



ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

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

ВЫПУСК 1(5)

Москва
2008

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

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

ВЫПУСК 1(5)

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

Вашему вниманию предлагается очередной выпуск обзора деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами.

В первом разделе приведен анализ мировой финансово-экономической конъюнктуры за период с июля 2006 г. по январь 2008 г. с акцентом на текущих тенденциях в страновом разрезе.

Второй раздел посвящен управлению указанными активами в период с июля 2006 г. по июнь 2007 г. включительно. Выбор анализируемого периода, равного одному календарному году, объясняется текущей практикой отчетности Банка России в этой области. Сохраняется временной интервал между окончанием отчетного периода и датой публикации данных об управлении валютными активами, поскольку преждевременное рас-

крытие информации об инвестиционных решениях, принятых Банком России, учитывая возможный объем связанных с ними операций с валютными активами, может оказать существенное влияние на поведение других участников мирового финансового рынка.

В третьем разделе предлагается краткий обзор рынка государственных облигаций США, а в приложении к настоящему выпуску – подготовленный Федеральным резервным банком Нью-Йорка материал с изложением рекомендуемых подходов к работе на рынке государственных облигаций США. Данный рынок имеет долгую историю развития и является в настоящее время одной из ключевых составляющих мирового финансового рынка, определяя, в частности, стоимость безрисковых заимствований.

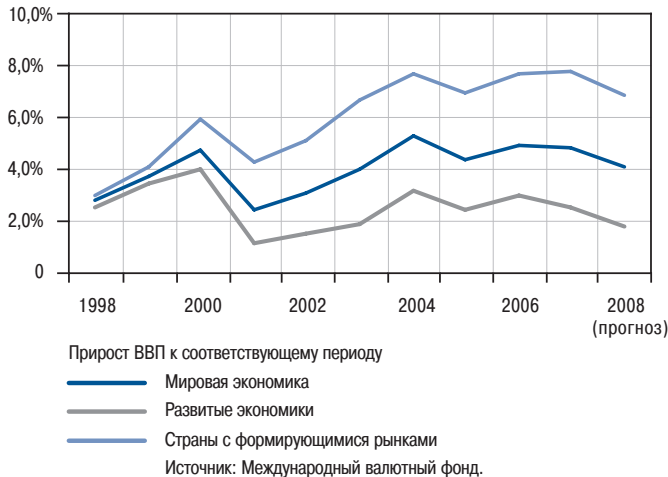
СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие.....	3
Содержание.....	5
1. Обзор конъюнктуры мировых финансовых рынков.....	7
1.1. Глобальные тенденции в июле 2006 г. – январе 2008 г.	7
1.2. Соединенные Штаты Америки.....	15
1.3. Экономический и валютный союз.....	18
1.4. Соединенное Королевство.....	21
1.5. Япония.....	23
1.6. Рынок золота.....	25
2. Управление резервными валютными активами Банка России в период с июля 2006 г. по июнь 2007 г.	27
3. Рынок ценных бумаг Казначейства США.....	33
4. Глоссарий.....	41
Приложение.....	45

1. ОБЗОР КОНЬЮНКТУРЫ МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

1.1. Глобальные тенденции в июле 2006 г. – январе 2008 г.

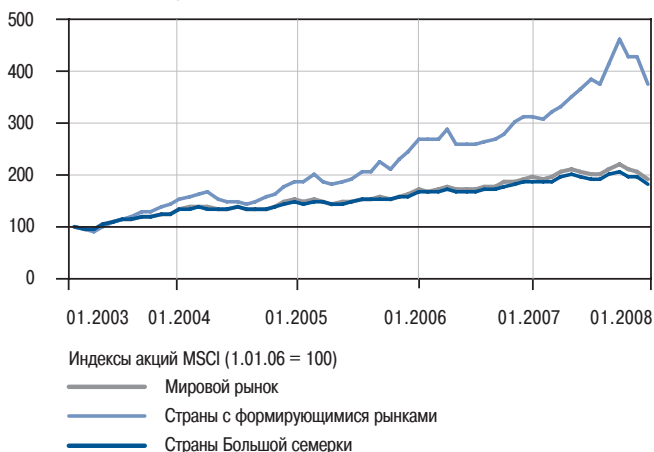
После достаточно длинного периода динамичного развития мировой экономики наметились тенденции к ее замедлению



Сдерживающими факторами являются негативные тенденции в экономике США и возросшая волатильность на мировых финансовых рынках на фоне развивающегося «кризиса доверия»



Экономический рост выразился в существенном повышении фондовых индексов, особенно стран с формирующимися рынками...



Исходя из складывавшейся на мировых финансовых рынках конъюнктуры, рассматриваемый период можно разделить на две части. Первая часть периода (июль 2006 г. – август 2007 г.) характеризовалась достаточно устойчивым ростом мировой экономики, на фоне которого происходил рост фондовых индексов, а *волатильность* цен большинства финансовых активов была невелика. В этот период политику большинства ведущих центральных банков развитых стран и стран с развивающимися рынками можно было охарактеризовать как сдерживающую. Ситуация кардинально изменилась в сентябре 2007 г., когда из-за спада в жилищном секторе США ухудшение состояния ряда финансовых институтов привело к развитию «кризиса ликвидности». В результате вторая часть рассматриваемого периода (с сентября 2007 г. по январь 2008 г.) характеризовалась высокой волатильностью финансовых рынков и сопровождалась значимыми сигналами о существенном замедлении мирового экономического роста и смягчением денежно-кредитной политики. Наиболее наглядными эти тенденции были в экономике США.

С июля 2006 г. по август 2007 г. мировая экономика демонстрировала высокие темпы роста во многом благодаря продолжающемуся динамичному развитию стран с формирующимися рынками. В развитых странах основными компонентами роста стали: в США — потребление и экспорт, в еврозоне и Соединенном Королевстве — инвестиции и потребление. Для еврозоны также следует отметить экспорт, который в свое время явился катализатором динамичного роста этого региона.

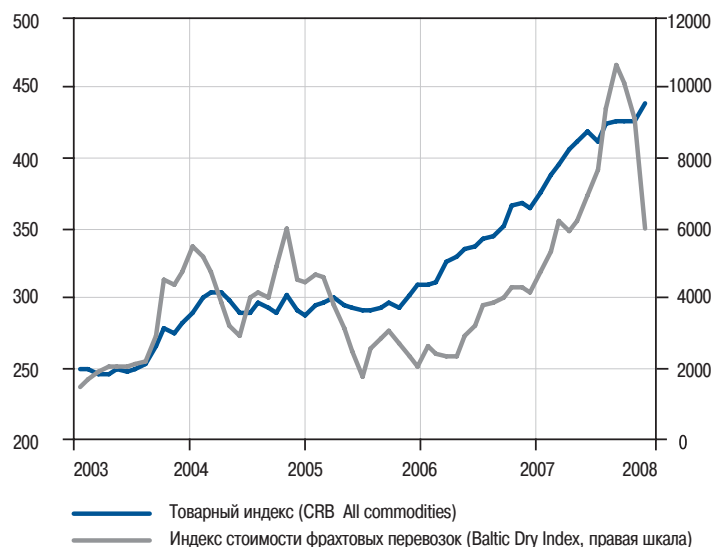
Процессы, происходившие в этот период и сыгравшие значительную роль в формировании мировой экономической конъюнктуры, продолжились и в начале 2008 года. Одним из таких процессов стал существен-

ный рост цен на товарных рынках, основным фактором которого явилось интенсивное развитие стран с формирующимися рынками. Возросший спрос со стороны этих стран сказался на ценах энергоносителей, промышленных сырьевых товаров и металлов.

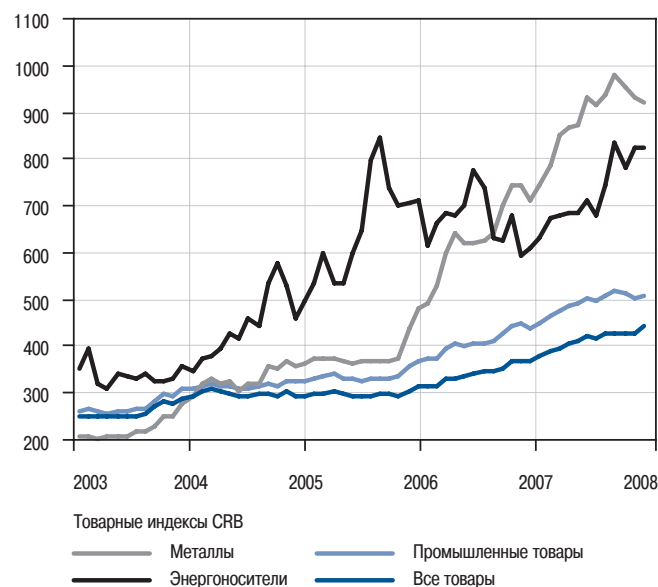
Кроме того, начиная со второй половины 2007 г. был отмечен ускоренный рост цен на продовольственные товары во всем мире. Это было обусловлено, с одной стороны, ростом благосостояния населения стран с формирующимися рынками, особенно стран Юго-Восточной Азии. С другой стороны — растущим спросом на этанол на фоне субсидируемого перехода на альтернативное топливо в Северной и Южной Америке и высоких цен на традиционные углеводородные энергоносители. Лидерами ценового роста среди продовольственных товаров стали мясо-молочная продукция, соя и пшеница.

Отправной точкой скачка цен стал географический дисбаланс спроса и предложения и неготовность производителей этого класса ресурсов к возросшему спросу. Примечательно, что рост цен произошел на фоне очень благоприятных данных об урожае в 2007 году. Так, например, формирование в Юго-Восточной Азии нового мирового региона спроса на продовольственные и промышленные товары в условиях ограниченного предложения в этом регионе привело не только к мировому росту цен на данном рынке, но и к существенному увеличению транспортных издержек. *Индекс средней стоимости фрахтовых перевозок Baltic Dry* возрос с 6 278 на 30 июня 2007 г. до 9 143 на 31 декабря 2007 года. Следует также отметить рост цен на золото и серебро, который определялся не только спросом со стороны промышленного сектора, но и ростом привлекательности данных металлов как финансовых активов на фоне роста инфляционных ожиданий и снижения курса доллара США к основным мировым валютам.

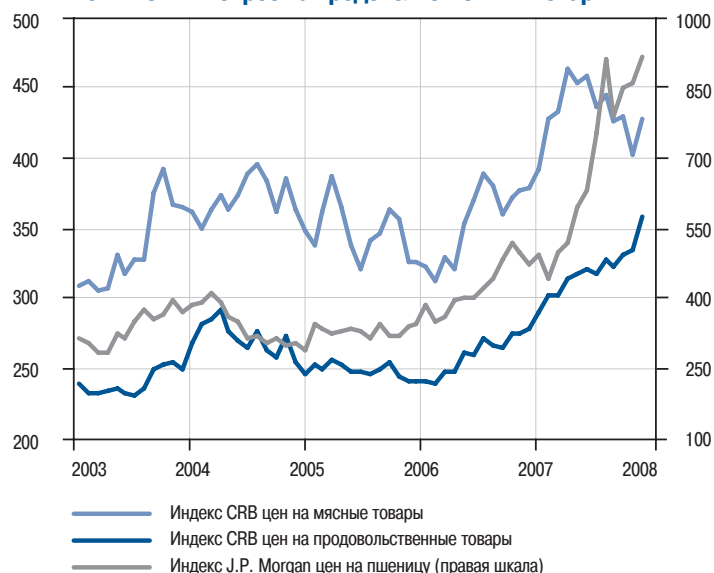
...а также в ускоренном росте цен на товарных рынках



Лидерами роста цен стали металлы, промышленные товары и энергоносители...



...а также мясо-молочные продукты и пшеница: рост благосостояния стран Юго-Восточной Азии обеспечил повышенный спрос на продовольственные товары

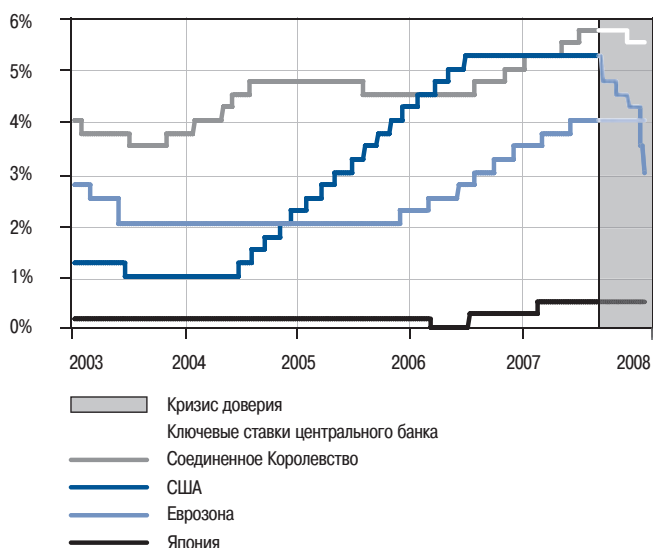


Хотя инфляция пока держится в приемлемом диапазоне, ускоренный рост цен на товарных рынках создает потенциальное инфляционное давление...



...усиленные мерами центральных банков стран с формирующимися рынками по сдерживанию укрепления национальных валют

В этих условиях ведущие центральные банки в целом проводили сдерживающую денежно-кредитную политику...



...которая, однако, после развития «кризиса доверия» в ряде стран сменилась стимулирующей

Сложившиеся диспропорции на товарном рынке стали важнейшим фактором роста инфляционного давления во всем мире и воздействовали как через рост издержек, так и непосредственно на потребительские цены. Кроме того, росту инфляции в США, еврозоне и Соединенном Королевстве содействовал рост потребительского спроса, поддержанный в разной степени следующими факторами: хорошими показателями занятости, ростом стоимости финансовых активов, позитивными ожиданиями домохозяйств относительно перспектив экономики. В странах с формирующимися рынками потенциал инфляционного давления создает не только рост цен на товарных рынках, но и сильный платежный баланс: сдерживание центральными банками чрезмерного укрепления национальных валют приводит к ускоренному росту денежной массы в этих странах. В свою очередь, это может стать дополнительным источником инфляции в развитых странах вследствие роста стоимости импортируемой продукции.

В условиях стабильного экономического роста и повышения цен на финансовые активы с июля 2006 г. по август 2007 г. ведущие центральные банки проводили рестриктивную денежно-кредитную политику, направленную на сдерживание роста потребительских цен. Исключением является Япония, где в целях стимулирования экономического роста центральный банк сохраняет уровень ставок на крайне низком уровне. Тем не менее в рассматриваемый период, чтобы не спровоцировать рост инфляции, Банк Японии повысил ключевую ставку до 0,5%. Федеральная резервная система (ФРС США) удерживала ставки на уровне 5,25%; Европейский центральный банк (ЕЦБ) повысил ставки с 2,75 до 4,00%; Банк Англии — с 4,50 до 5,75%. Аналогичные процессы — повышение *ключевых ставок* и/или ужесточение монетарной политики иными способами — наблюдались во многих регионах мира, как с развитыми, так и с формирующимися рынками.

Уже в первой половине 2007 г. появились прогнозы о возможном замедлении роста экономики. Факторами замедления назывались конец фазы роста делового цикла, напряженность на рынках недвижимости ряда стран (США, Соединенное Королевство, Испания), сдерживающая политика центральных банков. К осени 2007 г. это создало предпосылки к смягчению монетарной политики. Однако ситуация приняла несколько иной оборот. Охлаждение рынка недвижимости США, наметившееся еще в конце 2005 г., вызвало падение цен, объемов строительства и продаж жилья. В свою очередь, это стало негативно сказываться на благосостоянии населения и объемах инвестиций.

Ситуация кардинально изменилась, когда спад на рынке недвижимости затронул финансовый сектор. Растущее число просроченных платежей и дефолтов по ипотечным займам привело к ухудшению финансового состояния организаций, имеющих такие кредиты на балансе, падению рейтингов и стоимости ценных бумаг, выпускаемых этими компаниями. В свою очередь, ухудшение финансового состояния эмитентов ипотечных облигаций распространилось на более широкие сегменты финансовой системы и спровоцировало «кризис доверия» среди широкого круга участников финансовых рынков, работающих с этими ценными бумагами. Это вызвало обесценение их активов и дефицит денежных средств — с этого момента ситуация стала распространяться и на других участников финансового рынка. Многие банки начали списание активов, так или иначе связанных с рынком ипотечного кредитования, что привело к ухудшению финансового состояния этих банков, а вслед за этим и всего финансового сектора экономики. В частности, существенно возросла волатильность финансовых индексов и рынка межбанковских кредитов.

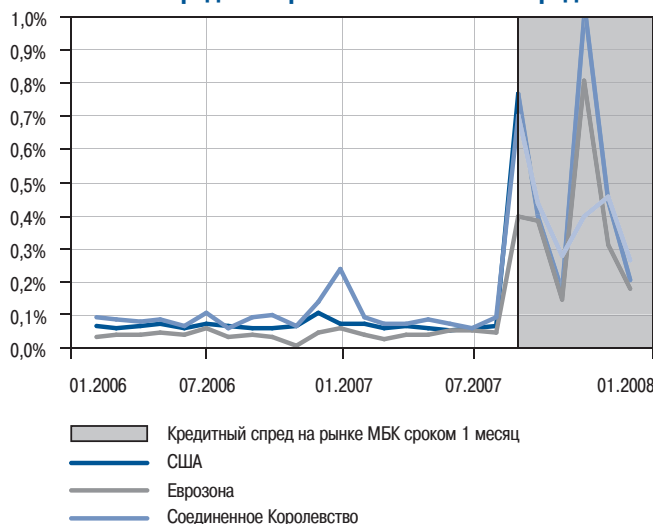
Вместе с тем негативные тенденции на рынке недвижимости в США...



...привели к ухудшению состояния финансовых институтов, выдающих ипотечные кредиты, а следовательно, и к ухудшению состояния других участников финансовых рынков



В результате стал развиваться «кризис ликвидности», выразившийся в первую очередь в возросшей волатильности фондовых рынков и удорожании стоимости заемных средств на рынке межбанковских кредитов



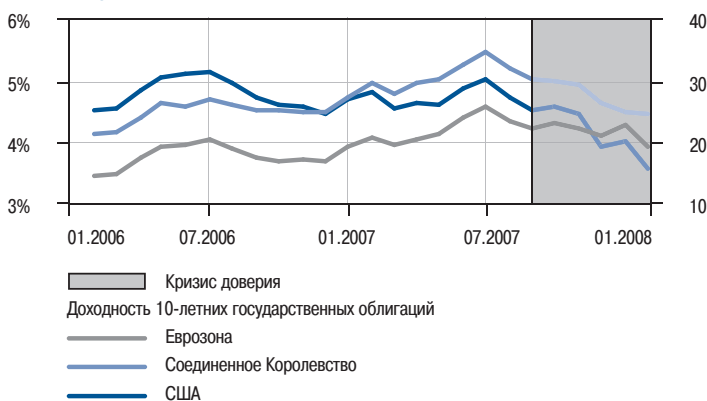
В этих условиях ведущие центральные банки проводили политику по обеспечению кредитных организаций дополнительной ликвидностью



Тем не менее индикаторы деловой активности, являющиеся опережающими показателями экономического роста, указывают на возможность существенного замедления темпов роста экономики развитых стран



Динамика доходности гособлигаций в целом соответствовала ожиданиям рынка в отношении дальнейшей монетарной политики и предпочтениям по уровню риска



ФРС США незамедлительно и в определенной степени агрессивно отреагировала на сложившуюся ситуацию. Первое снижение ключевой ставки ФРС США произошло в сентябре и составило 50 базисных пунктов. В дальнейшем ставка была снижена до 3,0% (к концу января 2008 г.). Для преодоления последствий «кризиса ликвидности» центральные банки пошли на расширение спектра инструментов рефинансирования, а также проводили согласованные интервенции на денежном рынке. Снижение ставки осуществил и Банк Англии – с 5,75 до 5,25%.

В результате этих действий к началу 2008 г. отчасти удалось достигнуть положительных результатов по стабилизации ситуации на рынке межбанковских кредитов. Однако в течение января фондовые индексы в мире продолжали снижаться, все сильнее становились ожидания существенного замедления темпов роста экономики США, что (в силу значимости этой экономики для мировой экономики в целом) может негативно сказаться и на экономической ситуации в других регионах. В частности, МВФ в январе снизил прогноз развития мировой экономики на 2008 г. с 4,8 до 4,1% год к году.

В целом в рассматриваемый период динамика ставок на рынках гособлигаций была разнонаправленной. В еврозоне и Соединенном Королевстве с июля 2006 г. по август 2007 г. наблюдался рост доходностей. В США в этот же период в зависимости от ожиданий участников рынка в отношении денежно-кредитной политики наблюдались периоды как роста, так и снижения ставок. Однако по мере развития с III квартала «кризиса доверия» ожидания смягчения монетарной политики обусловили процесс существенного снижения ставок. Кроме того, с сентября 2007 г. по январь 2008 г. «кризис доверия» и последовавший рост волатильности финансовых рынков способствовали перетоку средств инвесторов из более рискованных активов в менее рискованные, прежде

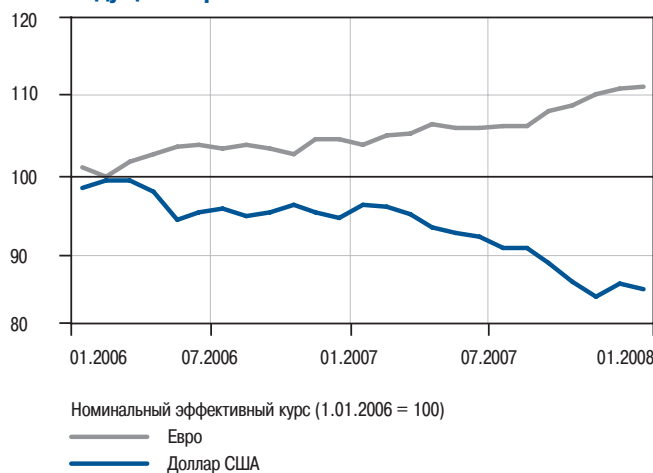
всего в государственные облигации стран с развитыми экономиками (так называемое «бегство в качество»). При этом объем продаж на финансовых рынках развитых стран в секторах корпоративных бумаг со сравнительно низкими рейтингами был значительным, а отток средств с развивающихся рынков был сравнительно меньшим.

Сохраняющиеся диспропорции в платежном балансе США и мировой торговле, различия в доступности и развитости рынков капитала, возрастающая роль евро как альтернативной мировой резервной валюты, а также различия в уровне процентных ставок и в проводимой центральными банками денежно-кредитной политике, в частности сдерживание центральными банками стран с формирующимися рынками укрепления национальных валют, обусловили снижение курса доллара США к основным мировым валютам. Однако начиная с ноября 2007 г. снижение курса доллара США сменилось увеличением амплитуды колебаний котировок без выраженного направления движения. Несмотря на сохранение в целом факторов, способствующих дальнейшему снижению курса доллара США, – негативных ожиданий в отношении перспектив экономики, резкого снижения ставок и ожидания их дальнейшего понижения, роста спроса на евро как резервную валюту, увеличение неопределенности на мировых финансовых рынках и существенное отклонение курсов от паритетных значений удержало участников рынка от выбора более выраженных торговых стратегий. Условия неопределенности традиционно оказались благоприятными для золота: с августа 2007 г. по январь 2008 г. цена золота выросла на 38%.

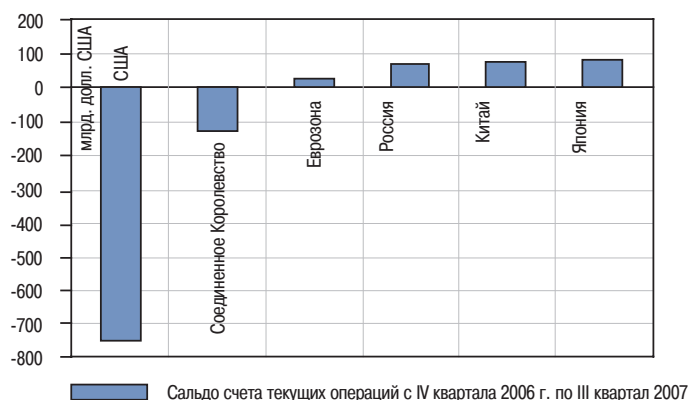
В рассматриваемый период определенное воздействие на курсовые соотношения продолжала оказывать информация о возможности дальнейшей валютной диверсификации структуры резервных активов ряда центральных банков, имеющих наибольший объем резервов, так как их спрос на активы,

«Кризис ликвидности» спровоцировал процесс «бегства в качество»: после периода роста доходности на фоне сдерживающей монетарной политики с сентября 2007 года по январь 2008 года наблюдалось существенное снижение доходности на этом рынке

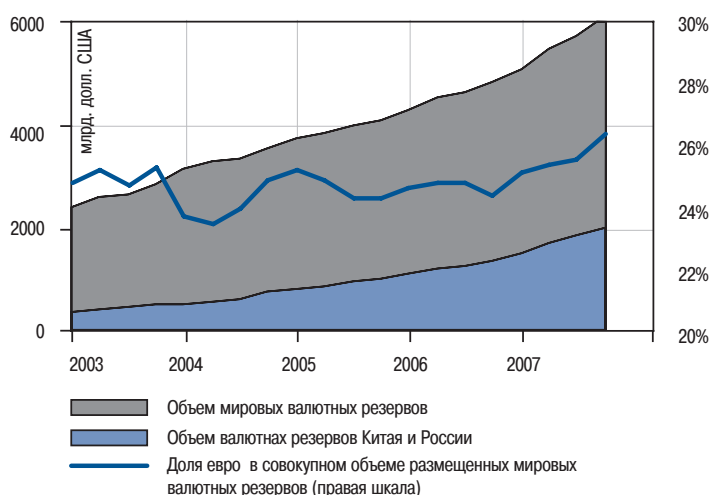
Практически на протяжении всего рассматриваемого периода наблюдалось снижение курса доллара США к ведущим мировым валютам...



...на фоне диспропорций в структуре торгового оборота стран – основных участниц мировой торговли



По состоянию на конец IV квартала 2007 года объем мировых валютных резервов превысил 6 трлн. долл. США (темп прироста составил 36% год к году)



номинированные в долларах США, играет важную роль в поддержании его курса. За период с июля 2006 г. по декабрь 2007 г. совокупные мировые валютные резервы увеличились на 36% — до более чем 6 трлн. долл. США. При этом валютные резервные активы России возросли почти вдвое — до 464,4 млрд. долл. США (см. таблицу 1.2).

Таблица 1.1. Основные макроэкономические индикаторы некоторых стран по итогам IV квартала 2007 года¹

Страна	ВВП на душу населения, тыс. долл. США ²	Темп роста реального ВВП, % в год	Темп роста потребительских цен, % в год	Уровень безработицы на конец периода, %	Сальдо торгового баланса, % ВВП	Ключевая ставка денежно-кредитной политики на 1.01.2008, % годовых
США	45,6	2,5	4,3	5	-5,05	4,25
Экономический и валютный союз	40,0	2,3	3,1	7,2	-0,03	4
Соединенное Королевство	45,3	2,9	2,1	5,2	-3,73	5,5
Япония	34,0	2	0,7	3,8	2,13	0,50
Китай	2,5	11,2	6,5	4	8,09	7,47 ³
Россия	8,6	8,1	11,9	6,1	8,50	6,25⁴

Таблица 1.2. Валютные резервы центральных банков по состоянию на 1 января 2008 года⁵

	Страна	Объем резервов, млрд. долл. США	Доля в совокупных мировых резервах, %	Прирост за год, %
1	Китай	1528,3	25,1	43,3
2	Япония	949,0	15,5	8,4
3	Россия	464,4	7,6	57,1
4	Тайвань	270,3	4,4	1,6
5	Индия	266,8	4,4	56,7
6	Южная Корея	262,2	4,3	9,7
7	Бразилия	180,3	3,0	110,1
8	Сингапур	163,0	2,7	19,6
9	Гонконг	152,7	2,5	14,6
10	Малайзия	100,4	1,6	22,9
<i>Справочно</i>				
	США	45,1	0,7	10,5
	Европейский центральный банк	42,6	0,7	11,0
	Германия	40,8	0,7	8,1
	Соединенное Королевство	47,5	0,8	22,1
	Франция	43,2	0,7	7,3
	Италия	27,3	0,4	11,9
	<i>Совокупный объем резервов</i>	<i>6098,8</i>	<i>100</i>	<i>26,8</i>

¹ По данным информационного агентства «Блумберг», Международного валютного фонда и центральных банков соответствующих стран, Федеральной службы государственной статистики Российской Федерации.

² По оценкам Международного валютного фонда за I-III кварталы 2007 года.

³ Ставка Народного банка Китая по кредитам финансовым организациям сроком на один год.

⁴ Ставка Банка России по операциям РЕПО на внутреннем финансовом рынке.

⁵ По данным информационного агентства «Блумберг» на февраль 2008 года.

1.2. Соединенные Штаты Америки

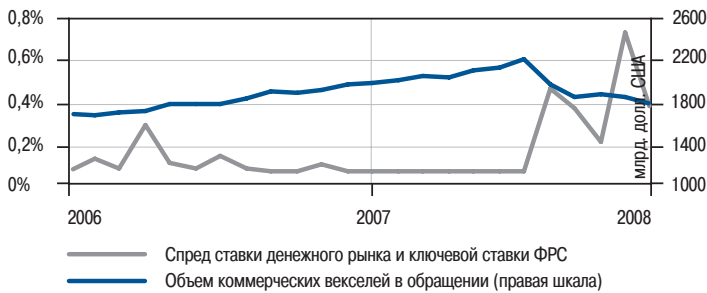
Продолжающийся спад на рынке жилья...



...оказывает все более сильное влияние на ситуацию на финансовом рынке...



...в результате снижается доступность средств на денежном рынке...



...ухудшается финансовое состояние кредитных организаций и ужесточаются условия кредитования в экономике



Несмотря на падение объемов вновь начато-го строительства, на рынке жилья в III–IV кварта-лах 2007 г. сохраняется избыток предложения, сформировавшийся в конце 2006 г. – начале 2007 г. на фоне роста цен на недвижимость. Хотя доля незанятого жилья в общем объеме выставленного на продажу жилья в 2007 г. ста-билизировалась, она по-прежнему остается на достаточно высоком уровне, а объемы продаж и цены на жилье продолжают снижаться.

С течением времени спад на рынке жилья оказывает все более сильное влияние на другие сектора экономики и финансовой системы. Так, рост количества неплатежей по ипотечным кре-дитам первоначально вызвал ухудшение фи-нансового состояния организаций, выдающих такие кредиты. В дальнейшем это привело к сни-жению рейтингов ценных бумаг, выпускаемых данными компаниями, и стоимости этих бумаг, что в результате вызвало обесценение активов широкого круга участников рынка, работавших с ипотечными облигациями, и как следствие – резкий рост спроса на ликвидность со стороны этих организаций, повышение процентных ста-вок и затруднение доступа к средствам на де-нежном рынке («кризис ликвидности»).

В конечном итоге масштабное списание ак-тивов привело к падению прибыли кредитных организаций, ужесточению требований, предъ-являемых банками к заемщикам, росту ставок и снижению доступности кредита как на финансо-вом рынке, так и в экономике в целом. Согласно опросам ФРС США, во второй половине 2007 г. впервые за последние 4 года доля кредитных организаций, повышающих требования к заем-щикам, существенно превысила долю кредит-ных организаций, смягчающих эти требования.

Существует риск, что эти факторы отрица-тельно повлияют на объем инвестиций в эко-номике, который в настоящее время и так на-ходится на весьма низком уровне. Так, объем инвестиций в строительство жилья сокраща-ется с середины 2006 г., а объем инвестиций в оборудование на протяжении I–III кварталов 2007 г. увеличивался незначительно.

Кроме того, динамика *индикаторов деловой активности*, показывающих объем новых заказов в промышленности и в сфере услуг, указывает на возможность дальнейшего снижения инвестиционной активности и темпов экономического роста.

Помимо напряженности на финансовом рынке, кризис на рынке жилья привел к снижению деловой активности и занятости в смежных секторах экономики, прежде всего в отраслях промышленности, связанных со строительством. Так, *среднесписочная численность занятых* в промышленности сокращалась возрастающими темпами на протяжении всего 2007 года.

На этом фоне уровень безработицы в США рос на протяжении всей второй половины 2007 г. и составил к концу года 5%, достиг уровня конца 2005 года. Тем не менее основной причиной роста уровня безработицы является снижение занятости в промышленности, а занятость в сфере услуг, составляющей большую часть экономики США, остается по-прежнему высокой.

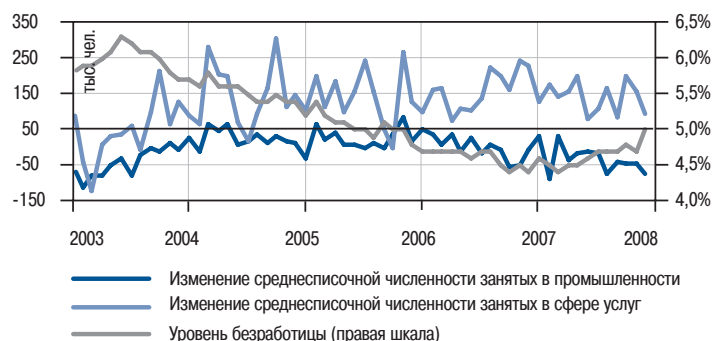
Ситуация на рынке жилья и на финансовом рынке создает существенные риски замедления темпов роста или даже рецессии в американской экономике. Так, продолжающееся снижение цен на рынке жилья ограничивает возможности домохозяйств по использованию жилья в качестве залога по кредитам, что сокращает объем средств, направляемых на конечное потребление; снижение занятости напрямую сокращает доходы потребителей, а напряженность на финансовом рынке отрицательно влияет на объем инвестиций в экономике.

Для стимулирования спроса на недвижимость и повышения инвестиционной активности в целом, а также для нормализации ситуации на финансовом рынке ФРС США активно использовала инструменты денежно-кредитной политики. Так, в IV квартале 2007 г. существенно возрос объем кредитов, предоставляемых ФРС кредитным организациям, а ключевая ставка ФРС на заседаниях 31 октября и 11 декабря была снижена на 25 базисных пунктов. Кроме того, в течение января 2008 г. ключевая ставка была снижена еще на 125 базисных пунктов и составила 3,0%.

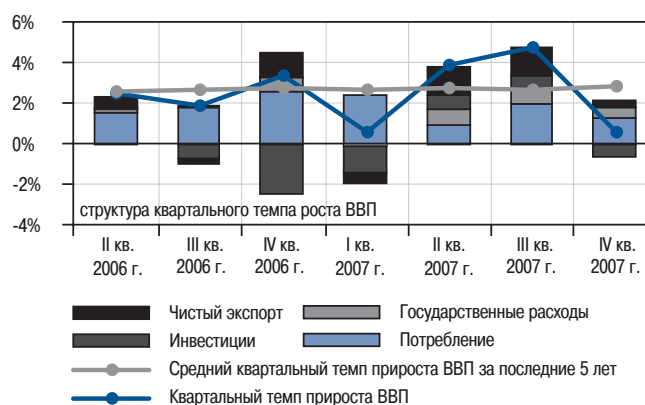
Это создает дополнительный риск падения инвестиционной активности, которая и так находится на сравнительно низком уровне



Спад на рынке жилья и напряженность на финансовом рынке привели к снижению деловой активности и занятости в смежных секторах экономики...



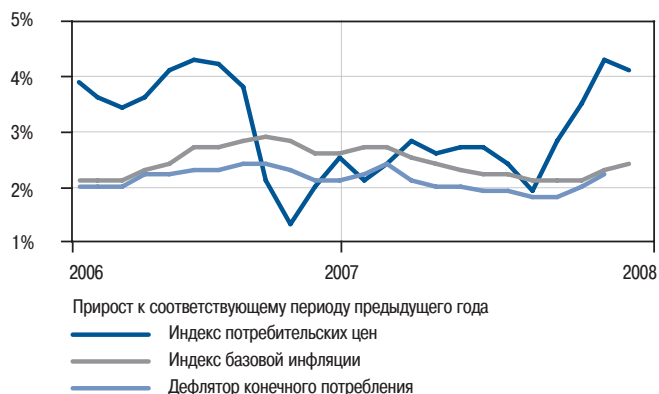
...и падению темпов экономического роста



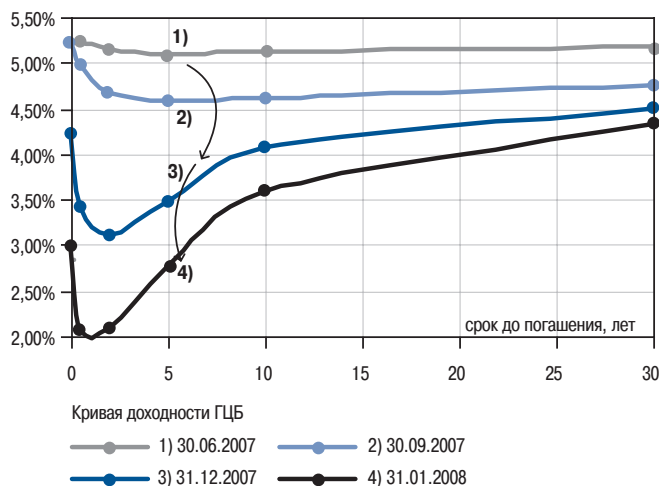
ФРС США активно использовала инструменты денежно-кредитной политики для стимулирования деловой активности



Несмотря на общую тенденцию к замедлению экономики, рост цен на сырье и продовольственные товары на мировом рынке способствовал ускорению инфляции



Во втором полугодии 2007 года наблюдалось снижение ставок по всем срокам до погашения. Наиболее значительным оно было на краткосрочном сегменте кривой доходности...



...на фоне все возрастающих ожиданий рецессии и существенного смягчения денежно-кредитной политики



Несмотря на общую тенденцию к замедлению экономики, рост цен на сырьевые и продовольственные товары на мировом рынке способствовал ускорению инфляции. Темпы базовой инфляции и прироста дефлятора конечного потребления, являющегося для ФРС основным индикатором инфляции, составили на конец 2007 г. 2,4 и 2,2% к соответствующему периоду предыдущего года. Обычно ускорение инфляции является признаком роста деловой активности и ограничивает возможности органов денежно-кредитного регулирования по стимулированию экономики средствами денежно-кредитной политики. Тем не менее в сложившейся ситуации, когда ускорение инфляции вызвано, прежде всего, действием внешних факторов, а в экономике существует значительный риск спада, представители ФРС в своих заявлениях акцентируют внимание на поддержке устойчивого уровня занятости и достаточно высокого темпа экономического роста, выражают готовность и далее применять инструменты денежно-кредитной политики для стимулирования экономики.

Изменение инвесторами оценки экономического положения в США на протяжении рассматриваемого периода и, как следствие, пересмотр рыночных ожиданий будущей динамики ключевой ставки выразились в снижении ставок практически на всех участках кривой доходности. Во втором полугодии 2007 г. по мере развития «кризиса доверия» на финансовом рынке и публикации негативных данных об экономическом положении в США усиливались ожидания существенного смягчения денежно-кредитной политики. Кроме того, снижению ставок в июле-декабре 2007 г. способствовал рост спроса на высоконадежные бумаги со стороны крупных институциональных инвесторов, вызванный повышенной волатильностью мировых финансовых рынков.

1.3. Экономический и валютный союз

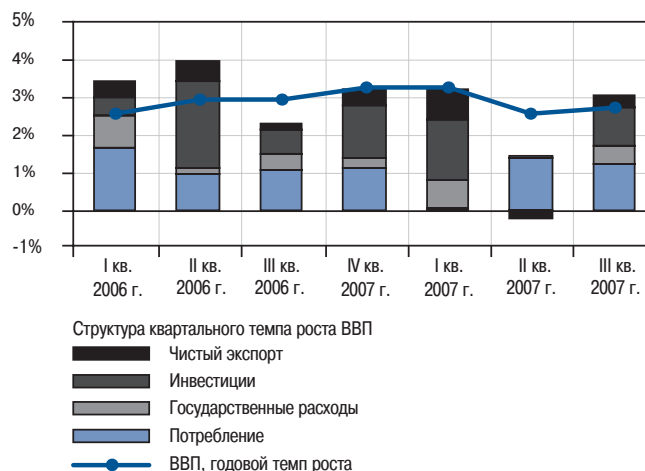
Хотя растущая инфляция, укрепление евро, сохраняющаяся напряженность на кредитных рынках и рынках жилья, а также снижение темпов роста мировой экономики оказывают замедляющее воздействие на экономику еврозоны, ее годовые темпы роста по-прежнему превышают средние показатели за последние пять лет.

По предварительным данным, ВВП еврозоны в III квартале 2007 г. увеличился на 0,8% по сравнению со II кварталом; рост этого показателя по отношению к соответствующему периоду 2006 г. составил 2,7%. Эти показатели несколько выше аналогичных показателей II квартала – 0,3 и 2,5% соответственно. Одним из основных факторов роста ВВП еврозоны в III квартале стало заметное увеличение объема инвестиций (1,2% по сравнению с II кварталом) после отрицательного прироста этого показателя в предыдущий период.

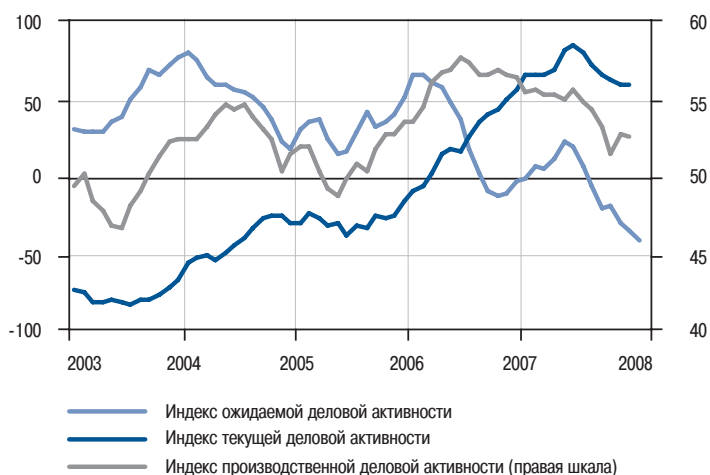
В IV квартале 2007 г. продолжилось снижение показателей текущей и ожидаемой деловой активности. Рост стоимости кредитных ресурсов негативно влияет на инвестиционные программы компаний. Это соответствующим образом сказывается на настроениях как производителей, так и потребителей (вследствие снижения ожиданий относительно будущих доходов). Текущие значения показателей деловой активности свидетельствуют о возможности некоторого замедления роста ВВП в ближайшие кварталы. На это указывают и данные производственного сектора экономики.

На рынке труда еврозоны продолжается рост занятости. После нескольких лет относительно высокой безработицы в Европе быстро создаются новые рабочие места. По состоянию на ноябрь 2007 г. уровень безработицы в странах ЭВС составил 7,2%, что является минимальным показателем за последние 15 лет. В то же время инфляционное давление со стороны заработной платы остается сравнительно небольшим. Возможность использования более дешевой рабочей силы из Восточной Европы дает работодателям больше свободы в переговорах с профсоюзами и позволяет увеличивать заработную плату постепенно на фоне роста занятости, производительности и прибыльности деятельности компаний.

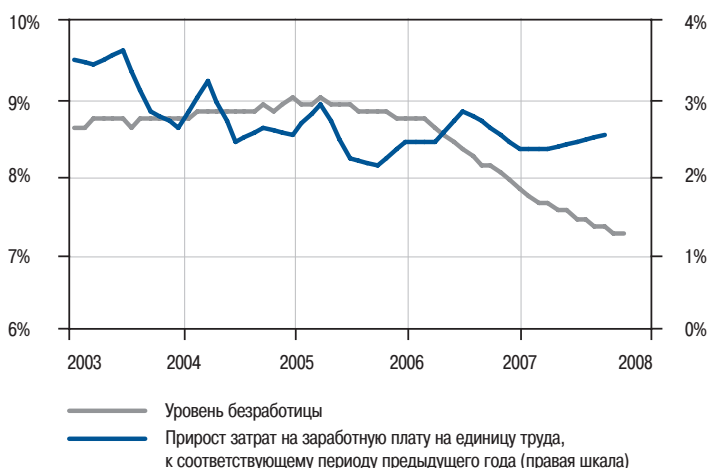
В 2007 году темпы роста экономики еврозоны постепенно замедляются...



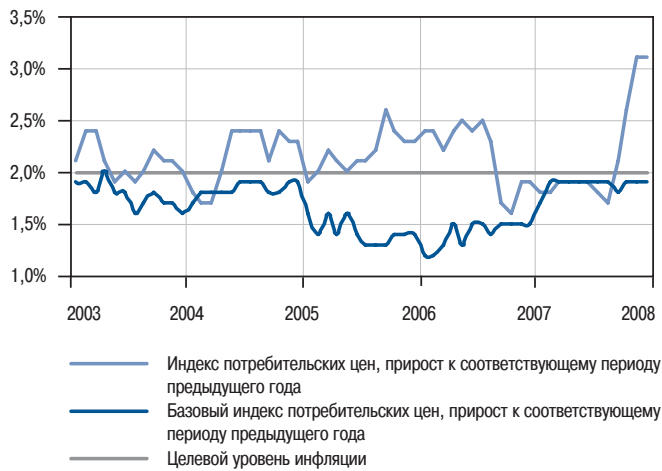
...что подтверждается продолжающимся всю вторую половину 2007 года снижением основных индикаторов деловой активности



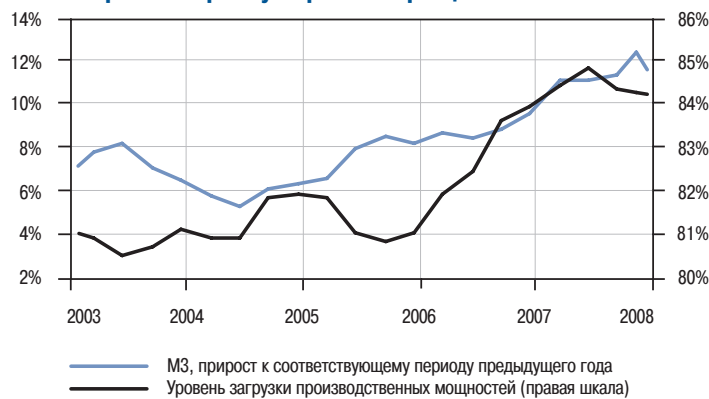
Безработица в странах еврозоны находится на минимальном за последние годы уровне. Сопутствующее росту занятости повышение зарплат остается сравнительно небольшим



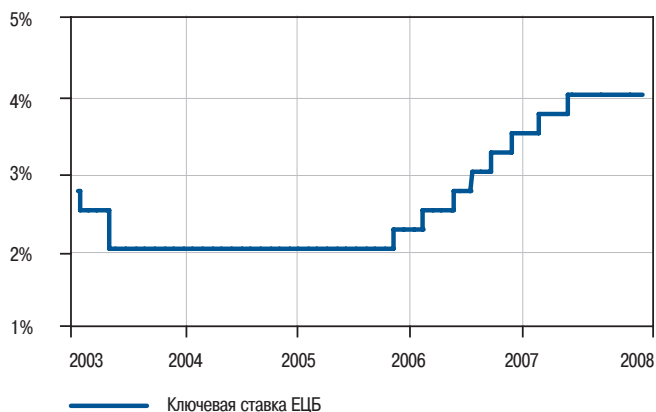
Под воздействием высоких цен на нефть и продовольствие на мировых рынках индекс потребительских цен существенно превысил целевой уровень



В связи с высоким уровнем загрузки производственных мощностей и растущим денежным предложением сохраняется риск ускорения инфляции



На этом фоне ЕЦБ во второй половине 2007 года оставил ключевую ставку без изменений



Основным фактором риска для еврозоны является рост потребительских цен. *Индекс потребительских цен* в IV квартале 2007 г. существенно превысил установленное ЕЦБ целевое значение (2%): по состоянию на ноябрь 2007 г. уровень инфляции составил 3,1% в годовом выражении. При этом показатель базовой инфляции, не включающий эффекты изменения цен на продукты питания и энергоносители, остается в пределах комфортной для ЕЦБ зоны. Среди внешних инфляционных факторов наиболее значительным является высокий уровень цен на энергоносители и продовольственные товары.

В качестве внутренних факторов инфляционного давления выступают исторически высокие уровни загрузки производственных мощностей и ускоряющиеся темпы роста денежных агрегатов. Темп роста денежного агрегата М3 в ноябре 2007 г. установил новый абсолютный максимум за время существования Экономического и валютного союза – 12,3% в годовом выражении. Несмотря на некоторое снижение во второй половине 2007 г., уровни загрузки производственных мощностей остаются выше 84%. Последний раз столь высокие значения показателя наблюдались в еврозоне более пяти лет назад.

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

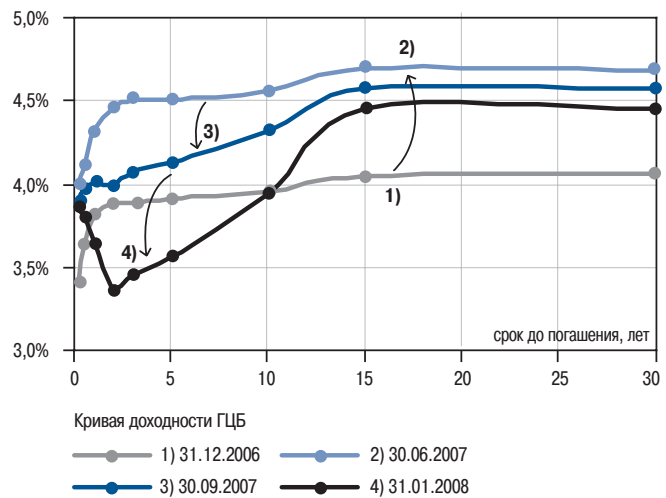
В настоящий момент руководство ЕЦБ стоит перед сложным выбором. Увеличение инфляции указывает на необходимость ужесточения денежно-кредитной политики, в то время как рыночная неопределенность и проблемы на финансовых рынках подталкивают к ее смягчению. Укрепление евро и высокие ставки на денежном рынке оказывают сдерживающее воздействие на рост потребительских расходов и инвестиции. Сокращение инвестиций может снизить спрос компаний на рабочую силу и, таким образом, оказать негативное влияние на рост занятости и сопутствующее повышение зарплат. Эти факторы в совокупности могут сделать дальнейшее ужесточение денежно-кредитной политики еврозоны излишним.

Рост ставок в первом полугодии 2007 г. на всех участках кривой доходности сменился в III квартале 2007 г. снижением ставок вдоль всей кривой.

IV квартал 2007 г. был отмечен возросшей волатильностью на финансовом рынке, вызванной неопределенностью ожиданий участников рынка относительно дальнейшей денежно-кредитной политики ЕЦБ. Выходившие слабые макроэкономические данные вместе с растущей инфляцией оказали разнонаправленное влияние на доходности государственных ценных бумаг еврозоны. В результате в течение IV квартала 2007 г. на европейском финансовом рынке наблюдались как временные повышения, так и снижения ставок доходностей, однако в итоге доходности европейских бумаг на конец 2007 г. оказались на уровне конца III квартала 2007 года.

В начале 2008 г. на фоне возникших среди участников рынка ожиданий снижения базовой ставки ЕЦБ произошло снижение доходностей на коротком участке кривой.

В IV квартале 2007 года кривая доходности государственных ценных бумаг еврозоны осталась на уровне предыдущего квартала. В начале 2008 года в результате возникших ожиданий снижения базовой ставки произошло снижение доходностей на коротком участке



1.4. Соединенное Королевство

Индикаторы деловой активности говорят в пользу замедления экономического роста в 2008 году



Замедлению роста расходов частного сектора способствуют удорожание кредитов и сокращение объемов ипотечного кредитования на фоне падения цен на недвижимость



* Разница между долей респондентов, считающих, что рынок находится на подъеме, и долей респондентов, считающих, что рынок находится на спаде.

В то же время на рынке труда пока не наблюдается признаков ослабления напряженности



В III квартале 2007 г. устойчивый рост потребительских расходов способствовал сохранению хороших показателей экономического роста: 0,7% в квартальном выражении и 3,3% в годовом. Однако в IV квартале рост экономики замедлился до 0,6 и 2,9% соответственно, и резкое снижение сводного индикатора деловой активности в промышленности и секторе услуг в сентябре–декабре 2007 г. свидетельствует о том, что пик деловой активности, возможно, пройден.

Несмотря на ускоренный рост государственных расходов в IV квартале 2007 г., ожидается, что значительное снижение темпов роста других компонентов внутреннего спроса (потребительских расходов и инвестиций) приведет к дальнейшему замедлению экономической динамики в 2008 году.

Основными факторами сокращения расходов частного сектора являются рост неопределенности на финансовых рынках и в экономике в целом, а также ухудшение условий кредитования. Так, опросы представителей корпоративного сектора (и, в частности, предприятий малого и среднего бизнеса) свидетельствуют о росте ставок и ужесточении требований к заемщикам. Падение активности на рынке недвижимости и удорожание кредитов способствуют замедлению роста объемов кредитования домохозяйств.

В то же время признаков охлаждения рынка труда пока не наблюдается. В октябре–ноябре 2007 г. уровень безработицы снизился до 5,3%, количество обращений за пособиями по безработице сократилось до уровня 2005 г. (2,5%), падение среднего уровня реальной заработной платы, наблюдавшееся в первой половине 2007 г., практически прекратилось.

Уровень инфляции остается близким к целевому значению 2%, и снижение совокупного спроса должно помочь сохранить инфляцию на этом уровне. Однако ряд факторов все же создает риск ускорения роста потребительских цен. Во-первых, показатель уровня инфляционных ожиданий, оцениваемый Банком Англии на основе ежеквартального опроса, достиг максимального значения за последние

5 лет — 3%. Следовательно, повышательное давление на уровень заработной платы может усилиться. Во-вторых, возможно увеличение темпов инфляции, как реакция на ускоренный рост цен энергоносителей и продуктов питания.

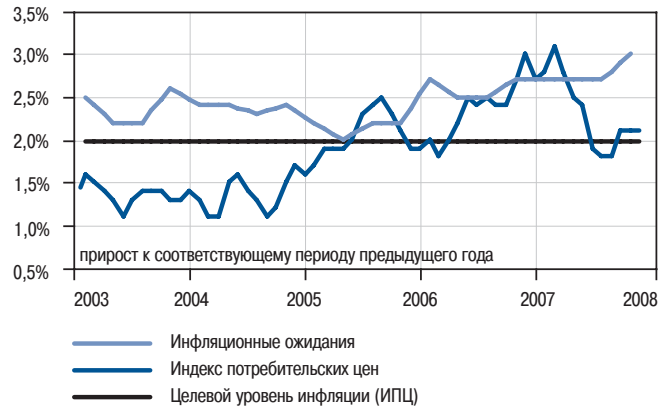
Наблюдая все более явные признаки замедления экономического роста и опасаясь усиления негативных эффектов со стороны нестабильных финансовых рынков, Банк Англии признал необходимость смягчения денежно-кредитной политики и в декабре 2007 г. снизил ключевую ставку на 0,25% – до 5,5% и затем в феврале 2008 г. – до 5,25%.

Одновременно в целях ослабления напряженности на денежном рынке Банк Англии увеличил объем средств, предоставляемых банком на срок 3 месяца, и расширил перечень активов, принимаемых в обеспечение по операциям на данный срок.

В данных условиях большинство участников финансового рынка ожидают, что в 2008 г. Банк Англии продолжит проводить стимулирующую денежно-кредитную политику и снижение ключевой ставки будет продолжено.

Под влиянием изменившихся рыночных ожиданий динамики ключевой ставки в будущем и продолжающихся волнений на мировых финансовых рынках кривая доходности государственных ценных бумаг в IV квартале 2007 г. продолжила движение вниз, при этом наиболее существенным было падение доходности в кратко- и среднесрочных секторах.

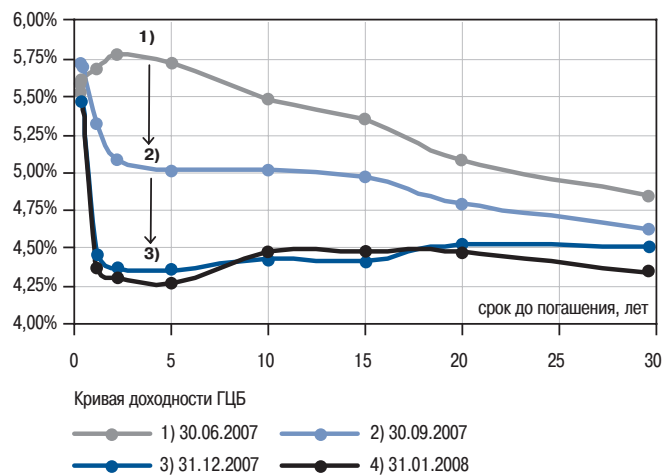
Темп инфляции остается близким к целевому значению, однако риски ускорения роста потребительских цен сохраняются



В декабре 2007 года Банк Англии снизил ключевую ставку до 5,5% и затем в феврале 2008 года до 5,25%. В 2008 году ожидается продолжение серии снижений

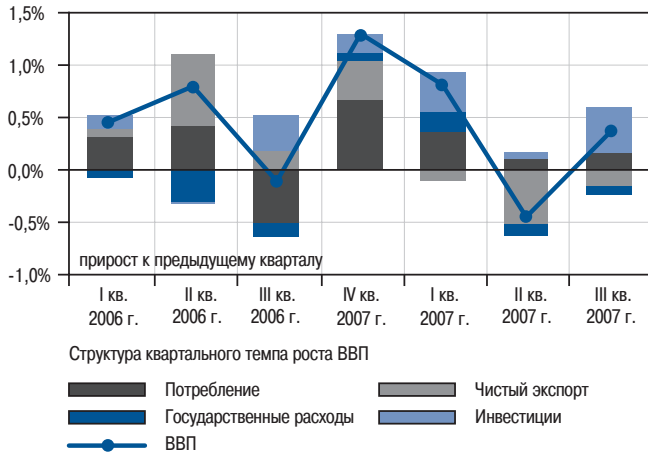


Под влиянием сохраняющейся напряженности на мировых финансовых рынках и ожиданий снижения ключевой ставки кривая доходности государственных ценных бумаг продолжала снижаться

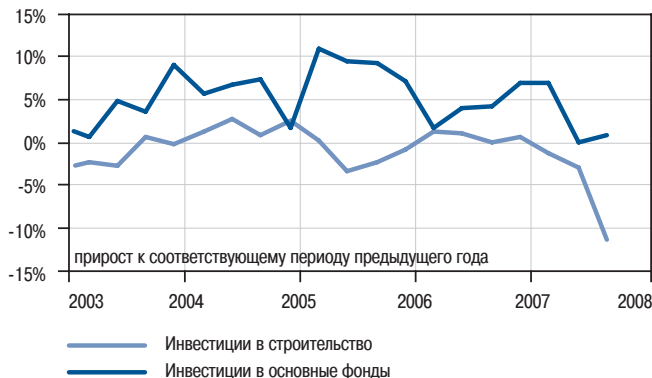


1.5. Япония

В III квартале 2007 года рост ВВП Японии восстановился, составив 0,4% к предыдущему кварталу за счет роста чистого экспорта и потребления



Продолжилось снижение инвестиционных расходов за счет падения инвестиций в строительство, при этом темп роста инвестиций в основные фонды остается положительным



Перспективы поддержки потребления со стороны рынка труда неопределенны: реальная заработная плата продолжает снижаться, несмотря на низкую безработицу

Снижение индикаторов деловой активности в декабре отражает опасения производителей относительно роста издержек, связанного в первую очередь с повышением мировых цен на нефть

После отрицательного прироста ВВП во II квартале 2007 г. в III квартале рост экономики Японии восстановился, составив 0,4% к предыдущему кварталу, или 1,9% в годовом выражении.

Основным фактором роста экономики в III квартале стало увеличение *чистого экспорта*, сохранился также умеренный рост потребления.

В то же время продолжали уменьшаться инвестиционные расходы за счет существенного падения инвестиций в строительство и запасы, при этом темп роста инвестиций в основные фонды вырос и составил 1,1% в квартальном выражении. Существенное сокращение инвестиций в строительство в большой степени связано с изменением законодательства в строительной отрасли (увеличились сроки выдачи разрешений на строительство), что может иметь серьезные последствия для данного сектора и создает риск дальнейшего уменьшения объема инвестиций в 2008 году.

Противоречивые данные по рынку труда усилили неопределенность относительно перспектив роста потребительских расходов. С одной стороны, поддержку потреблению может оказать низкий уровень безработицы (3,8% в ноябре 2008 г., что существенно ниже пятилетнего среднего уровня). Опросы работодателей также продолжают указывать на существующий дефицит рабочей силы и его сохранение в будущем. С другой стороны, снижение уровня реальной заработной платы, ускорившееся с возвращением положительных значений инфляции, может оказать негативное влияние на потребительский спрос.

Индикаторы деловой активности за декабрь 2007 г. показывают ее снижение и ожидание дальнейшего ухудшения условий ведения бизнеса. Кроме волнений на финансовых рынках и роста курса иены, это отражает опасения производителей по поводу роста издержек, вызванного повышением мировых цен на энергоносители и другие сырьевые ресурсы.

При этом возможности компаний включать растущие издержки в отпускные цены по-прежнему ограничены из-за жесткой кон-

курении на внутреннем рынке, в результате этого прибыли компаний в декабре 2007 г. впервые с 2002 г. снизились на 0,7% в годовом выражении.

Темп роста индекса потребительских цен в октябре 2007 г. впервые в этом году преодолел нулевую отметку и составил 0,3%, а в ноябре продолжил рост и достиг 0,6%. В ближайшем будущем ожидается сохранение положительных значений изменения потребительских цен, в первую очередь за счет роста цен на нефть и продукты питания.

В условиях сохраняющейся напряженности на мировых финансовых рынках, снижающихся индикаторов деловой активности и ослабления строительной отрасли Банк Японии признал ухудшение перспектив экономического роста в 2008 г. и в IV квартале 2007 г. вновь оставил ключевую ставку без изменений на уровне 0,5%.

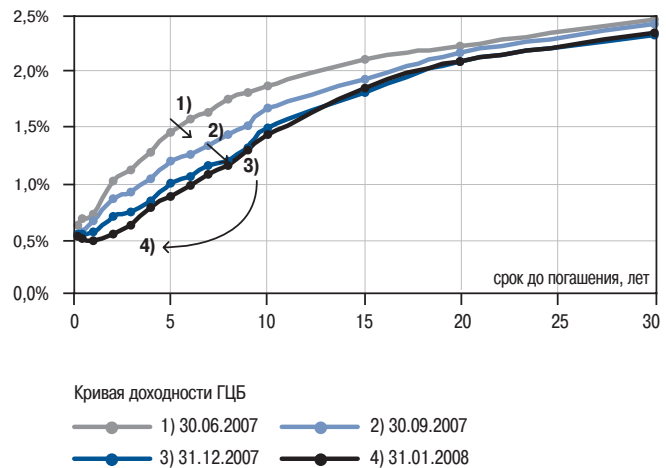
Подтверждая намерение продолжить постепенное повышение процентных ставок, Банк Японии отмечает, что этот шаг будет возможен только при условии восстановления устойчивого экономического роста.

В IV квартале 2007 г. кривая доходности государственных облигаций Японии продолжила движение вниз вслед за кривыми доходности основных мировых рынков облигаций. Снижению доходности на кратко- и среднесрочных участках способствовало также изменение ожиданий рынка относительно будущей динамики ключевой ставки: в текущих экономических условиях большинство участников ожидают, что повышение ставки будет отложено.

В октябре 2007 года инфляция в потребительском секторе впервые в текущем году преодолела нулевую отметку



В IV квартале 2007 года кривая доходности государственных ценных бумаг Японии продолжала снижаться

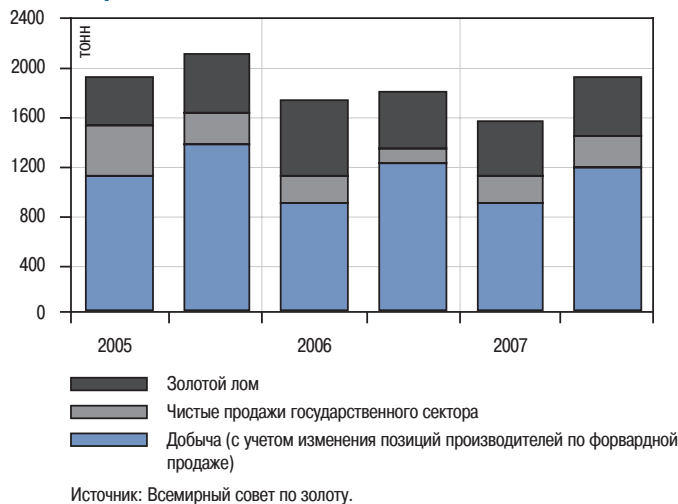


1.6. Рынок золота

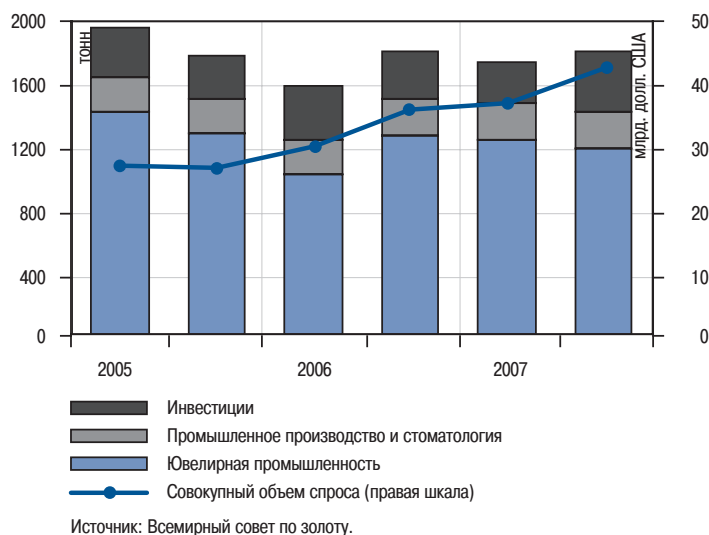
Цена золота стремительно выросла во второй половине 2007 года на фоне «кризиса доверия» на финансовых рынках и снижения курса доллара США к евро...



...несмотря на заметный рост предложения золота во второй половине 2007 года



Основной движущей силой на рынке в настоящее время является инвестиционный спрос...



С начала 2006 г. в динамике цены золота отмечается восходящий тренд, а с середины августа 2007 г. наблюдается стремительный рост котировок: за четыре последних месяца 2007 г. цена золота выросла на 24%. На конец декабря стоимость унции металла составила 834 долл. США. К концу января 2008 г. уровни цен вплотную подошли к отметке в 930 долл. США за унцию, что является историческим максимумом для золота за весь период организованной торговли им.

Объем предложения золота во второй половине 2007 г. вырос по сравнению с I–II кварталами на 23% в весовом выражении. Рост обусловлен увеличением позиций производителей по форвардной продаже золота и ростом предложения со стороны государственного сектора при сохранении золотодобычи на уровнях предыдущего года. Однако сопутствующее данному процессу повышение цены свидетельствует о том, что основной движущей силой на рынке остается спрос.

Во втором полугодии 2007 г., несмотря на некоторое снижение спроса со стороны ювелирной промышленности (как это обычно бывает в периоды волатильных цен на рынке), совокупный объем спроса на золото вырос по сравнению с предшествующим периодом. В целом за 2007 г. прирост составил 4% в весовом выражении и 20% в денежном.

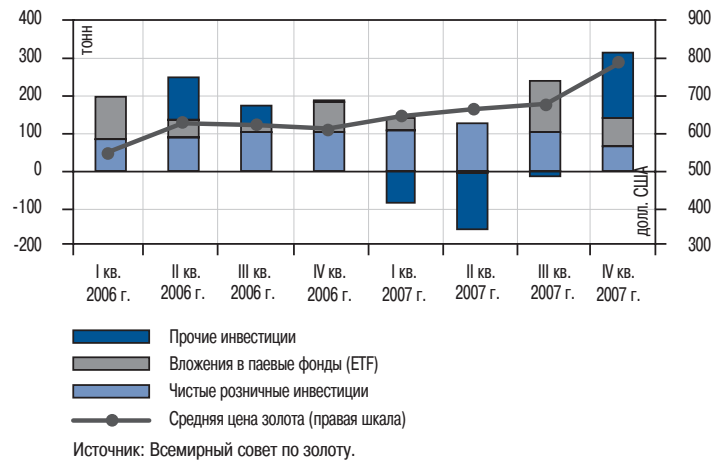
Основным источником роста спроса на металл явилось повышение интереса к золоту как объекту для инвестиций. Это объясняется, во-первых, ослаблением позиций доллара США как мировой резервной валюты и снижением его эффективного курса в номинальном и реальном выражении; во-вторых, хорошими диверсификационными свойствами золота как финансового актива.

Однако динамика отдельных компонентов инвестиционного спроса в 2007 г. существенно различалась. Так, резкий рост котировок в августе–декабре 2007 г. вызвал массовое фиксирование прибыли среди розничных инвесторов и, соответственно, уменьшение объемов прямых закупок слитков, инвестиционных мо-

нет и медальонов в этот период. Напротив, незначительный в первой половине 2007 г. объем вложений через паевые фонды (ETFs) в III квартале вырос до рекордных 138 тонн и остался на высоком уровне в IV квартале. Прочие инвестиции, отражающие в основном вложения институциональных инвесторов, в IV квартале показали положительные значения после снижения в первом полугодии.

По мнению специалистов Всемирного совета по золоту, как только цены на металл стабилизируются, спрос на золото со стороны ювелирной промышленности восточных и азиатских стран адаптируется к новым уровням цены без существенных потерь в величине спроса.

...однако динамика его компонентов в 2007 году существенно различалась

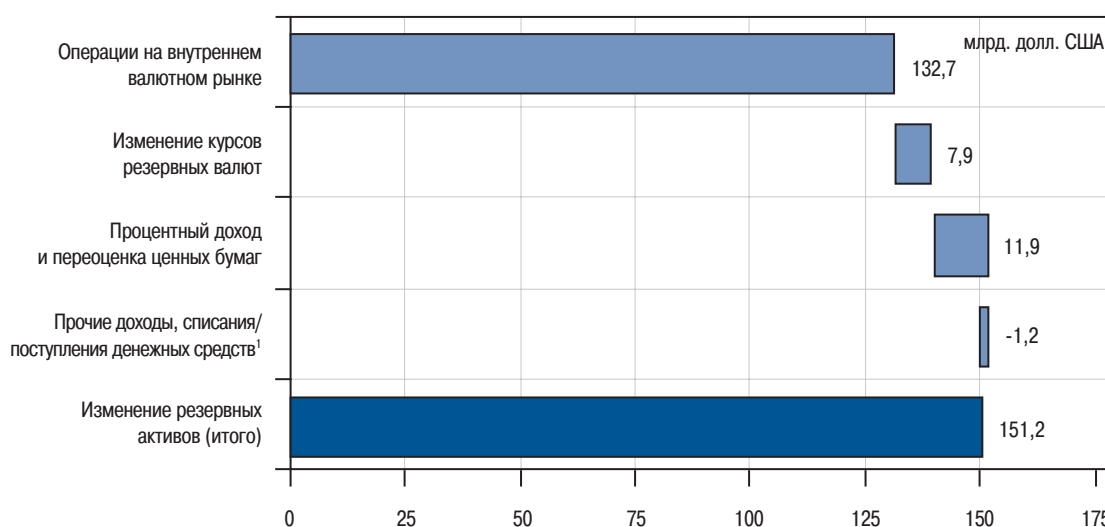


2. УПРАВЛЕНИЕ РЕЗЕРВНЫМИ ВАЛЮТНЫМИ АКТИВАМИ БАНКА РОССИИ В ПЕРИОД С ИЮЛЯ 2006 Г. ПО ИЮНЬ 2007 Г.

За период с 1 июля 2006 г. по 30 июня 2007 г. активы Банка России в *резервных валютах* увеличились на 151,2 млрд. долл. США. Основным фактором роста резервных активов остается покупка Банком России иностранной валюты на внутреннем валютном рынке (см. рисунок 2.1). Кроме того, на динамику

резервных валютных активов оказали влияние увеличение реализованных и нереализованных доходов от операций с ними, а также изменения курсов евро, фунта стерлингов Соединенного Королевства и японской иены к доллару США.

Рисунок 2.1. Факторы изменения величины активов Банка России в резервных валютах с 1 июля 2006 года по 30 июня 2007 года



Портфели активов в резервных валютах.

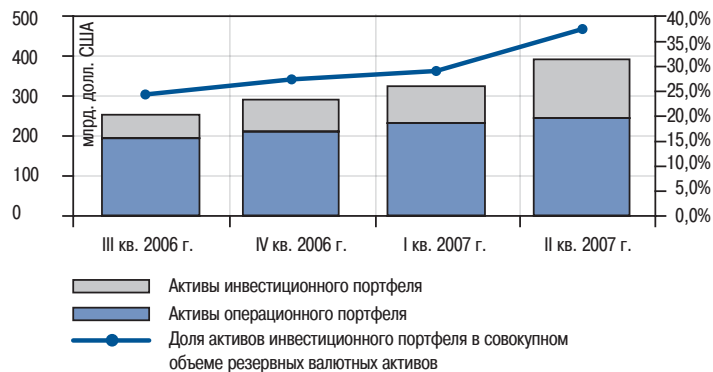
За рассматриваемый период величина *операционного портфеля* выросла со 195,4 до 247,0 млрд. долл. США. Объем инвестиционного портфеля увеличился с 46,5 до 146,13 млрд. долл. США. Доля инвестиционного портфеля в общей стоимости резервных валютных активов возросла за анализируемый период с 19,2 до 37,2%, в том числе за II квартал 2007 г. – почти на 9 процентных пунктов. В условиях, сложившихся на мировых финансовых рынках, переводы средств из операционного портфеля в *инвестиционный портфель* в различных валютах составили около 45,1 млрд. долл. США, 25,3 млрд. евро и 11,8 млрд.

фунтов стерлингов Соединенного Королевства соответственно. Динамика объемов операционного и инвестиционного портфелей за период с III квартала 2006 г. по II квартал 2007 г. представлена на рисунке 2.2.

Увеличение доли инвестиционного портфеля было обусловлено, с одной стороны, ростом Стабилизационного фонда и как следствие – валютных пассивов Банка России, с другой стороны – реализацией Банком России собственной инвестиционной политики в условиях завершения периода повышения ставок ведущими центральными банками.

¹ Статья «Прочие доходы, списания/ поступления денежных средств» учитывает оттоки средств для осуществления платежей по внешнему долгу правительства Российской Федерации, результаты от операций с драгоценными металлами и нерезервными валютными активами.

Рисунок 2.2. Изменение объемов операционного и инвестиционного портфелей активов Банка России в резервных валютах за период с 1 июля 2006 года по 30 июня 2007 года (по состоянию на конец соответствующего периода)



Валютная структура резервных валютных активов¹. В рассматриваемый период валютные активы Банка России были номинированы в долларах США, евро, фунтах стерлингов Соединенного Королевства, а также японских иенах и швейцарских франках² (см. рисунок 2.3). Обязательства Банка России в иностранной валюте состояли из остатков на счетах клиентов в иностранных валютах (включая счета Федерального казначейства в Банке России) и денежных средств, полученных по операциям прямого РЕПО с иностранными контрагентами.

Разница между величинами активов Банка России в резервных валютах и обязательствах Банка России в указанных иностранных валютах представляет собой чистые резервные ва-

лютные активы, валютная структура которых является источником валютного риска. Уровень принимаемого Банком России валютного риска ограничивается нормативной валютной структурой валютных резервов Банка России, определяющей целевые значения долей резервных валют в чистых резервных валютных активах и пределы допустимых отклонений от них.

Отклонение фактической валютной структуры от нормативной определялось в основном покупками долларов США на внутреннем валютном рынке, дополнительное влияние на величину отклонений оказывали изменения курсов других резервных валют по отношению к доллару США. Устранение отклонений фактической валютной структуры от нормативной

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

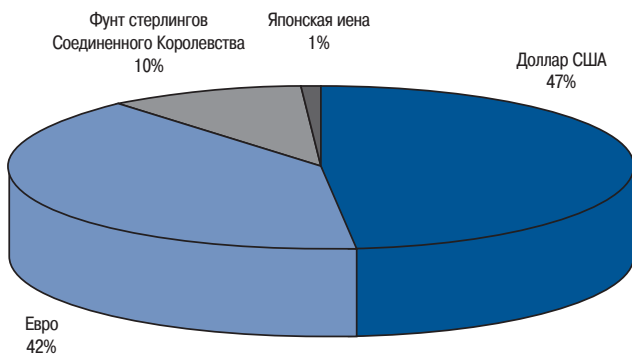
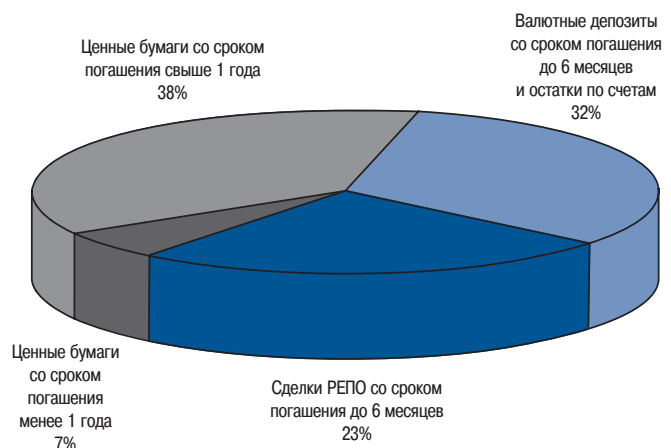


Рисунок 2.4. Распределение резервных валютных активов Банка России по видам инструментов по состоянию на конец периода



¹ Начиная с настоящего выпуска в рамках данного обзора будет приводиться валютная структура валовых резервных валютных активов, а не чистых резервных валютных активов.

² Величина активов Банка России в швейцарских франках незначительна.

осуществлялось в сроки, которые с учетом объема конверсионных операций позволяли ослабить влияние операций Банка России на конъюнктуру международного валютного рынка.

Структура резервных валютных активов по видам инструментов. К разрешенным для размещения средств в резервных валютах краткосрочным инструментам относятся: остатки на корреспондентских счетах Банка России «НОСТРО» в резервных иностранных валютах; депозиты в резервных иностранных валютах, размещаемые на срок до 6 месяцев; денежные средства, предоставленные на срок до 6 месяцев под обеспечение по сделкам купли-продажи ценных бумаг с обязательством обратного выкупа (сделки РЕПО, сделки с обязательством обратной продажи — «buy/sell back»); дисконтные ценные бумаги со сроком погашения до 1 года, выпущенные эмитентами определенных классов (иностранное правительство, центральные банки, федеральные агентства, внебюджетные фонды и агентства, а также международные финансовые организации) и отвечающие установленным требованиям к кредитному качеству.

Разрешенные долгосрочные активы в резервных валютах представляют собой купонные ценные бумаги, выпущенные эмитентами определенных классов (иностранное правительство, центральные банки, федеральные агентства, внебюджетные фонды и агентства, международные финансовые организации, ипотечные и земельные банки ФРГ) и отвечающие определенным требованиям. Для купонных ценных бумаг, выпущенных иностранными правительствами и центральными банками, ограничений на срок до погашения не установлено, для прочих ценных бумаг срок до погашения не должен превышать 10 лет.

По состоянию на конец рассматриваемого периода активы в резервных валютах были сформированы в депозитах, остатках на корреспондентских счетах, сделках РЕПО, а также дисконтных и купонных ценных бумагах. В инструменты со сроком до погашения менее 1 года было размещено 62% активов, что несколько меньше, чем в предшествующем квартале. В результате роста доли инвестиционного портфеля доля купонных бумаг возросла с 29 до 37%. Распределение активов в резервных валютах по классам финансовых инструментов приведено на рисунке 2.4. Оно построено на

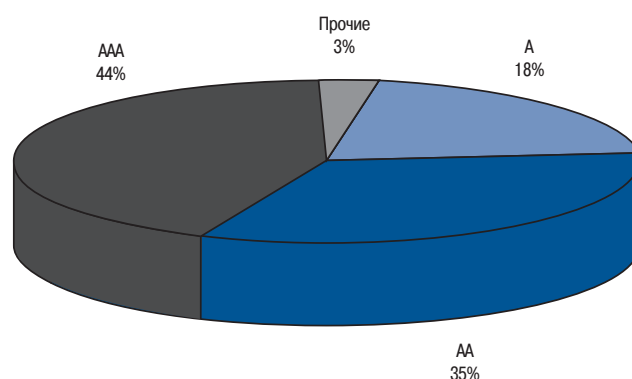
основании данных управленческой отчетности о рыночной стоимости резервных валютных активов Банка России (без учета золота).

Распределение резервных валютных активов по степени кредитного риска.

Кредитный риск регулировался лимитами, установленными на контрагентов Банка России, и требованиями, предъявляемыми к кредитному качеству эмитентов ценных бумаг, входящих в состав активов в резервных валютах. Под кредитным риском понимается вероятность возникновения финансовых потерь вследствие неисполнения своих обязательств контрагентами Банка России, эмитентами ценных бумаг, имеющихся у Банка России, а также вследствие ухудшения кредитного качества активов Банка России, например, снижения *кредитных рейтингов*. Для оценки кредитного качества иностранных контрагентов используются рейтинговые оценки долгосрочной кредитоспособности рейтинговых агентств Fitch Ratings, Moody's и Standard & Poor's. Минимально допустимый рейтинг долгосрочной кредитоспособности контрагентов и должников Банка России по операциям с валютными резервами Банка России установлен на уровне «А» по классификации рейтинговых агентств Fitch Ratings и Standard & Poor's («А2» по классификации Moody's). Минимальный рейтинг выпусков долговых ценных бумаг (либо эмитентов долговых ценных бумаг) установлен на уровне «АА-» по классификации рейтинговых агентств Fitch Ratings и Standard & Poor's («Аа3» по классификации Moody's).

На рисунке 2.5 представлено распределение активов Банка России в резервных валютах по уровню кредитного риска в разбивке по основ-

Рисунок 2.5. Распределение резервных активов Банка России по кредитному рейтингу по состоянию на конец периода



ным рейтинговым категориям без детализации рейтинговой шкалы внутри каждой категории. Сокращение в течение рассматриваемого периода доли операционного портфеля и рост инвестиционного портфеля в абсолютном и относительном выражении привели к увеличению доли инструментов с рейтингом «AAA» (государственных ценных бумаг), в первую очередь за счет сокращения депозитов, размещенных у контрагентов, имеющих рейтинг «AA».

Распределение построено на основе информации о рейтингах долгосрочной кредитоспособности, присвоенных контрагентам Банка России и эмитентам ценных бумаг, входящих в состав портфелей валютных резервов Банка России, рейтинговыми агентствами Fitch Ratings, Standard & Poor's и Moody's. Если рейтинги контрагента или эмитента по классификации указанных агентств различались, то во внимание принимался наиболее низкий из присвоенных рейтингов.

Географическое распределение активов Банка России в резервных валютах по состоя-

нию на конец I квартала 2007 г. представлено на рисунке 2.6. Первое место по объему размещенных активов по-прежнему занимают США; на первые четыре страны (США, Германию, Соединенное Королевство и Францию) приходится более трех четвертей совокупного объема размещенных активов. Распределение построено по местонахождению головных организаций банковских групп – контрагентов Банка России по операциям на денежном рынке (остатки по корреспондентским счетам, депозиты, сделки РЕПО) и по странам нахождения эмитентов ценных бумаг, входящих в состав портфелей резервных валютных активов Банка России.

Существенных изменений в распределении по данному признаку не произошло. По сравнению с I кварталом 2007 г. во II квартале доля Франции выросла на 4,5 процентного пункта, доля Великобритании сократилась на 2,4 процентного пункта. Изменения удельного веса других стран составили менее 2 процентных пунктов.

Рисунок 2.6. Географическое распределение активов Банка России в резервных валютах по состоянию на конец периода



Таблица 2.1. Доходность активов операционного и инвестиционного портфелей валютных резервов Банка России за период с 1 июля 2006 г. по 30 июня 2007 г. (% годовых)

Активы		Доллары США	Евро	Фунты стерлингов Соединенного Королевства	Японская иена
Операционного портфеля	фактического	5,29	3,57	5,20	0,45
	нормативного	5,26	3,47	5,09	0,39
Инвестиционного портфеля	фактического	5,19	1,79	1,79	–
	нормативного	5,37	1,88	1,88	–
Итого	фактического	5,28	3,04	3,75	0,45

Доходность резервных валютных активов.

Показатели фактической доходности рассчитывались на ежедневной основе и учитывали как реализованные, так и нереализованные доходы. Доходность оценивалась отдельно накопленным итогом за год по каждой из одновалютных частей операционного и инвестиционного портфелей.

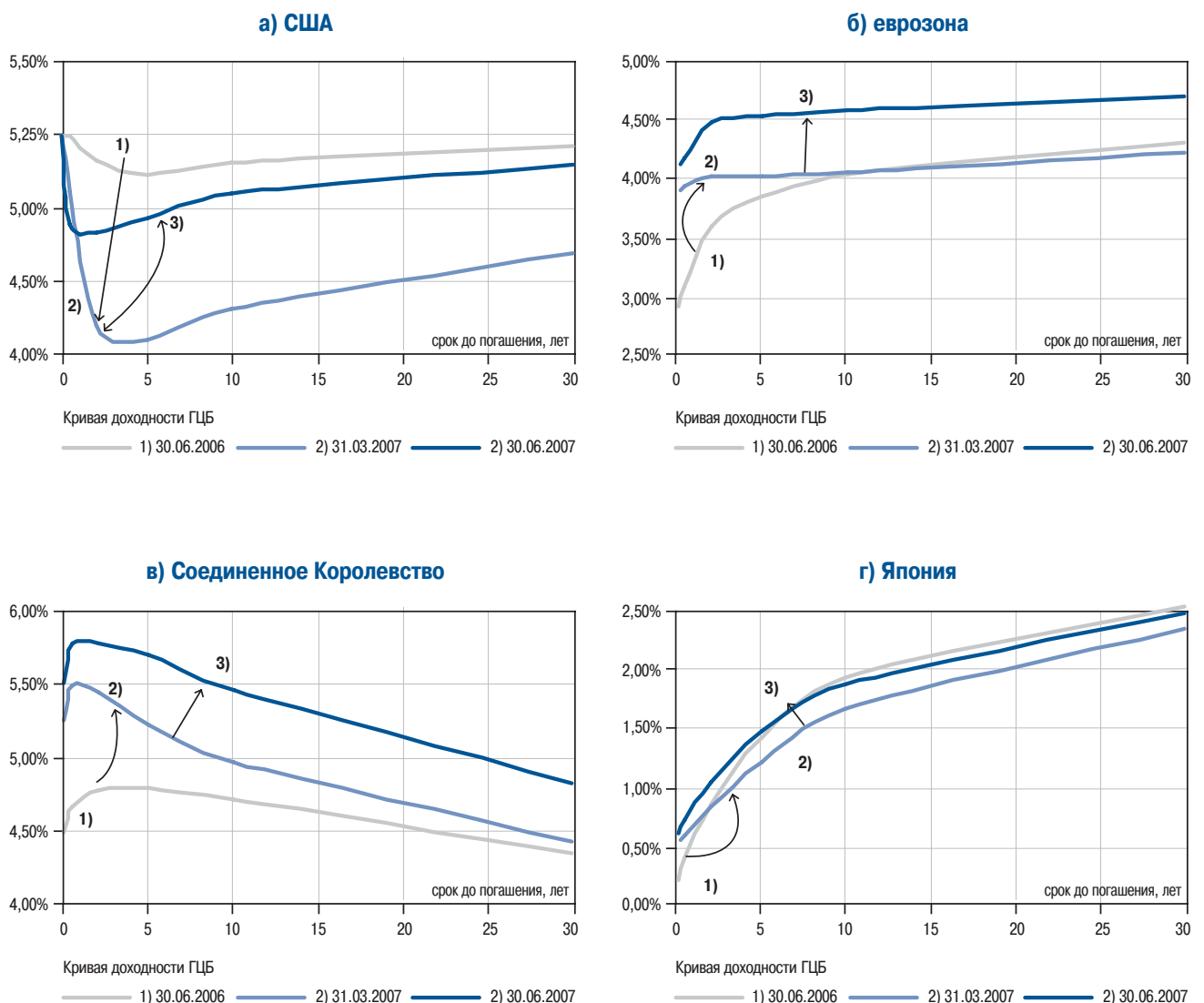
Показатели доходности активов Банка России в резервных валютах с 1 июля 2006 г. по 30 июня 2007 г. приведены в таблице 2.1.

В целом соотношение между объемами операционного и инвестиционного портфелей является основным фактором, определяющим уровень доходности и величину процентного риска каждой одновалютной части валютных резервных активов Банка России.

Оценка результатов деятельности операционных подразделений Банка России по управлению активами в резервных валютах осуществляется путем сравнения доходностей фактических операционного и инвестиционного портфелей с доходностями соответствующих *нормативных портфелей*, а также с учетом доходов/расходов, полученных в результате отклонения фактической валютной структуры от нормативной.

Конъюнктура рынков государственных облигаций развитых стран в указанный период характеризовалась ростом ставок в еврозоне и Соединенном Королевстве в связи с ужесточением в данный период денежно-кредитной политики (рисунок 2.7). В связи с этим в указанных странах доходность по инвестиционному портфелю была заметно ниже доходности по операционному портфелю. В США, напротив,

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



повышение ставок наблюдалось лишь с марта по июль 2007 г., в результате чего доходности инвестиционного и операционного портфелей были сопоставимыми.

По итогам рассматриваемого периода доходность активов фактического инвестиционного портфеля была несколько ниже нормативной. Нестабильность конъюнктуры финансового рынка и высокая степень неопределенности будущих изменений процентных ставок, обусловленные в значительной степени кризисными явлениями на мировом рынке, не позволяли

достаточно оперативно сформировать состав фактических инвестиционных портфелей, позволяющих достичь доходности на уровне и выше доходностей нормативных портфелей.

В целом доходности по портфелю в долларах США и евро практически не изменились по сравнению с аналогичными показателями за период с марта 2006 г. по март 2007 года. В результате роста доли портфеля ценных бумаг Соединенного Королевства доходность вложений в фунты стерлингов снизилась с 4,23 до 3,75%.

3. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ КАЗНАЧЕЙСТВА США

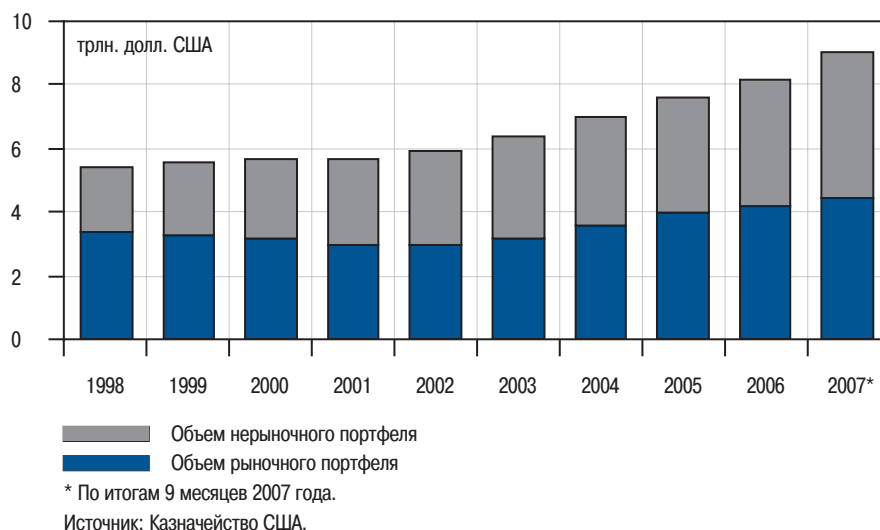
Рынок ценных бумаг, выпускаемых Казначейством США (далее — рынок казначейских обязательств), является одним из наиболее значимых финансовых рынков не только для экономики США, но и для мировой финансовой системы в целом. Важная роль данного рынка обусловлена несколькими факторами.

Во-первых, это один из крупнейших и наиболее ликвидных рынков государственных долговых обязательств в мире. По состоянию на конец III квартала 2007 г. совокупный объем рыночных (торгуемых) долговых обязательств превысил 4,5 трлн. долл. США. Среднедневной объем торгов рыночными долговыми обязательствами в январе–сентябре 2007 г. составил свыше 500 млрд. долл. США. При этом долговые ценные бумаги, выпускаемые Казначейством США, гарантируются правительством страны и имеют наивысший кредитный рейтинг. Таким образом, доходность по казначейским обязательствам может рас-

сматриваться в качестве эталонной, а сами обязательства вызывают интерес множества инвесторов, включая пенсионные фонды, фонды государственных накоплений и центральные банки.

Во-вторых, выпуск казначейских ценных бумаг является неотъемлемой частью процесса финансирования расходов бюджета правительства США и перераспределения средств между различными уровнями бюджета. В 2003–2007 финансовых годах средний ежегодный объем операций по размещению новых обязательств и погашению накопленной задолженности составлял более 70 трлн. долл. США, а совокупный объем долга по состоянию на конец сентября 2007 г. превысил 8,5 трлн. долл. США. Наконец, операции с казначейскими долговыми обязательствами являются важнейшим инструментом монетарной политики, проводимой ФРС США.

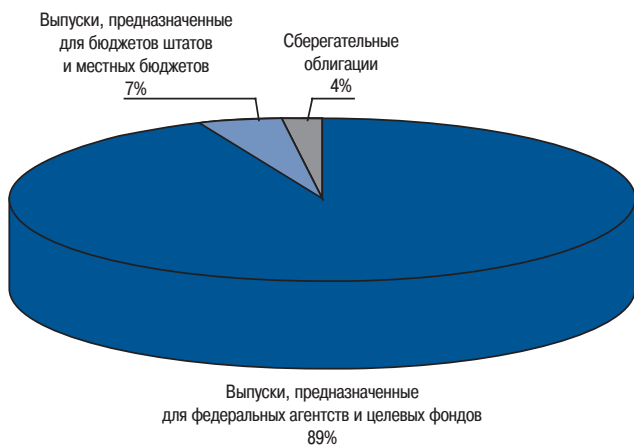
Рисунок 3.1. Динамика совокупного объема государственного долга США в 1997–2007 годах



1. Виды обязательств. В настоящее время рыночные и нерыночные долговые инструменты составляют почти равные части совокупного объема государственных долговых ценных бумаг США (см. рисунок 3.1).

Нерыночные долговые обязательства не обращаются на вторичном рынке: они находятся на руках у инвесторов с момента выпуска и до даты погашения или реоформления задолженности в какой-то другой вид обязательств. Как правило, нерыночные долговые обязательства предназначены для размещения средств бюджетов разных уровней и средств внебюджетных фондов (например, государственных фондов, обеспечивающих выполнение различных программ социального страхования и пенсионных программ). Фактически посредством выпуска нерыночных обязательств оформляется ряд обязательств бюджета по отношению к этим фондам.

Рисунок 3.2. Структура портфеля нерыночных долговых обязательств США по видам инструментов по состоянию на 30 октября 2007 года



Источник: Бюро государственного долга Казначейства США.

Сравнительно небольшую долю нерыночных долговых обязательств составляют **сберегательные облигации**, которые размещаются среди частных инвесторов, в том числе среди физических лиц. Как правило, сберегательные облигации имеют длинный срок до погашения и размещаются по номиналу, сумма купонного платежа в каждом периоде не выплачивается держателю облигации, а прибавляется к номиналу, увеличивая тем самым величину платежей по облигации в будущем.

Рыночные долговые обязательства

свободно покупаются и продаются на вторичном рынке. Портфель рыночного государственного долга США включает четыре группы долговых инструментов: казначейские векселя, казначейские ноты и облигации, а также облигации, индексируемые с учетом инфляции.

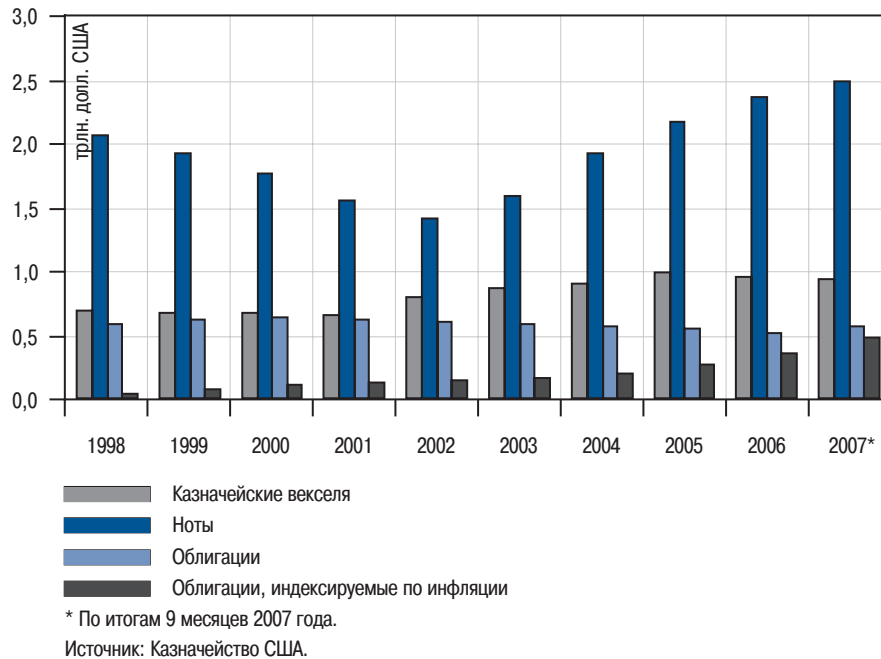
Казначейские векселя представляют собой краткосрочные бескупонные инструменты и выпускаются с дисконтом к номиналу. Максимальный срок до погашения векселей составляет 12 месяцев, однако в настоящее время на практике выпускаются векселя сроком до погашения 1, 3 или 6 месяцев.

Казначейские векселя составляют более 20% совокупного портфеля рыночных долговых обязательств (более 900 млрд. долл. США), однако их доля в последние годы сокращается. Среднедневной оборот казначейских векселей составил в первом полугодии 2007 г. около 43 млрд. долл. США, или примерно 8% от совокупного среднедневного оборота государственных долговых обязательств (см. рисунки 3.3 и 3.4).

Казначейские ноты и облигации являются долговыми государственными ценными бумагами с постоянным купонным доходом. К нотам относятся ценные бумаги со сроком до погашения от 1 года до 10 лет, а к облигациям – бумаги, чей срок до погашения превышает 10 лет. Ноты и облигации выпускаются номиналом 1000 долл. США. Купон выплачивается каждые 6 месяцев. Ставка купона остается неизменной до погашения и устанавливается исходя из ставки отсечения на аукционе по первичному размещению таким образом, чтобы при размещении стоимость бумаги оказалась близкой к номиналу.

Обязательства с постоянным купонным доходом являются самым крупным сегментом рынка. На их долю приходится более 65% совокупного портфеля рыночных долговых обязательств и почти 90% совокупного среднедневного оборота рыночных казначейских обязательств. В течение последних пяти лет объемы в обращении ценных бумаг с постоянным купонным доходом увеличивались в основном за счет роста портфеля казначейских нот (см. рисунок 3.3).

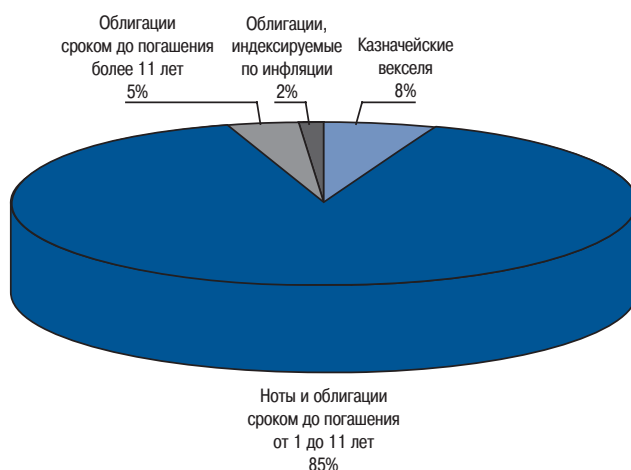
Рисунок 3.3. Структура портфеля рыночных долговых обязательств США по видам инструментов



Облигации, индексируемые с учетом инфляции (Treasury inflation protected securities – TIPS), были впервые выпущены Казначейством США в 1997 году. По состоянию на конец III квартала 2007 г. объем индексируемых облигаций в обращении превысил 450 млрд. долл. США, что составляет около 10% совокупного портфеля рыночных долговых обязательств. Среднедневной оборот индексируемых облигаций составил в первом полугодии 2007 г. около 10 млрд. долл. США, или примерно 2% совокупного среднедневного оборота государственных долговых обязательств.

В отличие от облигаций с постоянным купонным доходом номинал индексируемой

Рисунок 3.4. Структура среднедневного оборота рыночных долговых обязательств США по видам инструментов в первом полугодии 2007 года



облигации и, соответственно, полугодовой купонный платеж индексируются с учетом среднего *индекса* городских *потребительских цен*. Для инвесторов это означает снижение инфляционного риска (риска уменьшения реальной стоимости платежей по бумаге в результате роста уровня цен), что является особенно важным для пенсионных и страховых фондов. Индексируемые облигации выпускаются на сроки 5, 10 и 20 лет.

Большая часть выпусков ценных бумаг с постоянным купонным доходом и некоторые виды индексируемых облигаций, находящихся в обращении, могут быть подвержены *стрипованию* (разделению платежей), то есть они могут быть преобразованы в набор бескупонных инструментов (**стрипов на купонный доход и стрипов на выплату номинала**) с датами погашения, соответствующими датам денежных выплат по облигации. Возможна также и обратная операция – объединение набора бескупонных инструментов в одну ценную бумагу (реконституция). По состоянию на 30 сентября 2007 г. в форме стрипов находилось около 30% портфеля облигаций, около 2% портфеля казначейских нот. Объемы стрипования индексируемых облигаций в настоящее время незначительны.

2. Участники рынка. Держателями казначейских ценных бумаг США является широкий

круг инвесторов: ФРС США, коммерческие банки, пенсионные и страховые фонды, центральные банки зарубежных стран, домохозяйства, прочие частные и государственные финансовые и нефинансовые институты.

Крупнейшим держателем казначейских обязательств является ФРС США, чей портфель по состоянию на конец III квартала 2007 г. составлял почти 800 млрд. долл. США. ФРС использует операции по купле-продаже казначейских обязательств на вторичном рынке для управления объемом денежной базы. Ког-

да ФРС осуществляет покупку казначейских обязательств, денежная база увеличивается. Так, объемы и темпы роста портфеля ФРС США и денежной базы примерно совпадают.

Помимо ФРС США крупными портфелями долговых обязательств Казначейства США владеют такие инвесторы-резиденты, как частные и государственные пенсионные фонды, страховые и взаимные фонды. Кроме того, значительный портфель государственных долговых обязательств находится на балансах штатов и местных бюджетов.

Рисунок 3.5. Структура инвесторов на рынке ценных бумаг Казначейства США



Важной частью рынка государственных облигаций США является институт первичных дилеров. В настоящее время к их числу относится 20 финансовых организаций. Через первичных дилеров проводится большая часть сделок по покупке казначейских обязательств на первичном рынке. Более того, первичные дилеры являются контрагентами ФРС США при проведении операций на вторичном рынке (например, операций РЕПО или купли-продажи долговых обязательств Казначейства США на вторичном рынке). Они также участвуют в ежеквартальных консультациях по вопросам размещения казначейских облигаций.

В свою очередь, первичные дилеры имеют такие обязанности, как поддержка ликвидности вторичного рынка облигаций и стрипов путем выставления котировок на покупку и

продажу облигаций, предоставление информации Казначейству США о рыночных условиях и данных о собственных позициях, оборотах, ценах закрытия по облигациям.

Высокий спрос на ликвидные и высоконадежные активы со стороны центральных банков, фондов государственных накоплений и хедж-фондов зарубежных стран обуславливает большую долю этих инвесторов в структуре портфеля рыночных долговых обязательств США. По состоянию на конец III квартала 2007 г. их доля в портфеле рыночных долговых обязательств США составила чуть менее 50%, причем доля государственных инвесторов увеличивалась быстрее, чем доля частных инвесторов. Крупнейшими странами – держателями казначейских ценных бумаг являются Япония и Китай.

Таблица 3.1. Крупнейшие страны – держатели ценных бумаг Казначейства США¹

№ п/п	Страны	Объем по состоянию на 30.09.2007, млрд. долл. США	Доля от совокупного объема ценных бумаг, принадлежащих иностранным инвесторам, %	Объем по состоянию на 30.09.2006, млрд. долл. США	Прирост к 30.09.2006, %
1	Япония	582,2	26	618,1	-6
2	Китай	396,7	18	389,7	2
3	Соединенное Королевство	266,4	12	61,6	332
4	Экспортеры нефти ²	125,7	6	113,7	11
5	Бразилия	109,4	5	44,9	144
6	Банковские центры Карибского региона	71,4	3	69,6	3
7	Люксембург	60,1	3	58,7	2
8	Гонконг	55,6	2	49,7	12
9	Тайвань	52,6	2	61,3	-14
10	Корея	45,7	2	65,7	-30
Объем ценных бумаг на руках у иностранных инвесторов		2247,0	100	2025,3	11

Источник: Департамент Казначейства США, Совет управляющих ФРС США.

3. Порядок эмиссии и организация рынка. Размещение государственных облигаций осуществляется Федеральным резервным банком Нью-Йорка, выступающим в качестве агента Казначейства США и Бюро Казначейства США по управлению государственным долгом.

Совокупный объем государственного долга и, следовательно, максимально допустимый объем выпуска Казначейством долговых обязательств устанавливается Конгрессом США. По состоянию на конец первого полугодия 2007 г. максимально допустимый объем долга составлял 8,97 трлн. долл. США. Некоторые

выпуски долговых обязательств не учитываются при расчете суммы долга, подлежащего ограничению, однако объем этих обязательств крайне незначителен по сравнению с совокупным объемом долга.

Размещение новых ценных бумаг и доразмещение уже обращающихся выпусков производится посредством регулярных аукционов. Стандартный график проведения регулярных аукционов приведен в таблице 3.2. Большая часть ценных бумаг, выпускаемых Казначейством США, первоначально размещается среди дилеров и брокеров, которые затем распространяют их на вторичном рынке.

¹ Объемы казначейских ценных бумаг (включая рыночные и нерыночные векселя, облигации и ноты), находящихся на руках у иностранных инвесторов, в разбивке по странам оцениваются на основе данных, поступающих в систему учета международных потоков капитала Казначейства США (Treasury International Capital reporting system). Возможно их расхождение с фактическими данными. Методология сбора информации и разъяснения относительно возможных отклонений публикуемых оценок от реальными значениями представлены на официальном сайте Казначейства США (www.treas.gov).

² Данная группа стран включает Эквадор, Венесуэлу, Индонезию, Бахрейн, Иран, Ирак, Кувейт, Оман, Катар, Саудовскую Аравию, Объединенные Арабские Эмираты, Алжир, Габон, Ливию, Нигерию.

Таблица 3.2. Стандартный график проведения аукционов по размещению рыночных ценных бумаг Казначейства США

Вид ценной бумаги	Срок до погашения	Частота проведения аукционов
Векселя	28 дней (4 недели)	Еженедельно*
	91 день (3 месяца)	
	182 дня (6 месяцев)	
Ноты	2 года	Ежемесячно
	5 лет	Ежемесячно
	10 лет	Февраль, март, август, ноябрь
Облигации	30 лет	Февраль, март, август, ноябрь
Облигации, индексируемые по инфляции	5 лет	Апрель, октябрь
	10 лет	Январь, апрель, июль, октябрь
	20 лет	Январь, июль

* Возможно проведение дополнительных нерегулярных аукционов по размещению векселей для управления ликвидностью (cash management bills). Сроки до погашения таких векселей могут варьироваться от нескольких дней до полугода.

Источник: Казначейство США.

Индивидуальные инвесторы (включая физических лиц) также имеют возможность покупать ценные бумаги Казначейства США на первичном рынке путем размещения заявки на покупку на специальных порталах Казначейства США в Интернете (Treasury Direct и Legacy Treasury Direct), по телефону или в письменной форме.

Процесс размещения начинается за несколько дней до даты проведения аукциона, когда Казначейство объявляет тип ценной бумаги и количество размещаемых бумаг.

Аукцион проводится на основе конкурса заявок на покупки. Инвестор может выставить заявки на покупку двух типов – конкурентные и неконкурентные. В конкурентной заявке указываются запрашиваемый объем и доходность. В неконкурентной заявке определяется только нужное количество бумаг¹. Соответственно, инвесторы, подавшие неконкурентные заявки, готовы купить ценную бумагу с той доходностью, которая установилась во время аукциона.

После закрытия аукциона из количества ценных бумаг, выставляемых на продажу, вычитается количество ценных бумаг, указанных в неконкурентных заявках. Оставшиеся облигации распределяются среди инвесторов, подавших конкурентные заявки. При этом конкурентные заявки распределяются в порядке возрастания требуемой доходности и удовлетворяются начиная с заявки с наименьшей доходностью до тех пор, пока объем принятых

заявок не достигнет объема, предлагаемого к размещению. Доходность, указанная в последней принятой заявке (наибольшая доходность, принятая Казначейством), называется доходностью отсечения. Для всех инвесторов, чьи заявки были удовлетворены, устанавливается единая цена, которая рассчитывается исходя из доходности к отсечению.

Доходность, указанная в предпоследней принятой заявке, определяет ставку купона по ценной бумаге в случае размещения казначейских нот или облигаций. Таким образом, стоимость купонных ценных бумаг в момент размещения оказывается близкой к номиналу.

Вторичный рынок казначейских долговых обязательств – это внебиржевой рынок. Группа американских первичных дилеров постоянно котирует цены спроса и предложения на находящиеся в обращении казначейские ценные бумаги. Торговля ведется 24 часа в сутки в трех основных торговых центрах: Нью-Йорке, Лондоне и Токио. Участие индивидуальных инвесторов осуществляется через брокеров.

Одним из сегментов вторичного рынка является так называемый рынок «до размещения» (when-issued market). Здесь торгуются ценные бумаги, еще не выпущенные Казначейством. Торги проводятся со дня объявления о предстоящем аукционе до дня размещения выпуска. Торговля осуществляется дилерами и брокерами в форме двойного аукциона, где заявки выставляются как покупателями, так и продавцами. Поставка бумаг по контрактам, заключен-

¹ Суммарный объем неконкурентных заявок, поданных одним инвестором, не может превышать 5 млн. долл. США. Запрещается одновременное выставление конкурентных и неконкурентных заявок.

ным на рынке до размещения, производится после проведения аукциона Казначейством США.

Время от времени в целях поддержания надлежащего объема новых облигационных выпусков и оптимизации графика погашения

облигаций Казначейство осуществляет выкуп ценных бумаг, находящихся в обращении и не достигших даты погашения, путем покупки на вторичном рынке через обратные аукционы.

**Таблица 3.3. Ключевые показатели рынка ценных бумаг Казначейства США
(по состоянию на 30 сентября 2007 года)**

Объем ценных бумаг в обращении (по номинальной стоимости):	
Нерыночные ценные бумаги	4,61 трлн. долл. США
Рыночные ценные бумаги	4,46 трлн. долл. США
в том числе:	
казначейские векселя	0,94 трлн. долл. США
казначейские ноты	2,48 трлн. долл. США
казначейские облигации	0,56 трлн. долл. США
индексируемые облигации	0,47 трлн. долл. США
Кредитный рейтинг по классификации Standard & Poor's	AAA
Среднедневной оборот на вторичном рынке (по рыночным бумагам) в первом полугодии 2007 г.	500 млрд. долл. США
Средняя доходность долговых бумаг, находящихся в обращении:	
Нерыночные ценные бумаги	5,11%
Рыночные ценные бумаги	4,90%
в том числе:	
казначейские векселя	4,66%
казначейские ноты	4,41%
казначейские облигации	7,46%
индексируемые облигации	2,56%

Источник: Казначейство США.

При подготовке раздела были использованы материалы Казначейства США, Федерального резервного банка Нью-Йорка и Контрольной палаты США. Более подробная информация о рынке государственных долговых ценных бумаг, особенностях отдельных выпусков и организационных процедурах представлена на официальных сайтах указанных ведомств:

Казначейство США: www.treasurydirect.com;

Федеральный резервный банк Нью-Йорка: www.newyorkfed.org;

Контрольная палата США: www.gao.gov.

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.

Волатильность

Характеристика изменчивости показателя.

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.

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

Золотовалютные резервы Банка России – величина, измеряемая в долларах США, рассчитываемая как разность между суммой резервных валютных активов Банка России, принадлежащих 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.

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 стоимости фиксированного набора товаров и услуг в текущий период 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 стоимости фиксированного набора товаров и услуг в текущий период 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 г. 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.

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 дефолтный своп

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

Кредитный рейтинг

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

Кривая доходности

График взаимосвязи между доходностью и сроком до погашения ценных бумаг.

Многоценовой аукцион по размещению государственных ценных бумаг

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

Монетарное золото

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

Моноценовой (голландский) аукцион по размещению государственных ценных бумаг

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

Нормативный портфель

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

Операции РЕПО (обратного РЕПО)

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

Операционный портфель резервных валютных активов Банка России

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

Реальный курс национальной валюты к иностранной валюте

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

Реальный эффективный курс национальной валюты

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

Резервные валютные активы Банка России

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

Резервные валюты Банка России

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

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.

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, произошедших 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.

ПРИЛОЖЕНИЕ

**РЕКОМЕНДУЕМЫЕ ПОДХОДЫ К РАБОТЕ
НА РЫНКЕ КАЗНАЧЕЙСКИХ ЦЕННЫХ БУМАГ США****Методологическая группа по работе на рынке казначейских ценных бумаг США¹****Введение**

Методологическая группа по работе на рынке казначейских ценных бумаг считает важным обеспечение добросовестного поведения участников на внебиржевом рынке государственных ценных бумаг США. По нашему мнению, наличие эффективного рынка ценных бумаг приносит пользу как участникам рынка, так и обществу в целом. В свою очередь, прозрачность рынка способствует эффективности его функционирования, а также развитию конкуренции и поддержанию ликвидности. В связи с этим мы рекомендуем всем участникам рынка казначейских ценных бумаг использовать в своей деятельности изложенные ниже подходы к работе для содействия честной торговле и обеспечения эффективности рынка.

Передовой опыт ведения операций на рынке казначейских ценных бумаг может служить примером для участников рынка, стремящихся организовать свою работу так, чтобы обеспечить надежный внутренний контроль и распространение практики добросовестного поведения на рынке. Изложенные в настоящем документе рекомендуемые подходы рассчитаны не только на дилеров, но и на других активных участников оптового рынка казначейских ценных бумаг, в том числе брокеров, управляющих компаний, инвесторов и депозитариев. По нашему мнению, эти методы, если они будут взяты на вооружение, могут укрепить существующие системы контроля каждого участника рынка. Кроме того, мы считаем, что использование этих методов поможет сократить количество сбоев в функционировании рынка (в том числе случаев просрочки платежей) или избежать таких сбоев и тем самым укрепить целостность рынка, от

чего в равной мере выиграют его участники и общество в целом.

Целью настоящего документа является закрепление существующих понятий добросовестного поведения на рынке, и описанные здесь подходы к работе представляют собой скорее свод практических рекомендаций, нежели обязательные для исполнения правила или регулятивные наставления. При использовании этих рекомендаций каждый участник рынка должен учитывать особенности своей организации, такие как величина активов, объемы операций и форма участия в работе рынка (например, маркет-мейкер, инвестор, депозитарий и т.д.).

Настоящий свод рекомендаций ни в коей мере не является всеобъемлющим руководством для работы на рынке казначейских ценных бумаг. Приведенные рекомендации скорее могут служить ориентиром при оценке адекватности применяемых операционных процедур как для новых участников, так и для компаний, давно работающих на рынке. Помимо учета передового опыта участники рынка обязаны соблюдать все действующие законы и не допускать незаконной деятельности, например, манипулирования ценами.

I. Выставление котировок и поддержание ликвидности

Бесперебойное и эффективное функционирование рынка казначейских ценных бумаг базируется на честности, добросовестности и взаимном доверии его участников. Эффективный рынок ценных бумаг повышает уровень ликвидности, что ускоряет и облегчает всем участникам рынка процесс поиска покупателей и продавцов. При этом важно, чтобы поддержанию ликвидности рынка содействовали как покупатели, так и продавцы.

¹ Материал опубликован на официальном сайте группы (www.newyorkfed.org/tmpg) 11 мая 2007 года.

- **Поведение всех участников рынка должно способствовать поддержанию ликвидности рынка.** В частности, дилеры должны обеспечивать выставление котировок, и всем участникам рынка следует избегать использования таких стратегий торговли, которые могут препятствовать заключению сделок. Так, следует избегать методов работы, которые вызывают или усугубляют сбои в расчетах, препятствуют предоставлению ликвидности другими сторонами или ограничивают объем свободного предложения отдельных выпусков ценных бумаг в целях создания ценовых изменений на рынках этих бумаг или связанных рынках.
- **Участники рынка должны нести ответственность за выставляемые котировки и содействовать общей ценовой прозрачности при проведении операций междилерскими брокерами.**

В то время как законные действия, направленные на выявление рыночных цен, являются неотъемлемой частью деятельности участников рынка казначейских ценных бумаг и должны приветствоваться, участникам рынка следует избегать практики выставления котировок, которые не преследуют цель заключения сделки.

Установление рыночных цен базируется на эффективном обмене информацией о котировках и прозрачности рынков. Участники рынка не должны осуществлять сделки через междилерских голосовых брокеров с использованием экранов электронных торгов без отражения на экране соответствующей информации во время совершения сделки.

- **Участникам рынка следует обеспечить адекватный надзор за своими операциями на рынке казначейских ценных бумаг.** Характер надзора может меняться в зависимости от роли участника на рынке и его организационной структуры. Однако каждой компании следует разработать механизм оценки и тщательного анализа своей торговой деятельности на рынке

казначейских ценных бумаг, с тем чтобы обеспечить понимание менеджерами высшего звена торговой стратегии как на уровне компании в целом, так и для отдельных подразделений. Как минимум надзор должен охватывать деятельность организации на спот-рынке казначейских ценных бумаг (включая участие в аукционах и операции на вторичном рынке), на рынке заемных средств (включая операции РЕПО) и смежных рынках производных инструментов.

II. Обеспечение надежного мониторинга сомнительных методов торговли

Активные участники финансовых рынков осознают всю важность создания и поддержания системы строгого внутреннего контроля. Многообразие правовых и репутационных требований, с которыми сталкиваются участники торговых операций с казначейскими ценными бумагами, свидетельствует о крайней важности строгой, действенной, имеющей соответствующую информационную поддержку программы внутреннего контроля. При этом необходимо активное участие в этой программе отдела по управлению бизнесом, правового отдела, отдела контроля за соблюдением существующих норм и требований, а также аудита.

- **Каждому участнику рынка следует обеспечивать надежный внутренний контроль, достаточный для обеспечения выполнения требований законодательства и соответствия каждого из подразделений компании передовому опыту.** Выявление и своевременное устранение любых сомнительных методов торговли достигается совместной работой руководства дилерского отдела, сотрудников надзорного и правового отделов, отдела контроля за соблюдением существующих норм и требований. Руководство дилерского отдела и надзорный отдел несут ответственность за реализацию дилерами торговой стратегии. Остальные контрольные подразделения, в особенности юридический отдел и отдел контроля за соблюдением существующих норм и требований, должны быть готовы

- своевременно выявить сомнительные методы торговли и оперативно принять необходимые меры. Для обеспечения своевременной информации о занятии крупных позиций компаниям следует использовать системы, которые позволяли бы в режиме реального времени уведомлять подразделения контроля за соблюдением существующих норм и требований о наличии таких позиций.
- **Участникам рынка следует обеспечить использование сотрудниками правовых отделов и отделов контроля за соблюдением существующих норм и требований процедур строгого контроля и надзора в отношении торговых и расчетных операций. Менеджерам высшего звена следует взять на себя ответственность за полную реализацию и четкое соблюдение принципов внутреннего контроля во вверенных им подразделениях.**
 - **В целях выявления потенциально проблемных направлений деятельности сотрудникам, ответственным за работу отделов внутреннего контроля, необходимо иметь четкое представление об осуществляемых дилерами торговых стратегиях.** Сотрудники отделов внутреннего контроля (в особенности правовых отделов и отделов контроля за соблюдением существующих норм и требований) должны иметь четкое представление о целях и методах реализации торговых стратегий, с тем чтобы уметь своевременно выявлять сомнительные торговые операции и препятствовать их осуществлению, которое может привести к сбоям в функционировании рынка, его неликвидности или представлять правовой или репутационный риск для организации.
 - **Ответственные за работу отделов внутреннего контроля и в особенности правовых отделов и отделов контроля за соблюдением существующих норм и требований должны быть вправе обращать внимание менеджеров высшего звена на проблемы внутри организации.**
 - **В задачи внутреннего контроля должно входить выявление таких торговых позиций, стратегий, тенденций в проведении торговых операций и поведении участников в рамках торговой деятельности, которые могут послужить основанием для проведения принудительной проверки порядка ведения бизнеса и соблюдения существующих норм и требований.** Проведение принудительной проверки само по себе не означает необходимости изменения торговой позиции, стратегии или поведения; это будет зависеть от результатов проверки и консультаций между руководством и сотрудниками отделов внутреннего контроля. Проведение проверки наряду с другими мерами контроля должно быть направлено на выявление торговой деятельности, сокращающей объемы ценных бумаг, обращающихся на спот-рынке или рынке обеспеченных кредитов. По мере изменения размера и структуры рынка казначейских ценных бумаг основания для проведения принудительной проверки и соответствующие им пороговые значения отдельных показателей могут меняться. Вместе с тем для облегчения проведения дальнейших проверок участникам рынка целесообразно включить в свои планы проверок соблюдения существующих норм и требований контроль за следующими характеристиками (данный список не является исчерпывающим):
 - большая доля данного участника в свободном объеме в обращении (floating supply) отдельных выпусков ценных бумаг (максимальная величина свободно обращающегося на рынке объема предложения бумаги оценивается как разница между объемом размещения выпуска и объемом выпуска, переведенным в форму стрипов; дополнительные ограничения объема свободного предложения могут быть связаны с программами по ликвидации или выкупу соответствующих выпусков);
 - большое количество сбоев при поставке или получении отдельных выпусков ценных бумаг и/или наличие торговых сделок,

по которым постоянно происходят сбои в расчетах;

- сохранение устойчивого повышенного спроса на какую-то бумагу (бумага такого рода характеризуется как особая);
- значительный или необычный объем рыночного оборота отдельных выпусков ценных бумаг;
- необычные величина или схема получения прибылей или убытков;
- изменения в применяемых участником стандартных схемах проведения операций по кредитованию или заимствованию ценных бумаг, по которым участник рынка держит значительные позиции;
- использование большой доли свободного объема бумаг, характеризующихся как особые, в залоговых операциях, очевидное увеличение объемов этих операций во времени или размещение больших объемов обеспечения у контрагентов, которые обычно не используют его для проведения дальнейших операций.

III. Особое внимание к управлению крупными позициями

Несмотря на то что крупные длинные или короткие позиции совсем не обязательно являются проблемными, управление ими должно осуществляться со всей ответственностью во избежание сбоев рынка. Время от времени участники рынка могут накапливать особенно крупные длинные позиции по отдельным выпускам казначейских ценных бумаг или по отдельным финансовым инструментам. Учитывая необходимость поддержания ликвидности рынка, участникам следует уделять управлению такими позициями повышенное внимание. Аналогично участники с крупными короткими позициями или активными стратегиями продажи должны нести ответственность за поддержание ликвидности и бесперебойное функционирование рынка казначейских ценных бумаг.

- **Участникам рынка следует избегать таких торговых стратегий, которые создают или усугубляют сбои в расчетах.** Особенно внимательным следует быть,

если крупная позиция является полностью или в основном результатом занятия позиции с использованием собственного капитала, поскольку участники рынка имеют больше возможностей для контроля динамики величины такой позиции.

- **В случае, когда участник рынка контролирует значительную часть свободного объема в обращении ценной бумаги, торгующейся на особых условиях, ему следует принять все возможные меры для предоставления этой бумаги в кредит на рынках особых ценных бумаг и избегать использования значительного объема этого обеспечения в рамках иных относительно более дорогих видов соглашений о финансировании.** Компаниям следует избегать использования относительно более дорогих способов заимствования для финансирования крупных позиций по выпускам, торгуемым на особых условиях, даже на срок овернайт. Если этот способ финансирования все же используется, менеджерам высшего звена следует полностью понимать причины, по которым было сделано данное исключение. Руководство, правовые отделы и отделы контроля за соблюдением существующих норм и требований должны быть своевременно уведомлены о такой деятельности.
- **Участникам – держателям крупных коротких позиций надлежит добросовестно выполнять обязательства по поставкам.** Участникам рынка, имеющим особенно крупные короткие позиции по ценной бумаге, следует предпринимать все возможные усилия по заимствованию необходимых ценных бумаг в целях осуществления их своевременной поставки. Участники рынка должны избегать практики стратегических сбоев, то есть способа короткой продажи ценных бумаг на рынке РЕПО по нулевому или близкому к нулю проценту с малой вероятностью их получения для осуществления своевременной поставки.
- **При оценке торговых стратегий по управлению крупными позициями в определенном выпуске участникам**

рынка необходимо следить за тем, чтобы неожиданные изменения стратегий не оказывали негативного воздействия на ликвидность рынка или расчеты по этому выпуску. Держателям крупных позиций не следует избегать совершения торговых операций, однако при рассмотрении новых торговых стратегий по крупным позициям им следует оценить возможные последствия операций для уровня ликвидности на рынке. Менеджеры высшего звена, правовые отделы и отделы контроля за соблюдением существующих норм и требований должны ставиться в известность о любых существенных изменениях в торговых стратегиях.

- **Следует в кратчайшие сроки оповещать руководство, правовые отделы и отделы контроля за соблюдением существующих норм и требований о занятых дилерами особо крупных длинных и коротких позициях.** Участникам рынка следует внедрить такие процедуры и систему обмена информацией, которые обеспечивали бы своевременное оповещение соответствующих представителей руководства, правовых отделов и отделов контроля за соблюдением существующих норм и требований, чтобы те имели возможность принять меры по защите репутации участников рынка и управлению любыми правовыми и репутационными рисками.

IV. Содействие эффективному клирингу

Бесперебойные и предсказуемые расчеты и клиринг являются основой сохранения ликвидности и эффективности рынка казначейских ценных бумаг. Сбои в расчетах препятствуют эффективному клирингу и могут негативно повлиять на ликвидность и функционирование рынка. Хотя некоторые сбои в расчетах неизбежны, участники рынка должны позаботиться о том, чтобы их внутренние процедуры способствовали эффективному и своевременному завершению расчетов и препятствовали нарушению работы рынка. Следует избегать действий, которые преднамеренно мешают осуществлению эффектив-

ного клиринга рыночных сделок, например, задержки поставок до самого прекращения отправки сообщений о совершении сделок с ценными бумагами, приводящей к сбоям в расчетах.

- **В целях повышения эффективности расчетов применяемые участниками рынка процедуры и системы обмена информацией должны обеспечивать скорейшее отражение сделок в торговой системе сотрудниками торговых отделов и доступность этой информации для операционных отделов.**
- **Организационная структура участников рынка должна быть такой, чтобы управление процессом проведения расчетов и клиринга осуществлялось независимо от торгового подразделения. Отчетность отдела расчетов и клиринга должна быть отделена от отчетности торгового отдела. Кроме того, следует обеспечить внутренний контроль для ограничения возможного влияния сотрудников торговых отделов на сроки и процесс выполнения расчетов по сделкам с казначейскими ценными бумагами.** Сотрудники расчетных отделов должны быть вправе запрашивать указания и разъяснения у сотрудников торговых отделов, обращая внимание руководства на необычные указания. Необходимо также, чтобы сотрудники правовых отделов и отделов контроля за соблюдением существующих норм и требований своевременно ставились в известность обо всех указаниях, которые отклоняются от стандартных методов расчетов.
- **Руководству торговых отделов, сотрудникам расчетных отделов и отделов контроля за соблюдением существующих норм и требований следует обращать особое внимание на запросы о временной задержке расчетов по исполненным сделкам.** Задержки расчетов допускаются только при наличии особых обстоятельств, например, в случае необходимости обеспечения обязательства на поставку по фьючерсному контрак-

ту. Временные задержки расчетов требуют специального разрешения со стороны руководства торговых отделов в качестве исключения из общих ограничений для трейдеров по осуществлению расчетов. Сотрудники отделов контроля за соблюдением существующих норм и требований и надзорных отделов должны своевременно уведомляться о запросах такого рода. Операционные процедуры участников рынка не должны допускать повторных и тем более систематических задержек в расчетах по отдельным ценным бумагам, а также задержек в отсутствие исключительных обстоятельств.

- **Поставки ценных бумаг должны сводить к минимуму перегрузку рынка и риски возникновения сбоев в расчетах.** Участникам следует разработать четкие принципы и процедуры определения способов и сроков поставки ценных бумаг при осуществлении расчетов и клиринга. В указанных принципах и процедурах следует установить удобный внутренний срок предоставления информации о совершении новых сделок (до срока, установленного системой электронных расчетов
- Федеральной резервной системы США – Fedwire). Для осуществления расчетов в тот же день по сделкам, которые вводятся в торговые сессии очень поздно, поставки ценных бумаг надлежит оформлять как можно быстрее.
- **Чтобы избежать сбоев и содействовать осуществлению клиринга и расчетов, следует как можно быстрее оформлять сделки с ценными бумагами, поступающими от одних контрагентов и предназначенными для поставки другим контрагентам.** Внутренние процедуры и системы контроля должны определять стандартные сроки, обеспечивающие своевременную и эффективную обработку сделок по ценным бумагам.
- **Все участники рынка должны принимать соответствующие меры по устранению сбоев в расчетах.** Постоянные сбои в расчетах негативно воздействуют на функционирование рынка и могут сократить число его участников. Все участники рынка должны стремиться к скорейшему устранению постоянных сбоев.

В ОБЗОРЕ БЫЛИ ИСПОЛЬЗОВАНЫ МАТЕРИАЛЫ СЛЕДУЮЩИХ ОРГАНИЗАЦИЙ:

Информационное агентство «Блумберг»,

Информационное агентство «Рейтер»,

Банк Англии,

Офис по национальной статистике Соединенного Королевства,

Европейский центральный банк,

Банк Японии,

Всемирный совет по золоту (World Gold Council),

Gold Fields Mineral Service (GFMS),

Международный валютный фонд,

Федеральная служба государственной статистики Российской Федерации.

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

Выпуск 1(5)

Подписано в печать 28.03.2008г.

Объем 14 печ. л.

Формат 60x90/8

Отпечатано в ООО «ЭлитГрупп»
127006, Москва, ул. Долгоруковская, д.31, стр.3
тел. (495) 609-24-05

