото со стороны инвесторов, желающих диверсифицировать свои портфели и рассматривающих золото как высоконадежный актив. Это привело к росту цены на золото до очередной рекордной отметки 1011 долл. США за унцию (17 марта 2008 г.). Начиная со II квартала по мере роста оптимизма на мировых рынках и изменения отношения инвесторов к риску в цене золота наметилась нисходящая динамика. На 31 мая 2008 года цена унции золота составила 886,5 долл. США, что примерно соответствует уровню начала 2008 года. В реальном выражении рост цены золота на конец мая 2008 г. составил 30% по отношению к соответствующему периоду предыдущего года.

Объем предложения золота в I квартале 2008 г. вырос по сравнению с соответствующим периодом 2007 г. на 5,7% в весовом выражении. Рост обусловлен увеличением предложения золотого лома, вызванным, в свою очередь, возросшей ценой золота на мировых рынках. Золотодобыча сохраняется на уровне предыдущего года.

Рост предложения в I квартале 2008 г. сопровождался сокращением спроса. Под воздействием стремительного роста цен на золото, сопровождающегося увеличением ценовой *волатильности*, спрос на золото со стороны ювелирной промышленности упал в весовом выражении на 27% – до минимального за последние 8 лет уровня. Это привело к снижению общего спроса на золото в весовом выражении на 16% по сравнению с I кварталом 2007 года. Наблюдаемый инвестиционный спрос остался на уровне 2007 г., при этом поменялась его структура — снижение спроса на слитки, инвестиционные монеты и медальоны компенсировалось ростом покупок паев специализированных инвестиционных фондов.

Кроме наблюдаемого инвестиционного спроса Всемирный совет по золоту рассчитывает также показатель ненаблюдаемого инвестиционного спроса, представляющий собой

по большей части краткосрочные спекулятивные потоки со стороны институциональных инвесторов и рассчитываемый как наблюдаемая разница между совокупным объемом спроса и предложения в весовом выражении. Совокупный объем инвестиционного спроса, с учетом ненаблюдаемой части, начиная с III квартала 2007 г. держится на исторически высоком уровне.

Высокий интерес к золоту как объекту для инвестиций в условиях ускоряющейся инфляции и «кризиса доверия» на финансовых рынках объясняется, во-первых, ослаблением позиций доллара США как мировой резервной валюты и снижением его эффективного курса в номинальном и реальном выражении, во-вторых, хорошими диверсификационными свойствами золота как инвестиционного актива.

**Основной движущей силой на рынке в настоящее время является инвестиционный спрос. Рост спроса на золото со стороны инвесторов наблюдался на фоне «кризиса доверия» на финансовых рынках и снижения курса доллара США к евро**



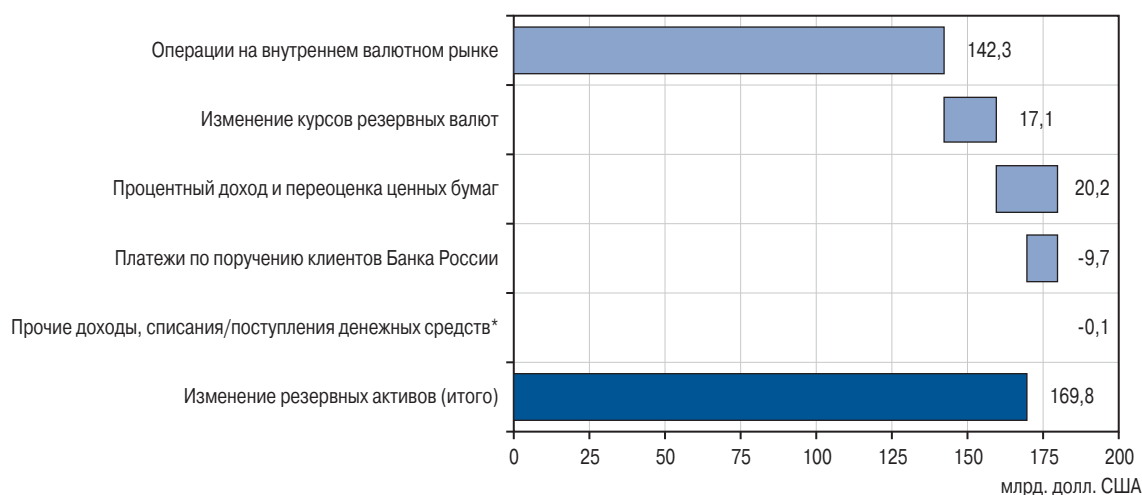


## 2. УПРАВЛЕНИЕ РЕЗЕРВНЫМИ ВАЛЮТНЫМИ АКТИВАМИ БАНКА РОССИИ В 2007 Г.

Основным фактором роста *резервных валютных активов* в 2007 г. была покупка Банком России иностранной валюты на внутреннем валютном рынке. Дополнительными факторами, оказавшими влияние на динами-

ку резервных активов, стали получение дохода от операций с активами Банка России в иностранной валюте и драгоценных металлах и изменение курсов остальных *резервных валют* к доллару США.

**Рисунок 2.1. Факторы изменения величины активов Банка России в резервных валютах в 2007 году**

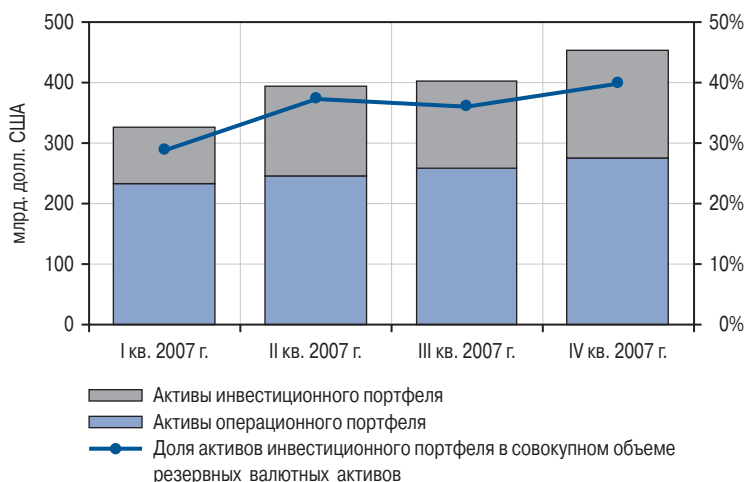


\* Статья «Прочие доходы, списания/поступления денежных средств» учитывает оттоки средств для осуществления платежей по внешнему долгу Правительства Российской Федерации, результаты операций с драгоценными металлами и нерезервными валютными активами.

По итогам 2007 г. величина *операционного портфеля резервных валютных активов* выросла с 213,1 до 281,2 млрд. долл. США. В результате доля операционного портфеля резервных валютных активов Банка России в общей стоимости резервных валютных активов сократилась в 2007 г. с 73 до 61%. Общая величина *инвестиционного портфеля*

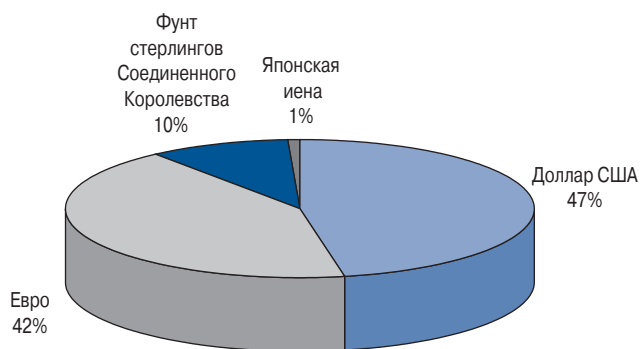
*резервных валютных активов* за 2007 г. увеличилась с 78,4 до 180,1 млрд. долл. США, его доля в общей стоимости активов операционного и инвестиционного портфелей возросла с 27 до 39%. Динамика объемов операционного и инвестиционного портфелей в течение 2007 г. представлена на рисунке 2.2.

**Рисунок 2.2. Изменение объемов операционного и инвестиционного портфелей активов Банка России в резервных валютах в течение 2007 года (по состоянию на конец соответствующего периода)**



**Распределение активов Банка России в резервных валютах по видам валют.** Резервные валютные активы Банка России в течение 2007 г. были номинированы в долларах США, евро, фунтах стерлингов Соединенного Королевства и японских иенах (см. рисунок 2.3). У Банка России в рассматриваемый период имелись также обязательства, выраженные в резервных валютах (остатки на счетах клиентов, включая счета Федерального казначейства в Банке России, и денежные средства, полученные по операциям РЕПО с иностранными контрагентами<sup>1</sup>).

**Рисунок 2.3. Распределение активов Банка России в резервных валютах по видам валют по состоянию на конец периода**



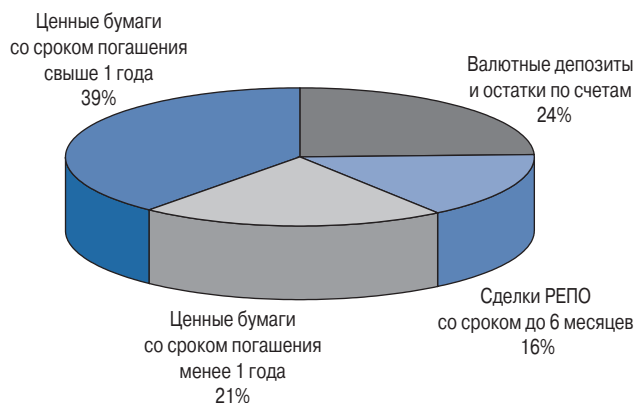
Разница между величиной активов Банка России в резервных валютах и величиной обязательств Банка России в указанных иностранных валютах представляет собой чистые резервные валютные активы, валютная структура которых является источником валютного риска. Принимаемый Банком России уровень валютного риска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

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

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

**Структура резервных валютных активов по видам инструментов.** По состоянию на 1 января 2008 г. резервные валютные активы Банка России были инвестированы в следующие классы инструментов: депозиты и остатки по корреспондентским счетам – 24,5%, сделки РЕПО – 15,6%, ценные бумаги иностранных эмитентов – 59,9% (см. рисунок 2.4). Ценные бумаги иностранных эмитентов представляют собой в основном купонные государственные облигации США, Германии, Соединенного Королевства, Франции, Нидерландов, Австрии, Бельгии, Испании, Финляндии, Ирландии, дисконтные

**Рисунок 2.4. Распределение резервных валютных активов Банка России по видам инструментов по состоянию на конец периода**



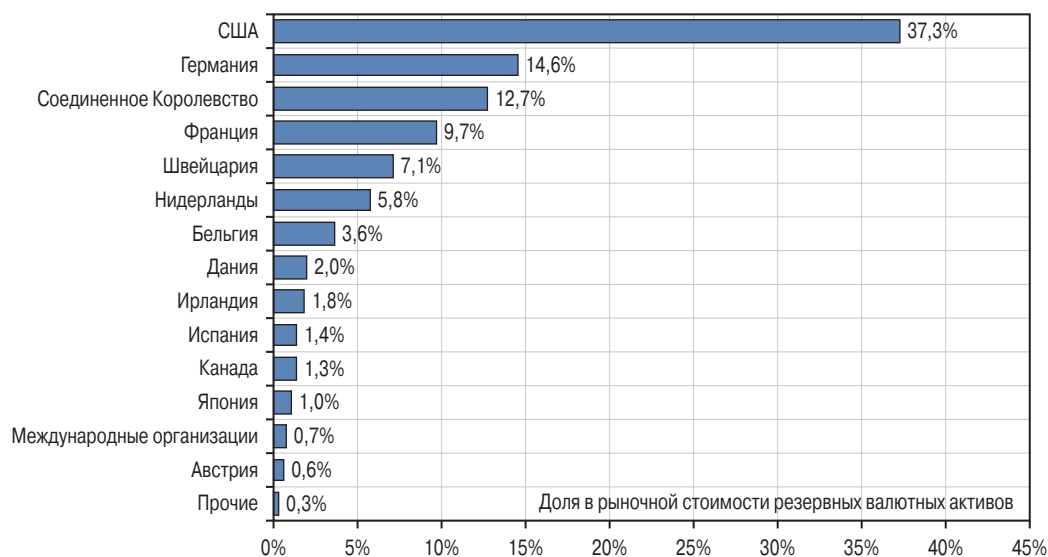
<sup>1</sup> Денежные средства, полученные по операциям прямого РЕПО с иностранными контрагентами, в расчет валютных резервных активов не включаются.

и купонные ценные бумаги агентств указанных стран.

**Географическое распределение резервных валютных активов** по состоянию на 1 января 2008 г. представлено на рисунке 2.5. На США приходилось 37,3% активов, Германию – 14,6%, Соединенное Королевство – 12,7%, Францию – 9,7%, Швейцарию –

7,1%, остальные страны – 18,6%. Распределение построено по принципу местонахождения головных контор банковских групп – контрагентов Банка России по операциям денежного рынка (остатки по корреспондентским счетам, депозиты, сделки РЕПО) и эмитентов ценных бумаг, входящих в состав портфелей резервных валютных активов Банка России.

**Рисунок 2.5. Географическое распределение активов Банка России в резервных валютах по состоянию на конец периода**



#### **Распределение резервных валютных активов по степени кредитного риска.**

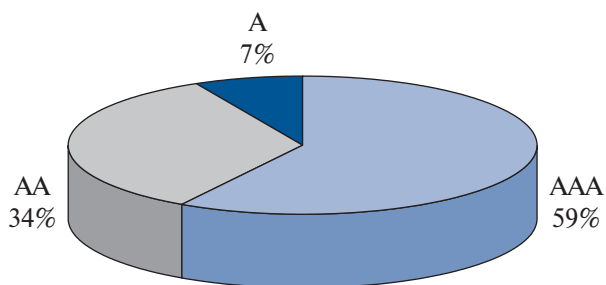
Кредитный риск ограничивался лимитами, установленными на контрагентов Банка России, а также требованиями, предъявляемыми к кредитному качеству эмитентов ценных бумаг, входящих в состав резервных валютных активов Банка России. Минимально допустимый рейтинг долгосрочной кредитоспособности контрагентов и должников Банка России по операциям с резервными валютными активами Банка России установлен на уровне «А» по классификации рейтинговых агентств Fitch Ratings и Standard & Poor's (либо «A2» по классификации рейтингового агентства Moody's). Минимальный рейтинг выпусков долговых ценных бумаг (или эмитентов долговых ценных бумаг) установлен на уровне «AA-» по классификации рейтинговых агентств Fitch Ratings и Standard & Poor's (либо «Aa3» по классификации рейтингового агентства Moody's). Сделки, связанные с управлением резервными валютными акти-

вами, заключались с иностранными контрагентами, включенными в соответствующий перечень, в пределах установленных на них лимитов по кредитному риску.

Состав портфелей резервных валютных активов Банка России в зависимости от их кредитного рейтинга приведен на рисунке 2.6. По состоянию на 1 января 2008 г. 58,7% приходилось на активы с рейтингом «AAA», 33,9% – с рейтингом «AA», 7,4% – с рейтингом «A». Распределение построено на основе информации о рейтингах долгосрочной кредитоспособности, присвоенных головным конторам банковских групп – контрагентов Банка России по операциям денежного рынка (остатки на корреспондентских счетах, депозиты, сделки РЕПО) и эмитентам ценных бумаг, входящих в состав портфелей резервных валютных активов Банка России, рейтинговыми агентствами Fitch Ratings, Standard & Poor's и Moody's. Если рейтинги контрагента или эмитента по классификации указанных агентств различались, во внимание прини-

мался наихудший из них. Распределение по уровню кредитного риска представлено по основным рейтинговым категориям «AAA», «AA», «A» без детализации рейтинговой шкалы внутри каждой категории<sup>1</sup>.

**Рисунок 2.6. Распределение резервных активов Банка России по кредитному рейтингу по состоянию на конец периода**



**Доходность резервных валютных активов.** Для оценки показателей процентного риска и доходности портфелей фактических активов используются *нормативные портфели*. Они формировались в соответствии с процедурой, установленной внутренними документами Банка России. Ребалансировка нормативных портфелей для инвестиционного портфеля валютных резервов осуществлялась ежемесячно, для операционного портфеля – еженедельно. Нормативный портфель представлял собой набор инструментов, сформированный путем присвоения определенного веса (доли) в портфеле каждому инструменту, соответствующему установленным внутренними документами Банка России

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

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

Доходность и эффективная дюрация фактических портфелей и соответствующих им нормативных портфелей оценивались на ежедневной основе. Показатели доходности учитывали как реализованные доходы, так и изменения в стоимости входящих в портфели активов. Доходность оценивалась отдельно по каждой одновалютной части операционного и инвестиционного портфелей. Показатели доходности портфелей валютных резервов Банка России за 2007 г. приведены в таблице 2.1.

Начавшийся в конце 2006 г. финансовый кризис в течение рассматриваемого периода оказывал влияние практически на все основные финансовые рынки. Поэтому Банком России в 2007 г. был принят ряд мер, направленных на минимизацию возможного негативного влияния кризиса на стоимость

**Таблица 2.1. Доходность активов операционного и инвестиционного портфелей валютных резервов Банка России за 2007 год (% годовых)**

Активы		Доллары США	Евро	Фунты стерлингов Соединенного Королевства	Японские иены
Операционного портфеля	фактического	5,21	4,11	5,88	0,68
	нормативного	4,96	4,02	5,74	0,64
Инвестиционного портфеля	фактического	8,18	3,21	7,69	–
	нормативного	8,55	3,42	7,85	–
<b>Итого</b>	<b>фактического</b>	<b>6,29</b>	<b>3,81</b>	<b>7,04</b>	<b>0,68</b>

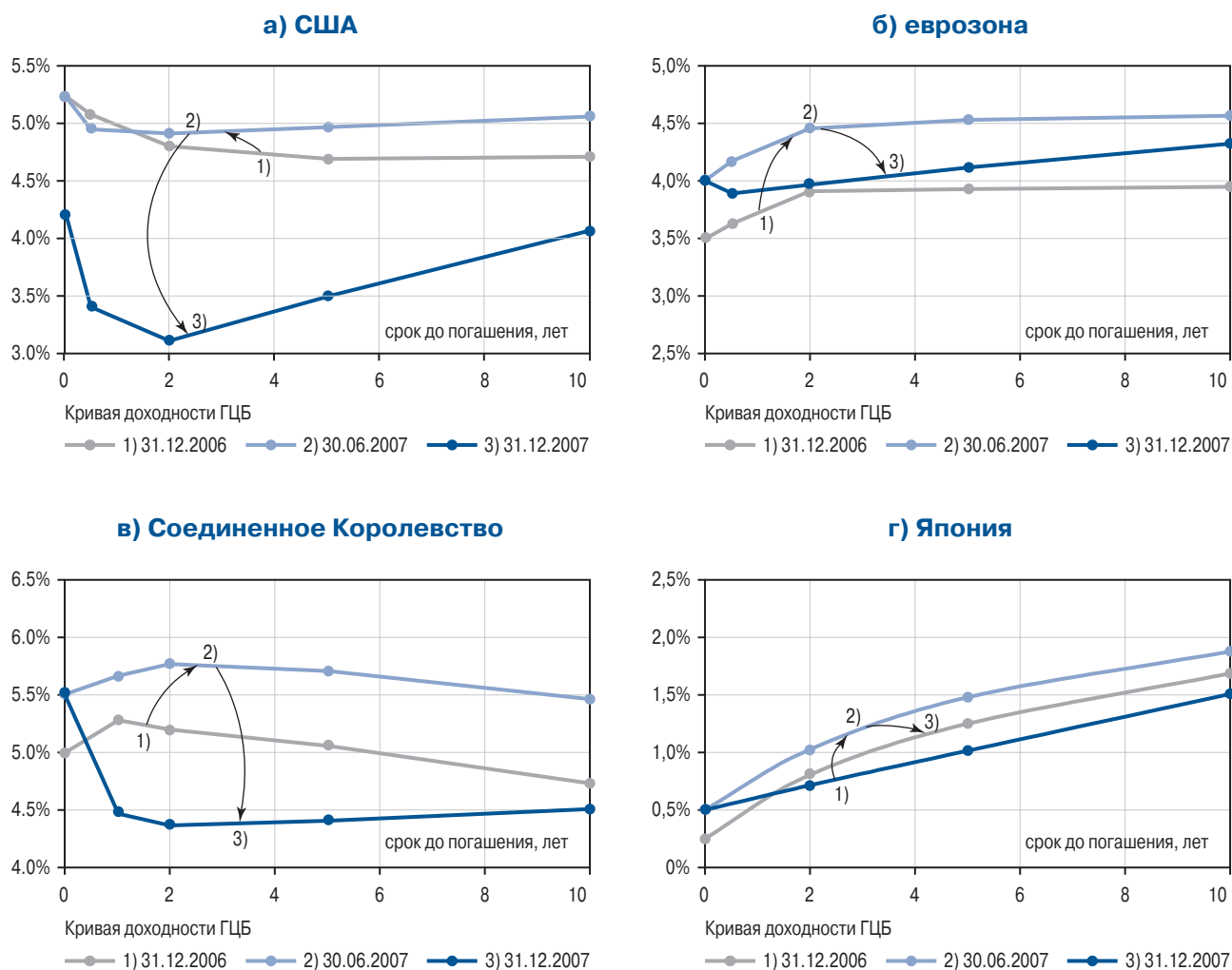
<sup>1</sup> Дополнительно для сравнения рейтингов долгосрочной кредитоспособности внутри каждой рейтинговой категории используются знаки «+» или «-» для рейтинговой шкалы Standard & Poor's и Fitch Ratings и цифры 1, 2, 3 – для рейтинговой шкалы Moody's.

резервных валютных активов: сокращена доля активов с рейтингом ниже «АА»; установлены более жесткие требования к контрагентам и срокам депозитных операций; дополнительно ограничены объемы операций с иностранными контрагентами; увеличен объем операций, обеспеченных залогом. На фоне снижения доверия инвесторов к негосударственным ценным бумагам сокращены объемы долгосрочных негосударственных ценных бумаг в составе валютных резервных активов в пользу более краткосрочных инструментов и госу-

дарственных облигаций, установлены дополнительные ограничения на объемы вложений в негосударственные ценные бумаги.

Эффект «бегства в качество», который наблюдался по мере развития финансового кризиса, в первую очередь сказался на динамике ставок по государственным облигациям (см. рисунок 2.7). Существенное снижение ставок в США и Соединенном Королевстве по всей кривой доходности определило высокие значения доходности по инвестиционному портфелю для этих стран.

**Рисунок 2.7. Кривые доходности рынка государственных ценных бумаг в США, еврозоне, Соединенном Королевстве и Японии**



По данным опроса центральных банков, проведенного Royal Bank of Scotland осенью 2007 г., по вопросу влияния последнего мирового «кризиса ликвидности» на политику управления резервными активами мнения респондентов разделились следующим образом.

	Число центральных банков, выбравших ответ	Доля респондентов, %
Незначительно	37	74
Значительно	10	20
Не оказал влияния	3	6
Всего ответов	50	100

Большинство, отметившее незначительное влияние «кризиса ликвидности» на политику управления резервами, придерживается консервативного подхода к инвестированию резервов, который позволяет минимизировать риски рыночной волатильности. Эти респонденты отметили также возможность изменения долгосрочных стратегий инвестирования, а именно: переноса сроков диверсификации портфелей за счет потенциально более прибыльных и рискованных активов.

Банки, отметившие значительное влияние «кризиса ликвидности» на политику управления резервными активами, изменили портфели резервных активов. Они пересмотрели отношение к ценным бумагам, обеспеченным активами, уменьшили объемы инвестиции в активы без обеспечения, изменив предпочтения в пользу наиболее надежных и ликвидных активов.

### 3. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ АГЕНТСТВ США

#### Обзор рынка

Рынок ценных бумаг агентств США представляет собой значимый сегмент финансового рынка с широким спектром доступных инструментов. Он привлекает инвесторов со всего мира: от небольших частных вкладчиков до хедж-фондов, фондов национального благосостояния и центральных банков различных стран. Основными причинами популярности данного рынка, в том числе среди центральных банков, являются его высокая ликвидность, глубина и надежность.

Существуют две категории агентств: федеральные агентства (организации федерального правительства США) и организации, поддерживаемые государством. Самым крупным эмитентом среди агентств первого типа является Администрация долины Теннесси (Tennessee Valley Authority), созданная для обеспечения безопасности жителей во время наводнений и для развития сельского хозяйства и промышленности в этом регионе. Компания, созданная Конгрессом США в 1933 г., не выпускает акций и полностью находится в собственности федерального правительства. Кроме того, стоит отметить Государственную национальную ипотечную ассоциацию (Government National Mortgage Association – Ginnie Mae) – единственного эмитента, чьи обеспеченные закладными ценные бумаги (mortgage backed securities – MBS) полностью гарантированы правительством США. Объемы эмиссии долговых ценных бумаг агентств первого типа сравнительно невелики, что делает их малодоступными для инвестирования резервных активов. В данном обзоре речь пойдет о втором типе агентств: о компаниях, поддерживаемых государством, чьи ценные бумаги составляют основу рынка ценных бумаг агентств США (которые участники финансового рынка называют, как правило, просто агентствами).

Агентства, поддерживаемые государством (government-sponsored enterprises – GSEs), – это находящиеся в частном владении юридические лица, учрежденные на федеральном

уровне. Основная цель их создания – удешевить кредиты, сделать их более доступными в таких сферах экономики, как сельское хозяйство, жилье, образование. Агентства начали создаваться Конгрессом США еще в первой половине XX в. (первое агентство было создано в 1916 г.) для того, чтобы развить сектор кредитования в значимых областях экономики, повысить его прозрачность, эффективность и тем самым увеличить инвестиционную привлекательность данных областей экономики. Государство регулирует деятельность данных компаний, назначает их руководство, определяет налоговый режим. Долговые ценные бумаги агентств принимаются в качестве обеспечения по операциям рефинансирования Федеральной резервной системой США, что способствует высокой ликвидности данных ценных бумаг и еще больше укрепляет доверие к ним. Каждое из агентств представляет собой значимого, системообразующего участника рынка с огромными финансовыми потоками, так что банкротство любого из них приведет к коллапсу ипотечного рынка, существенно снизит доступность жилья и подорвет доверие иностранных инвесторов к американскому финансовому рынку в целом. Такой статус предполагает, что агентства обладают так называемой «подразумеваемой гарантией» (implied guarantee) со стороны государства, которая обеспечивает определенный уровень уверенности участников рынка в том, что правительство США не допустит банкротства этих компаний.

Поскольку в системе ценностей США жилье представляет собой базовый элемент, находящийся в основании пирамиды предпочтений рядового гражданина, удовлетворение этой потребности становится необходимым условием доверия к власти. Поэтому ипотечный рынок, который делает жилье практически повсеместно доступным, становится ключевым элементом не только экономической, но и политической стабильности.

Рейтинговые агентства Standard&Poor's и Moody's подтверждают высокий уровень на-

дежности вложений в ценные бумаги агентств, поддерживаемых государством, и присваивают необеспеченным долговым обязательствам этих компаний высшие рейтинги («AAA» по шкале Standard & Poor's и «Aaa» по шкале Moody's).

Долговые обязательства размещаются на рынке пятью агентствами: Федеральной национальной ипотечной ассоциацией (Federal National Mortgage Association – Fannie Mae), Федеральной корпорацией жилищного ипотечного кредитования (Federal Home Loan Mortgage Corporation – Freddie Mac), Федеральной системой банков жилищного кредитования (Federal Home Loan Bank System – FHLB), Федеральной системой банков фермерского кредита (Federal Farm Credit Bank System – Farm Credit), Федеральной сельскохозяйственной ипотечной корпорацией (Federal Agricultural Mortgage Corporation – Farmer Mac). Первые три из вышеназванных агентств работают на рынке обеспечения жилищного кредитования, последние два были созданы для поддержки сельскохозяйственной отрасли.

Агентства выпускают широкий спектр долговых ценных бумаг со сроками до погашения от одного дня до тридцати лет. Среди них представлены как ценные бумаги, обеспеченные активами, в частности ценные бумаги, обеспеченные закладными (MBS), так и не обеспеченные активами облигации. Агентства выпускают также субординированные ценные бумаги. Ценные бумаги, обеспеченные закладными, могут иметь фиксированный или плавающий доход. Большинство центральных банков не инвестируют валютные резервные активы в ценные бумаги, обеспеченные закладными, поскольку возможно их досрочное

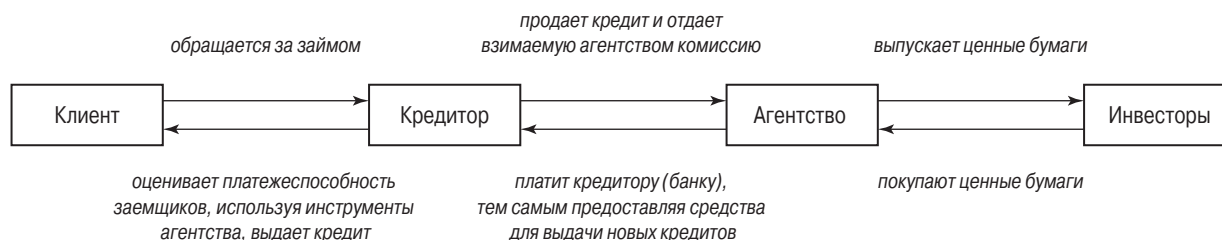
погашение, что повышает рыночный риск и риск реинвестирования и усложняет процесс управления ликвидностью.

По форме собственности часть агентств являются публичными компаниями, и их акции открыто обращаются на рынке, другие же представляют собой компании закрытого типа.

Ценные бумаги Fannie Mae и Freddie Mac составляют основу вторичного ипотечного рынка. Когда потребители обращаются за займом к кредитору, кредитор оценивает платежеспособность заемщиков, часто используя при этом критерии оценки агентств. Предоставив кредит потребителям, он продает его агентству (более подробно о качестве кредитов, которые покупает агентство, см. ниже). Полученные средства могут быть использованы для выдачи новых кредитов. В свою очередь, агентства эмитируют собственные ценные бумаги, финансируя свою деятельность. Гарантия агентств в части выплат по облигациям, обеспеченным закладными, даже в случае неуплаты клиентских взносов по кредиту существенно уменьшает риск по этим ценным бумагам.

За счет таких факторов, как большой объем, глубина и ликвидность вторичного ипотечного рынка, поддержка со стороны государства и собственная гарантия агентств, достигается основная цель их создания – удешевление кредитов для домашних хозяйств. В совокупности указанные факторы повышают привлекательность долговых ценных бумаг агентств среди инвесторов, что обеспечивает дополнительный приток наличности, доступной банкам-кредиторам (через вторичный ипотечный рынок), и, в свою очередь, снижают ставку процента по кредитам для домашних хозяйств.

**Рисунок 3.1. Схема рынка кредитования с участием агентств**





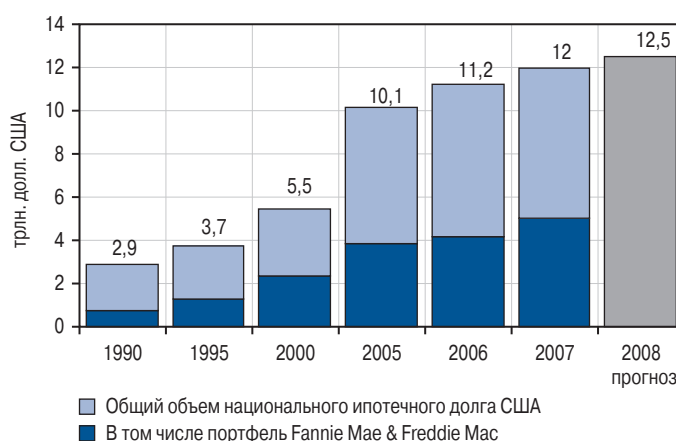
### Экономия в числах

Приток наличности, который обеспечивает вторичный ипотечный рынок кредиторам, делает возможным уменьшение ставки по закладным примерно на 0,5%. При сумме кредита в 150 000 долл. США сроком на 30 лет покупатель недвижимости может сэкономить до 18 000 долл. США на выплате процентов<sup>1</sup>.

Национальный ипотечный рынок в США представляет собой очень крупный, развитый и растущий сегмент финансового рын-

ка, объемы которого на конец первого полугодия 2008 г. превысили 12 трлн. долл. США.

**Рисунок 3.2. Объем национального ипотечного долга в США**



Агентства, поддерживаемые государством, работают с кредитами надежных заемщиков с хорошей кредитной историей – при этом риск неуплаты по платежам минимален. Агентство Fannie Mae выпустило руководство, в котором описано, кого следует считать надежным (prime) заемщиком. Согласно этой классификации для того, чтобы обратиться на рынок надежных кредитов, клиент должен иметь не менее 620 кредитных баллов (кредитные баллы могут составлять от 350 до 850; среднее в

США равно 723), отношение его долга к доходу не должно превышать 75%, отношение долга к рыночной цене имущества должно составлять порядка 90% (имеется в виду, что 10% клиент платит в качестве первоначального взноса). Помимо использования федеральными агентствами ссуд только «высокого кредитного качества», фактором, уменьшающим кредитный риск вложений в ценные бумаги агентств, является их поддержка Федеральным казначейством США.

В связи с ипотечным кризисом в США рынок «субнадежных» (subprime) кредитов в последнее время вызывает повышенный интерес. По сути, основные элементы схемы функционирования этого рынка и рынка с участием агентств очень похожи, что вызывает сомнения относительно надежности вложений в агентские бумаги. Однако, как было указано выше, критерии, установленные агентствами, защищают их от работы с «субнадежными» заемщиками.

Клиент, которому отказали на рынке надежных кредитов, может получить заем на рынке «субнадежных» кредитов. Однако процентная ставка, под которую выдается кредит, здесь значительно выше, чем на рынке надежных кредитов, в силу большой вероятности дефолта заемщика. На рынке «субнадежных» кредитов банк предоставляет кредиты клиентам, а затем напрямую продает обеспеченные этими активами ценные бумаги инвесторам. Выплаты по эмитированным ценным бумагам непосредственно зависят от того, насколько добросовестно клиент-заемщик обслуживает кредит.

<sup>1</sup> Пример взят с официального сайта Freddie Mac ([www.freddie.com](http://www.freddie.com)).

Невысокая надежность заемщика, однако, порождает ряд особенностей функционирования рынка: ценные бумаги, выпускаемые на данном рынке, являются более рискованными, чем ценные бумаги агентств. Банк, выпуская ценные бумаги, обеспеченные закладными, будет выплачивать процент по ним по мере поступления выплат по ипотечному кредиту от «субнадежных» заемщиков. Кроме того, у банка нет поддержки со стороны государства, которая есть у агентств. Все эти факторы повышают кредитный риск подобных ценных бумаг.

### Ведущие агентства

Данный раздел содержит краткую справочную информацию по ведущим агентствам США. При осуществлении операций с валютными резервными активами Банк России инвестирует средства в бумаги следующих агентств: Федеральная национальная ипотечная ассоциация, Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредитования, Федеральная система банков жилищного кредитования, Федеральная система банков фермерского кредита.

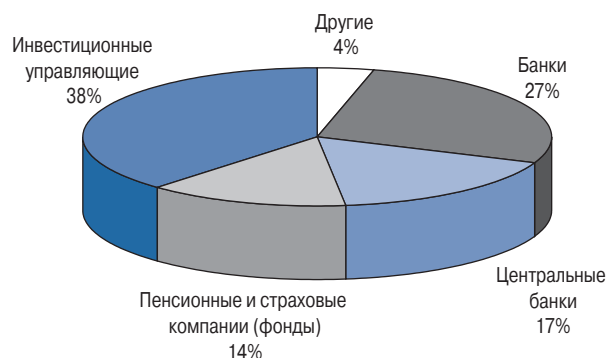
**Федеральная национальная ипотечная ассоциация (Fannie Mae)** была создана Конгрессом США в 1938 г., ей был присвоен федеральный статус и поручено обеспечение функционирования вторичного рынка ипотечного кредитования. В период с 1938 по 1968 г. Fannie Mae была монополистом на этом рынке. В 1968 г. от компании была отделена Ginnie Mae, которая стала государственной корпорацией, а Fannie Mae была преобразована в частную компанию. В настоящий момент основной задачей деятельности является обеспечение ликвидностью вторичного рынка ипотеки. Для этого агентство предоставляет банкам для выдачи дополнительных кредитов средства, полученные от продажи инвесторам долговых ценных бумаг. Fannie Mae покупает ипотечные займы на вторичном рынке, объединяет их в пулы и выпускает на открытый рынок ценные бумаги, обеспеченные закладными. Акции компании обращаются на публичном рынке.

Федеральным казначейством США открыта кредитная линия для Fannie Mae на сумму 2,25 млрд. долл. США. Кроме того, компания освобождена от нефедеральных подоходных налогов. При этом обязательства компании не гарантируются государством.

Активы компании составляют 882 млрд. долл. США. Сумма долгосрочного долга равняется 562 млрд. долл. США., краткосрочного – 234 млрд. долл. США<sup>1</sup>.

**Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредитования (Freddie Mac)** была создана Конгрессом США в 1970 г. с целью углубления и развития ипотечного рынка страны. Акции компании публично обращаются на рынке. Содержание основной деятельности Freddie Mac то же, что и у агентства Fannie Mae.

**Рисунок 3.3. Распределение вложений Freddie Mac в ценные бумаги, обеспеченные закладными, по типу инвесторов**



Федеральным казначейством США открыта кредитная линия для Freddie Mac на сумму 2,25 млрд. долл. США. Компания освобождена от нефедеральных подоходных налогов. Активы Freddie Mac составляют 794 млрд. долл. США. Сумма долгосрочного долга равняется 438 млрд. долл. США, краткосрочного – 295 млрд. долл. США<sup>2</sup>.

Деятельность Freddie Mac, так же как и Fannie Mae, регулируется специальным ор-

<sup>1</sup> Данные на 31.12.2007. Источник: Fannie Mae.

<sup>2</sup> Данные на 31.12.2007. Источник: Freddie Mac.

ганом – Управлением по федеральному надзору за предприятиями жилищного сектора (Office of Federal Housing Enterprise Oversight – OFHEO), существующим в рамках Департамента по развитию жилищного и городского строительства. Данное управление следит за достаточностью основного капитала, финансовой стабильностью и надежностью этих двух агентств.

**Федеральная система банков жилищного кредитования (FHLB)** была создана актом Конгресса США в 1932 году. Система включает в себя 12 региональных банков, которые находятся в собственности 8100 финансовых институтов США, и ее акции не выставляются на открытую продажу. FHLB предоставляет средства финансовым институтам США для выдачи кредитов на покупку жилья (а также на развитие бизнеса и сельского хозяйства). Для того чтобы получить кредит у компании, необходимо стать ее членом, купив акции данной компании. Федеральным казначейством США открыта кредитная линия для FHLB на сумму 4,0 млрд. долл. США. Компания освобождена от местных подоходных налогов и подоходных налогов на уровне штата. Деятельность агентства контролируется Федеральным финансовым советом по жилищным вопросам (Federal Housing Finance Board).

Активы компании составляют 1,23 трлн. долл. США. Сумма долгосрочного долга равняется 836 млрд. долл. США, краткосрочного – 311 млрд. долл. США<sup>1</sup>.

**Федеральная система банков фермерского кредита (Farm Credit)** была создана актом Конгресса США в 1916 году. Основная

цель Farm Credit – повысить доступность кредитов надежным заемщикам в сельскохозяйственном секторе экономики.

Федеральная система банков фермерского кредита состоит из 94 кредитных учреждений и 5 банков. На долю агентства приходится финансирование примерно 35% всего объема кредитования сельскохозяйственной отрасли США.

Farm Credit является кооперативом, находящимся в собственности его заемщиков. Его деятельность регулируется Администрацией фермерского кредита (Farm Credit Administration) – отдельным органом, входящим в систему Правительства США. Компания освобождена от нефедеральных подоходных налогов.

Активы Farm Credit составляют 186 млрд. долл. США, общая сумма долга – 143 млрд. долл. США<sup>2</sup>. Портфель кредитов компании диверсифицирован по отраслям сельского хозяйства, максимальная доля (13%) приходится на скотоводство. Предоставление займов на всей территории США обеспечивает географическую диверсификацию активов, тем самым минимизируя влияние региональных факторов и/или природных явлений на стабильность финансового положения Farm Credit.

Компания предоставляет кредиты как очень крупным заемщикам (размер кредита – более 250 млн. долл. США), так и небольшим (от 1 тыс. долл. США). По состоянию на конец 2007 г. около 90% количества выданных кредитов составляли кредиты на сумму от 1 до 250 тыс. долл. США.

### Текущая ситуация на рынке агентств США<sup>3</sup>

В июне 2008 г. стоимость акций компаний Freddie Mac и Fannie Mae продолжала снижаться. Причиной этого стали опасения участников рынка, связанные с необходимостью привлечения указанными компаниями дополнительного капитала для соответствия новым правилам финансовой отчетности и покрытия возможных убытков в результате списаний активов.

Ожидается, что в августе 2008 г. Freddie Mac и Fannie Mae опубликуют информацию об убытках по итогам II квартала 2008 года. Для компаний это будет четвертый убыточный квартал подряд, и для соответствия требованиям регулирующих органов (OFHEO) им вновь придется привлечь дополнительный капитал.

Совет по стандартам финансовой отчетности США (FASB) планирует изменить пра-

<sup>1</sup> Данные за III квартал 2007 года. Источник: Citibank.

<sup>2</sup> Данные за III квартал 2007 года. Источник: Citibank.

<sup>3</sup> Материал добавлен в ходе подготовки обзора к печати. Последнее обновление – 31.07.2008.

вила составления финансовой отчетности в отношении компаний специального назначения (Special Purpose Entity – SPE), которые используются, в частности, для секьюритизации ипотечных закладных. Если изменения будут приняты и станут распространяться на поддерживаемые государством компании, то последним будет необходимо привлечь дополнительный капитал. По оценкам аналитиков Lehman Brothers, для соответствия новым правилам Freddie Mac потребуется привлечь 29 млрд. долл. США, Fannie Mae – 46 млрд. долл. США. Обсуждение проекта новых правил учета продлится до августа, их вступление в силу планируется в 2010 году.

С точки зрения регулирующих органов США в настоящее время агентства не испытывают проблем с текущей ликвидностью и имеют достаточный капитал.

Заявление бывшего президента Федерального резервного банка Сент-Луиса Вильяма Пула о необходимости участия правительства США в финансировании Freddie Mac и Fannie Mae также оказало на ожидания участников рынка негативное влияние. По его мнению, справедливая стоимость обязательств указанных компаний превышает стоимость их активов. Участники рынка сделали из этого заявления вывод, что привлечение агентствами акционерного капитала будет крайне трудным, поэтому вмешательство государства неизбежно.

В дальнейшем министр финансов США Г. Полсон, директор OFHEO Д. Локхарт, председатель Федеральной резервной системы США (ФРС США) Б. Бернанке и президент США Дж. Буш также сделали ряд заявлений, сводящихся к следующему: агентства являются одним из ключевых элементов финансовой системы США, финансовые власти Соединенных Штатов рассматривают агентства в качестве основного механизма финансирования ипотечного кредита в стране и рассчитывают, что их деятельность позволит уменьшить негативные последствия финансового кризиса, а также будет содействовать прекращению падения цен на недвижимость. Финансовые власти США рассчитывают на сохранение агентств в их нынешней организационно-правовой форме акционерных компаний.

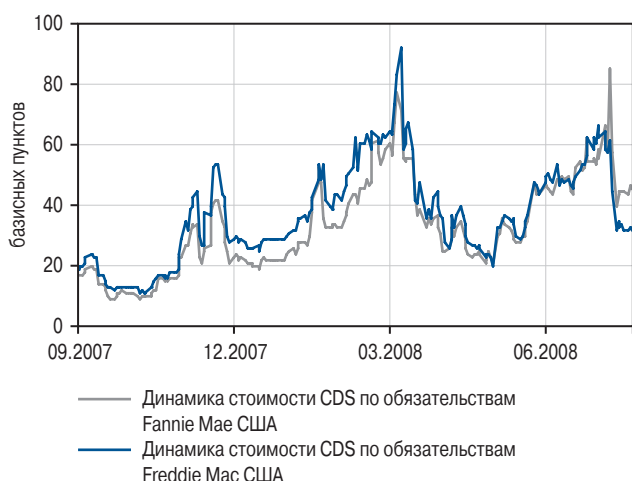
Долговые обязательства агентств принадлежат инвесторам по всему миру, поэтому доверие инвесторов крайне важно для стабильности финансовой системы и финансовых рынков США. Позднее Г. Полсон сообщил, что Fannie Mae и Freddie Mac имеют достаточную «денежную подушку», чтобы выдержать спад на жилищном рынке США, и что власти пока не планируют использовать механизмы их поддержки, о создании которых было объявлено ранее. В данный момент регулирующие органы проводят проверку отчетности обеих компаний, положительные результаты которой, по заявлению Г. Полсона, должны способствовать укреплению доверия участников финансового рынка к агентствам.

В конце июля текущего года был принят акт о государственной поддержке агентств, связанных с ипотечным рынком (Fannie Mae, Freddie Mac, FHLMC). Данный акт предполагает правительственные гарантии со стороны Федерального совета по жилищному строительству (Federal Housing Authority) по новым ипотечным закладным. Казначейство США сможет принимать участие в капитале агентств и покупать их долговые ценные бумаги. В совокупности это дает Казначейству США достаточно широкие возможности для поддержки двух ипотечных гигантов. Казначейство США также планирует привлечь ФРС США к проведению консультаций по регулированию деятельности данных компаний, в частности установлению требований к их капиталу и иных пруденциальных нормативов.

Данные мероприятия позволили устранить панические настроения, стоимость *дефолтных свопов* (CDS) по обязательствам агентств существенно снизилась. Ввиду того, что оказание государством при необходимости помощи агентствам не вызывает сомнений у участников рынка, цены долговых обязательств агентств существенно не снижались. Однако значительное снижение стоимости дефолтных свопов, которые отражают рыночную оценку кредитного риска, не сопровождалось таким же существенным сужением кредитных спредов по облигациям Freddie Mac и Fannie Mae. Многие участники рынка заняли выжидательную позицию и не стали немедленно осуществлять массовую скупку долговых цен-

ных бумаг агентств. Цены акций Freddie Mac и Fannie Mae существенно не возросли в связи с тем, что возможность участия государства в капитале агентств и, соответственно, размывания долей существующих акционеров оценивается участниками рынка как высокая.

**Рисунок 3.4. Динамика стоимости дефолтных свопов (CDS) по обязательствам Fannie Mae и Freddie Mac**

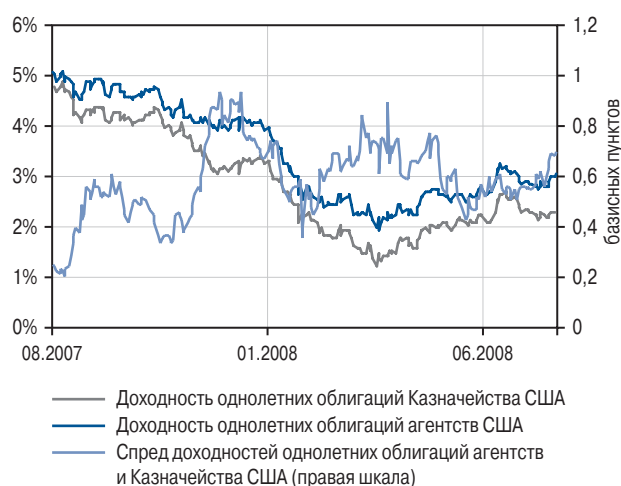


На фоне произошедших событий рейтинговым агентством Moody's 16 июля 2008 г. рейтинги собственной финансовой устойчивости были снижены до уровня «В–» (bank financial strength rating)<sup>1</sup> Fannie Mae (снижение на одну ступень) и Freddie Mac (снижение на две ступени). Рейтинг «В–» относится к «инвестиционному уровню» и присваивается финансово стабильным компаниям. Возможность даль-

нейшего понижения указанного рейтинга сохраняется. Рейтинг долговых обязательств компаний подтвержден на уровне «AAA» (senior debt rating), пересмотра данного рейтинга не ожидается.

Кроме того, в условиях заметного спада в экономике США в целом, а также напряженности на финансовом рынке роль агентств, в частности Freddie Mac и Fannie Mae, возрастает. Оставаясь в числе немногих крупных участников рынка, доверие к которым сохраняется, эти компании могут сыграть одну из ключевых ролей в восстановлении активности на рынке недвижимости и сохранении посреднической роли финансового рынка.

**Рисунок 3.5. Динамика доходности и кредитного спреда однолетних облигаций агентств США и казначейских облигаций США**



<sup>1</sup> Отражает вероятность того, что компании потребуется помощь со стороны третьих лиц (компаний, входящих в ту же финансовую группу, включая материнскую компанию, акционеров или правительства).

## Краткая сводная информация об организациях, поддерживаемых Правительством США

Агентство	Коротко об агентстве	Когда основано	Цель деятельности	Поддержка государства	Долг	Активы
<b>Fannie Mae</b>	Предоставляет гарантии выплат по жилищным займам; выпускает ценные бумаги, обеспеченные ипотечными зкладными	Основано в 1938 г. в соответствии с Национальным законом о жилищном строительстве (National Housing Act), принятым Конгрессом США. В 1968 г. было разделено Конгрессом на два независимых юридических лица: Fannie Mae и Ginnie Mae	Обеспечивает ликвидность вторичного рынка ипотеки за счет продажи и поручительства ценных бумаг, обеспеченных ипотекой (MBS)	Дискреционная кредитная линия на 2,25 млрд. долл. США, открытая Федеральным казначейством США и освобождение от нефермерских подоходных налогов	Долгосрочный долг – 562 млрд. долл. США, краткосрочный – 234 млрд. долл. США	Суммарные активы – 882 млрд. долл. США
<b>Freddie Mac</b>	Предоставляет гарантии выплат по жилищным займам; выпускает ценные бумаги, обеспеченные ипотечными зкладными	Основано в 1970 г. в соответствии с Актом о федеральной корпорации жилищного ипотечного кредитования (Federal Home Loan Mortgage Corporation Act), принятым Конгрессом США. С 1989 г. закон о реформе финансовых институтов (The Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act) унифицировал структуру собственности и взаимодействие с государством Freddie Mac аналогично Fannie Mae	Обеспечивает ликвидность вторичного рынка ипотеки за счет продажи и поручительства ценных бумаг, обеспеченных ипотекой (MBS)	Дискреционная кредитная линия на 2,25 млрд. долл. США, открытая Федеральным казначейством США и освобождение от нефермерских подоходных налогов	Долгосрочный долг – 438 млрд. долл. США, краткосрочный – 295 млрд. долл. США	Суммарные активы – 794 млрд. долл. США

<b>Federal Home Loan Bank System</b>	Предоставляет средства финансовым институтам США (являющимся собственниками FHLB) для выдачи кредитов на покупку жилья (а также на развитие бизнеса и сельского хозяйства)	Основано в 1932 г. Федеральным актом банков жилищного кредита (Federal Home Loan Bank Act)	Обеспечивает легкодоступными средствами (по невысоким ценам) своих собственников – 8100 финансовых институтов США, повышает доступность кредитов, увеличивает ликвидность рынка	Дискреционная кредитная линия на сумму 4,0 млрд. долл. США со стороны Федерального казначейства США и освобождение от подоходных налогов	Долгосрочный долг – 836 млрд. долл. США, краткосрочный – 311 млрд. долл. США	Активы 12 региональных банков и подразделений, входящих в FHLBS, в совокупности составляют 1,23 трлн. долл. США
<b>Farm Credit System</b>	Специализируется на кредитовании сельскохозяйственной отрасли	Самое первое из созданных GSE. В 1916 г. Конгресс основал Федеральные земельные банки (Federal Land Banks)	Обеспечивает легкодоступные средства для кредитования сельского хозяйства	Освобождение от нефедеральных подоходных налогов и размещение ценных бумаг через ФРС США	Долгосрочный долг – 91 млрд. долл. США, краткосрочный – 49 млрд. долл. США	Активы – 186 млрд. долл. США

## 4. ГЛОССАРИЙ

### **Базовая инфляция**

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

### **Биржевые товары**

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

### **Вариационная маржа**

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

### **Волатильность**

Характеристика изменчивости показателя.

### **Дезинфляция**

Снижение темпов инфляции.

### **Денежная база**

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

### **Дефлятор конечного потребления**

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

### **Дефляция**

Процесс, обратный инфляции, – падение уровня цен.

### **Дефолтный своп**

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

### **Дюрация**

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



**Золотовалютные резервы  
Банка России**

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

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

Измеряется в долларах США.

**Инвестиционный портфель  
резервных валютных  
активов Банка России**

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

**Индекс потребительских  
цен (ИПЦ)**

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

**Индекс розничных цен**

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

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

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

**Индекс MSCI world**

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

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

Индексы, рассчитываемые на основе опросов представителей фирм относительно оценки текущей ситуации на их рынках или их ожиданий в отношении того, какова будет ситуация в будущем.

В основе каждого индекса лежит соотношение доли респондентов, ответивших, что деловая активность на их рынках повышается, и доли респондентов, указавших на ее снижение.

**Кастодиан**

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

**Ключевая ставка  
центрального банка**

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

Примеры ключевых ставок, используемых ведущими центральными банками:

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

**Кредитный рейтинг**

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

**Кривая доходности**

График взаимосвязи между доходностью и сроком до погашения ценных бумаг.

**Многоценовой аукцион  
по размещению  
государственных ценных  
бумаг**

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

**Монетарное золото**

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

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

В отличие от многоценового аукциона (см. выше) в случае моноценового аукциона заявки удовлетворятся по цене/доходности, единой для всех инвесторов.

**Нормативный портфель**

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

**Операции РЕПО (обратного  
РЕПО)**

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

**Операционный портфель резервных валютных активов Банка России**

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

**Реальный курс национальной валюты к иностранной валюте**

Обменный курс, скорректированный на соотношение темпов инфляции в соответствующих странах.

**Реальный эффективный курс национальной валюты**

Индекс, представляющий собой средневзвешенный реальный курс национальной валюты к корзине иностранных валют. В качестве весов отдельных реальных курсов национальной валюты к иностранным валютам обычно используются доли зарубежных стран во внешнеторговом обороте данной страны.

**Резервные валютные активы Банка России**

Требования Банка России к зарубежным банкам в резервных иностранных валютах (долларах США, евро, фунтах стерлингов Соединенного Королевства, японских иенах, швейцарских франках), а также принадлежащие Банку России и проданные Банком России с обязательством обратного выкупа ценные бумаги зарубежных эмитентов в резервных валютах.

**Резервные валюты Банка России**

Доллар США, евро, фунт стерлингов Соединенного Королевства, японская иена, швейцарский франк.

**Спред индекса EMBI+**

Индекс EMBI+ представляет собой доходность государственных долговых обязательств развивающихся стран, номинированных в иностранной валюте, взвешенную по объему в обращении этих обязательств. Спред индекса EMBI+ – это разница между доходностью индекса и доходностью государственных облигаций США.

**Среднесписочная численность занятых**

Расчетный показатель госстатистики, исчисляется путем суммирования списочной численности работников за каждый календарный день месяца, и деления полученной суммы на число календарных дней месяца.

**Стрипы (STRIPS)**

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

**Счет текущих операций платежного баланса**

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

**Чистый экспорт (товаров и услуг)**

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

ОБЗОР ДЕЯТЕЛЬНОСТИ БАНКА РОССИИ  
ПО УПРАВЛЕНИЮ РЕЗЕРВНЫМИ  
ВАЛЮТНЫМИ АКТИВАМИ

Выпуск 3 (7)

Подписано в печать 00.00.2008 г.  
Формат 60x90/8. Объем 5,5 печ. л.

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