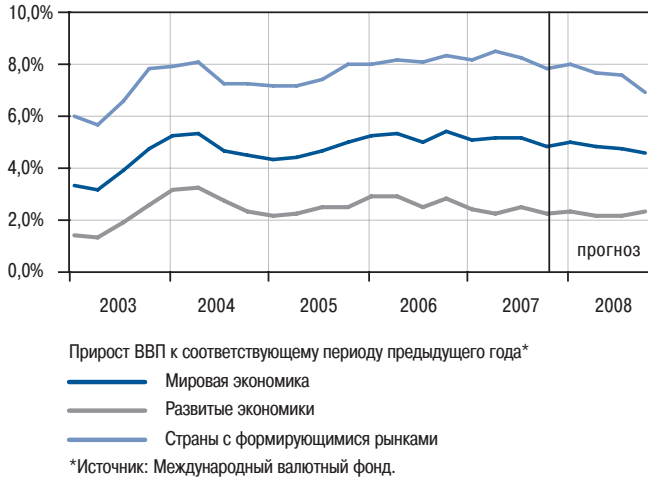


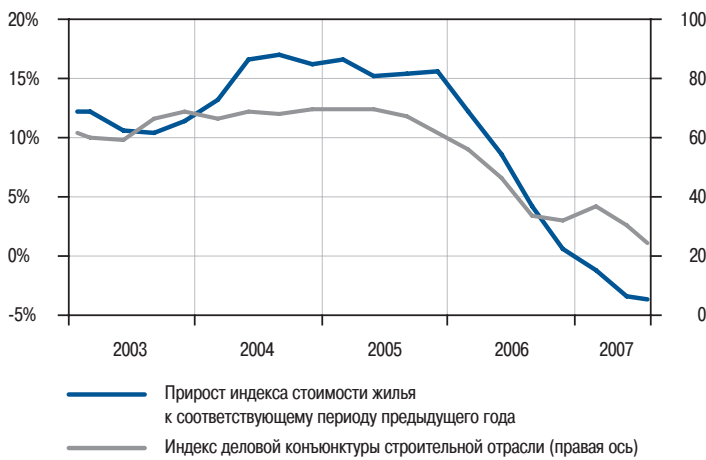
1. ОБЗОР КОНЪЮНКТУРЫ МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

1.1. Глобальные тенденции в апреле 2006 г. – сентябре 2007 г.

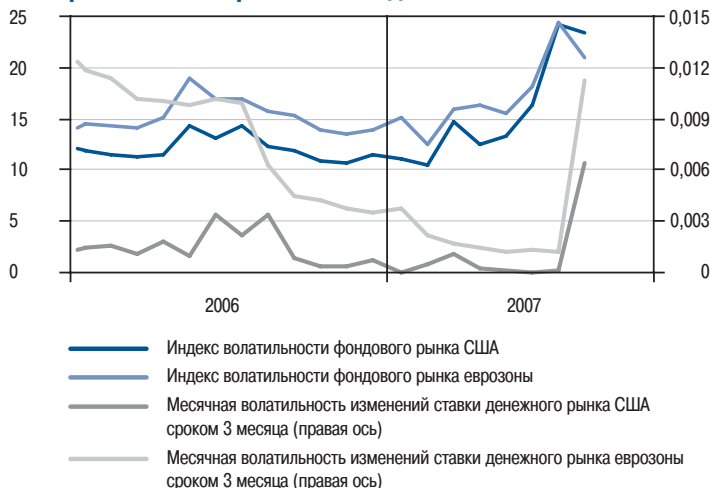
Динамичное развитие мировой экономики продолжается, однако в среднесрочной перспективе ожидается снижение темпов экономического роста



Сдерживающими факторами являются негативные тенденции на рынке недвижимости в США...



...резкий рост волатильности мировых финансовых рынков в III квартале 2007 года...



В течение рассматриваемого периода темпы роста мировой экономики оставались высокими. По оценкам Международного валютного фонда, в 2006 г. они увеличились до 5,3% в год против 4,8% в 2005 г., по итогам девяти месяцев 2007 г. значение данного показателя составило 5,2%. Экономическому росту стран – экспортеров ресурсов и стран с формирующимися рынками способствует высокий уровень цен на сырьевых товарных рынках. На фоне расширения внутреннего спроса устойчивые темпы роста сохраняются в зоне евро и в Соединенном Королевстве. В целом положительную динамику продолжает демонстрировать и экономика США.

Тем не менее отмечается возможность замедления роста мировой экономики в ближайшей и среднесрочной перспективе. В настоящее время одним из наиболее серьезных факторов, сдерживающих экономический рост, является охлаждение рынка недвижимости США. Признаки снижения деловой активности на рынке недвижимости США появились уже в IV квартале 2005 года. Падение цен на недвижимость, уменьшение объемов строительства и продаж жилья отрицательно сказались на благосостоянии населения и объемах инвестиций, создавая как риск замедления экономического роста в США, так и риски дестабилизации мировой экономики и финансовой системы в силу значимости ситуации в США для мировой экономики в целом.

В III квартале 2007 г. растущее число неплатежей по ипотечным кредитам привело к ухудшению финансового состояния организаций, выдающих такие кредиты, а также к снижению рейтингов и стоимости ценных бумаг, выпускаемых этими компаниями. В свою очередь, ухудшение финансового состояния эмитентов ипотечных облигаций распространилось на другие сегменты финансовой системы и спровоцирова-

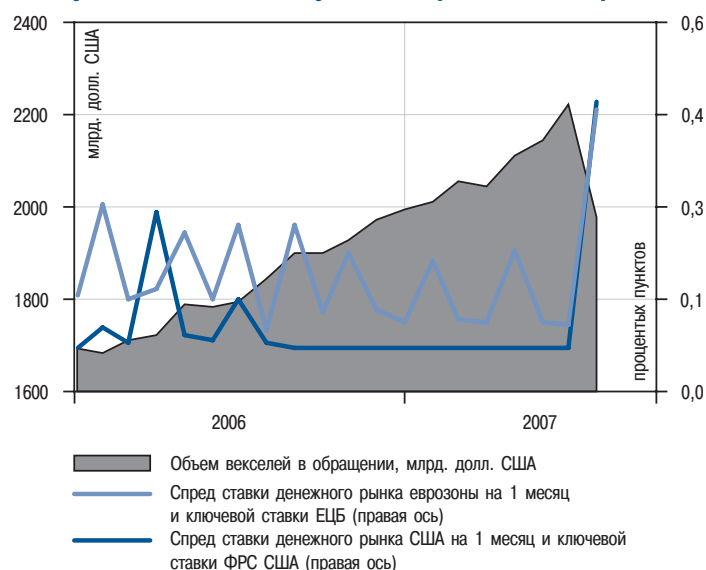
ло «кризис доверия» среди широкого круга участников финансовых рынков, работающих с этими ценными бумагами. Это вызвало обесценение их активов и дефицит ликвидных денежных средств.

На этом фоне некоторые международные финансовые организации пересмотрели свои прогнозы мирового экономического роста в 2007–2008 гг. в сторону понижения, однако ожидаемые ими темпы роста остались на сравнительно высоком уровне.

Устойчивое развитие мировой экономики по-прежнему является основным фактором, определяющим динамику финансовых рынков. На мировых фондовых рынках в 2006–2007 гг. наблюдался рост ведущих индексов. Поддержку положительной динамике оказывали хорошие финансовые показатели корпоративных секторов США, еврозоны и Японии, а также ожидания большинством участников рынка продолжения экономического роста в странах с формирующимися рынками.

Фактор экономического роста, наряду с существующими диспропорциями в спросе и предложении на сырьевых товарных рынках, лежит в основе ускоренного роста уровня цен на этих рынках. Так, в условиях ограниченного предложения бурный рост промышленности в странах с формирующимися рынками послужил дополнительным стимулом к росту цен на металлы и энергоносители. Глубокая коррекция цен на нефтяном рынке в конце 2006 г. была обусловлена накоплением у переработчиков значительных запасов сырой нефти в условиях ограниченных мощностей для их хранения и частичным переходом потребителей к использованию альтернативных источников энергии (натурального газа, биотоплива). В настоящее время высокий спрос на биотопливо, неблагоприятные погодные условия, а также значительный спрос на продовольствие со стороны Китая и Индии и уменьшение государственных дотаций аграрному сектору в еврозоне вызвали всплеск уровня цен на продовольственные товары.

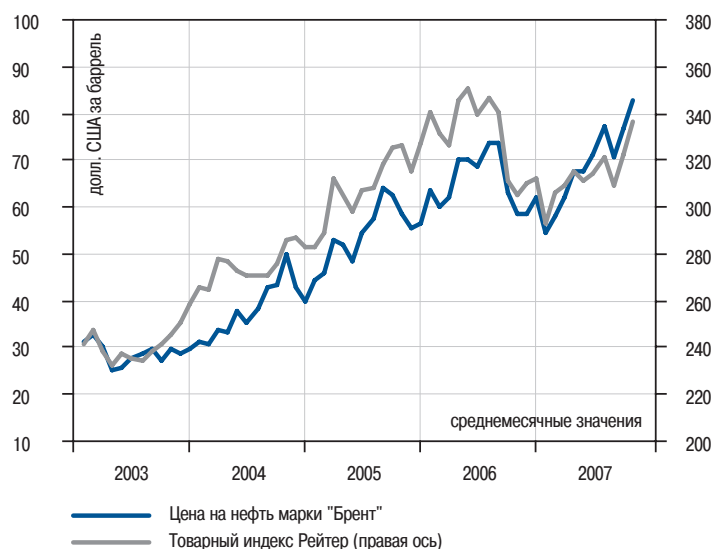
...и «кризис доверия»: проблемы с привлечением средств у значительного числа участников рынка в этот период



Фондовые индексы в целом сохраняют восходящий тренд



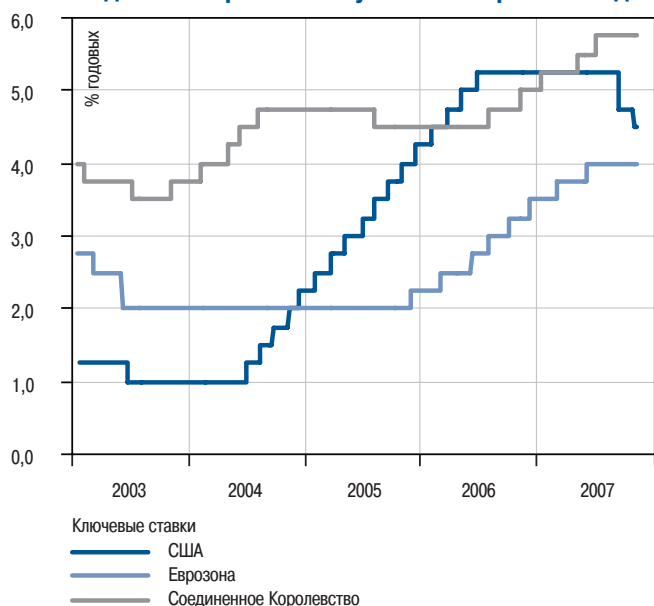
После некоторой коррекции в конце 2006 года ускоренный рост цен на товарных рынках возобновился...



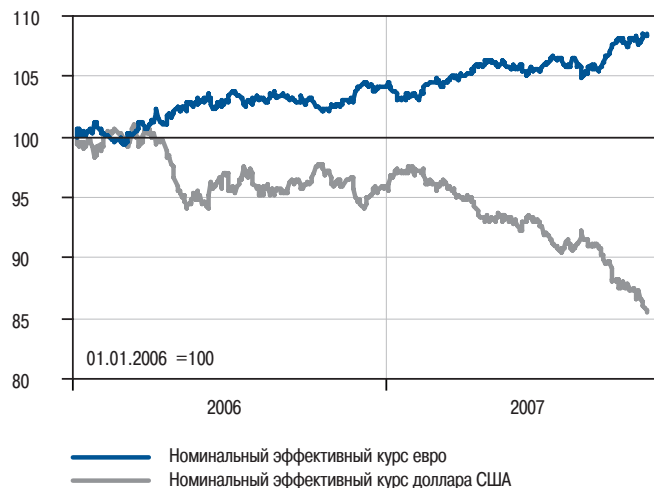
...что, наряду с притоком иностранной валюты в страны с формирующимися рынками, создает потенциальное инфляционное давление



В этих условиях центральные банки в целом проводили сдерживающую денежно-кредитную политику, приняв ряд мер по увеличению ликвидности на денежном рынке в августе–сентябре 2007 года



В течение всего периода наблюдалось ослабление доллара США к ведущим мировым валютам...



Резкий рост цен на товарных рынках является фактором увеличения инфляционного давления в мировой экономике. В дополнение к этому сильный платежный баланс в странах с формирующимися рынками также создает потенциальное инфляционное давление, провоцируя ускоренный рост денежной массы в этих странах.

В условиях стабильного экономического роста и повышения цен на финансовые активы во II квартале 2006 г. – II квартале 2007 г. центральные банки в целом проводили денежно-кредитную политику, направленную на сдерживание инфляции. Повышение процентных ставок или их поддержание на высоком уровне наблюдалось как в развитых странах, так и в странах с развивающимися рынками. К середине III квартала 2007 г. уже сложились предпосылки к постепенному смягчению ведущими центральными банками монетарной политики. Для преодоления последствий «кризиса доверия» ряд центральных банков принял меры по увеличению ликвидности на соответствующих рынках (Европейский центральный банк) и/или расширил спектр инструментов рефинансирования (Банк Англии). Замедление инфляции в Соединенных Штатах позволило Федеральной резервной системе США (ФРС) использовать инструменты денежно-кредитной политики для нейтрализации возможных негативных последствий напряженности на финансовом рынке: 18 сентября было принято решение о снижении целевой ставки по федеральным фондам на 50 базисных пунктов.

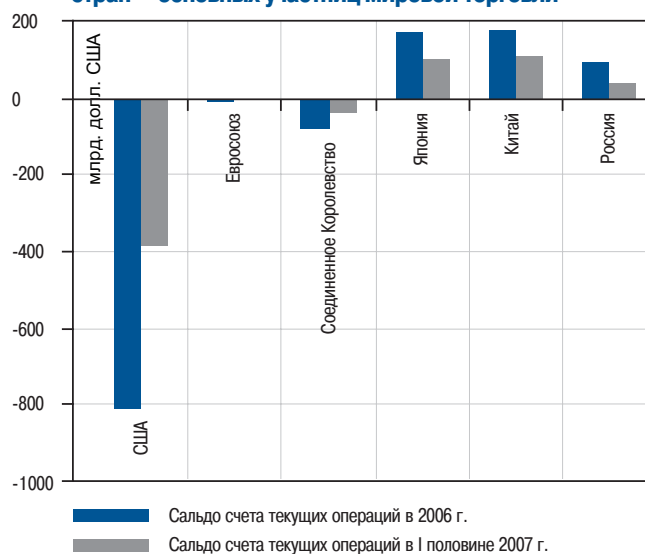
С начала 2006 г. курсы основных мировых валют к доллару США выросли. Указанная динамика курсов валют складывалась на фоне диспропорций в структуре торгового оборота стран – основных участниц мировой торговли, а также различий в проводимой ими денежно-кредитной политике и в уровне процентных ставок. Наблюдающиеся процессы переноса производства в развивающиеся страны, а также различия в доступности и развитости рынков капитала оказывают непосредственное воздействие

на движение средств между странами. Спад активности на рынке жилья в США и его распространение на другие сектора экономики обусловили в III квартале 2007 г. рост ожидаемый скорого смягчения денежно-кредитной политики ФРС и как следствие – способствовали ослаблению доллара США по отношению к остальным мировым валютам.

Кроме того, определенное воздействие на курсовые соотношения оказывала информация о возможности дальнейшей валютной диверсификации структуры резервных активов ряда центральных банков, имеющих наибольший объем резервов, так как их спрос на активы, номинированные в долларах США, играет важную роль в поддержании его курса. За период с апреля 2006 г. по октябрь 2007 г. совокупные мировые валютные резервы увеличились на 33,9% – до 5436 млрд. долл. США. При этом валютные резервные активы Российской Федерации возросли более чем вдвое – до 415,3 млрд. долл. США (см. таблицу 1.1). Увеличение резервов в странах – лидерах по объему валютных резервов связано с проводимой центральными банками политикой сдерживания чрезмерного укрепления национальной валюты в условиях значительного профицита торгового баланса.

В целом в рассматриваемый период динамика ставок на рынках государственных облигаций была разнонаправленной. Так, в еврозоне и Соединенном Королевстве с апреля 2006 г. по июнь 2007 г. наблюдался рост доходностей. В США за этот период доходности также выросли, вместе с тем потенциальное замедление экономического роста из-за охлаждения рынка недвижимости обусловило в конце 2006 – начале 2007 г. заметное снижение доходности на рынке государственных облигаций. Однако по мере развития в III квартале «кризиса доверия» ожидания смягчения монетарной политики обусловили обратный процесс снижения ставок. В указанный период существенно выросли ставки денежного рынка и *волатильность* мировых финансовых рынков в целом. «Кризис доверия» и рост волатильности финансовых рынков способ-

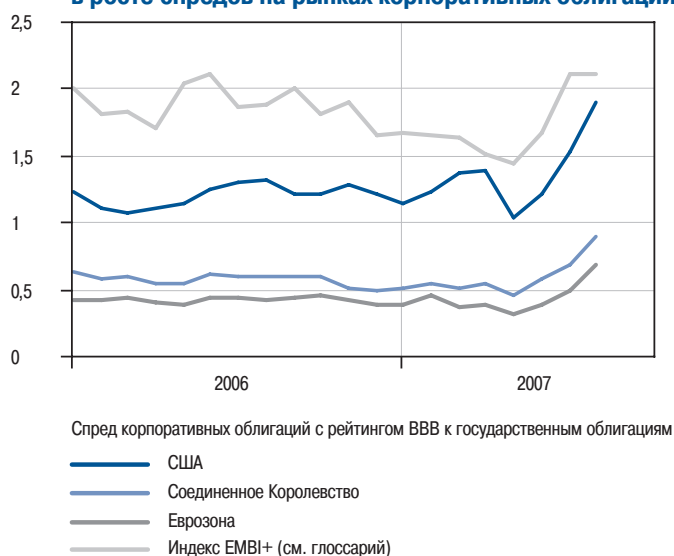
...на фоне диспропорций в структуре торгового оборота стран – основных участниц мировой торговли



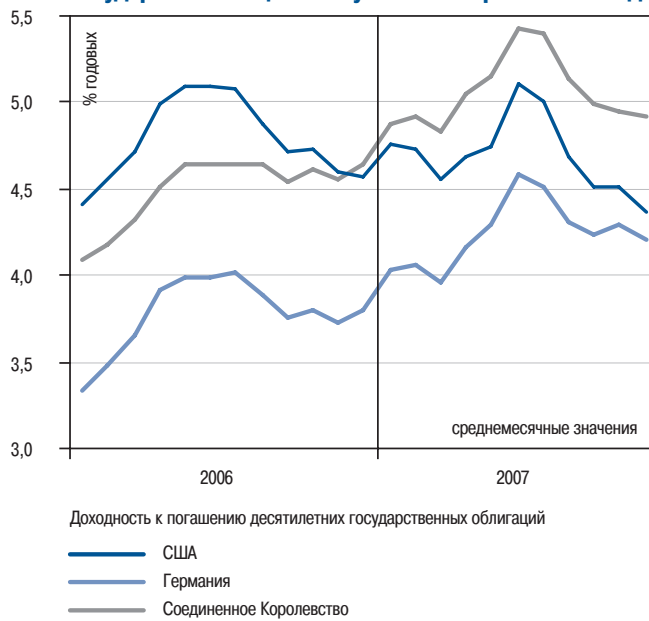
По состоянию на конец III квартала 2007 года объем мировых валютных резервов достиг 5436 млрд. долл. США



«Кризис доверия» способствовал перетоку средств в активы с меньшим уровнем риска, что отразилось в росте спредов на рынках корпоративных облигаций...



...и снижению доходностей на рынках долгосрочных государственных ценных бумаг в III квартале 2007 года



ствовали перетоку средств инвесторов из более рискованных активов в менее рискованные, прежде всего в государственные облигации стран с развитыми экономиками. При этом на финансовых рынках развитых стран в секторах корпоративных бумаг со сравнительно низкими рейтингами наблюдался существенный объем продаж, а отток средств с развивающихся рынков был относительно менее значительным.

Таблица 1.1. Основные макроэкономические индикаторы некоторых стран по итогам III 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 1.10.2007, % годовых
США	44,0	2,6	2,8	4,7	-4,5	4,75
Экономический и валютный союз	36,6	2,6	1,6	7,3	-0,3	4,00
Соединенное Королевство	39,6	3,2	1,8	5,4	-3,2	5,75
Япония	34,2	2,1	-0,2	4,0	2,1	0,50
Китай	2,0	11,5	6,2	4,1	8,5	7,29 ³
Россия	6,9	7,6	9,4	6,0	10,5	6,00⁴

Таблица 1.2. Валютные резервы центральных банков по состоянию на 1 октября 2007 года⁵

	Страна	Объем резервов, млрд. долл. США	Доля в совокупных мировых резервах, %	Прирост за год, %
1	Китай	1433,6	25,1	45,1
2	Япония	922,5	16,1	7,5
3	Россия⁶	415,3	7,3	60,5
4	Тайвань	262,9	4,6	1,6
5	Южная Корея	257,3	4,5	13,4
6	Индия	240,0	4,2	51,5
7	Бразилия	154,5	2,7	95,6
8	Сингапур	152,5	2,7	18,2
9	Гонконг	140,8	2,5	8,1
10	Малайзия	97,8	1,7	24,9
<i>Справочно</i>				
	США	44,2	0,8	11,1
	Европейский центральный банк	44,1	0,8	14,0
	Германия	40,2	0,7	4,3
	Соединенное Королевство	41,0	0,7	7,7
	Франция	45,9	0,8	41,8
	Италия	27,7	0,5	14,5
	<i>Совокупный объем резервов</i>	<i>5715,6</i>	<i>100</i>	<i>24,4</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 первое полугодие 2007 года.

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

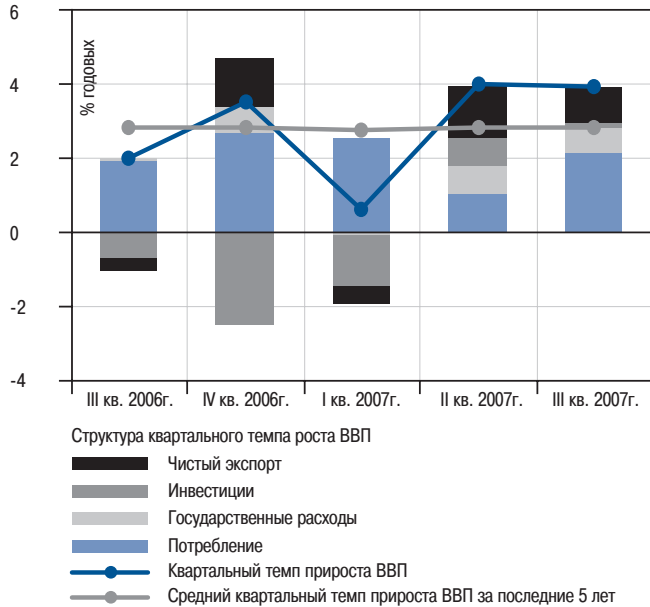
⁴ Ставка Банка России по операциям РЕПО на внутреннем финансовом рынке.

⁵ По данным информационного агентства «Блумберг» на ноябрь 2007 года.

⁶ Источник: Банк России.

1.2. Соединенные Штаты Америки

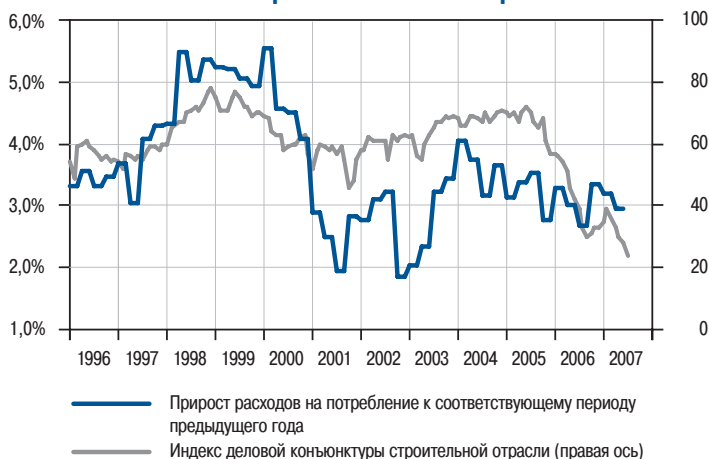
Во II–III кварталах 2007 года темп роста экономики США заметно превысил долгосрочный уровень за счет увеличения вклада в ВВП наиболее изменчивых его компонентов...



...тем не менее спад на рынке жилья и его распространение на смежные сектора экономики...



...могут способствовать существенному замедлению роста ВВП в IV квартале 2007 года за счет возможного снижения темпов роста конечного потребления...



Во II квартале 2007 г. темп роста экономики США заметно превысил долгосрочный уровень, составив 4% в годовом выражении. Однако наибольший вклад в увеличение темпа роста ВВП внесла динамика *чистого экспорта* и государственных расходов, то есть тех компонентов ВВП, которые не могут обеспечить устойчивую долгосрочную тенденцию роста ВВП в силу значительного объема уже накопленного государственного долга и зависимости чистого экспорта от нестабильной внешнеэкономической конъюнктуры. Так как в настоящее время пик цикла деловой активности мировой экономики, вероятно, пройден, спрос на товары американского экспорта в дальнейшем вряд ли будет столь же высоким, как во II квартале 2007 года.

В свою очередь, расходы на конечное потребление, составляющие до 70% ВВП США, и инвестиции выросли весьма незначительно, а в экономике во II–III кварталах 2007 г. усилилось действие факторов, способствующих дальнейшему замедлению роста конечного потребления, инвестиций и как следствие – снижению темпов роста ВВП.

Основным фактором, обусловившим замедление экономического роста, оказался продолжающийся спад активности на рынке недвижимости, динамичное развитие которого было одним из основных двигателей роста американской экономики, и распространение его на смежные сектора экономики.

Так, избыток предложения и как следствие – падение цен на рынке жилья ограничивают возможности домохозяйств по использованию жилья в качестве залога по кредитам, что сокращает объем средств, направляемых на конечное потребление.

Кроме того, в конце II – начале III квартала 2007 г. спад на рынке жилья начал оказывать более существенное влияние на другие сектора экономики, прежде всего на финансовый сектор. Растущее количество неплатежей по ипотечным кредитам привело к ухудшению финансового состояния организаций, выдающих такие кредиты, падению рейтингов ценных бумаг, выпускаемых этими компаниями, и стоимости этих бумаг.

Это, в свою очередь, привело к обесценению активов широкого круга участников рынка, работавших с ипотечными облигациями, и как следствие – резкому росту спроса на ликвидность со стороны этих организаций и повышению ставок на денежном рынке. Кроме того, ухудшение качества активов, выступающих обеспечением по кредитам, ограничивает объем предложения ликвидности на рынке заемных средств.

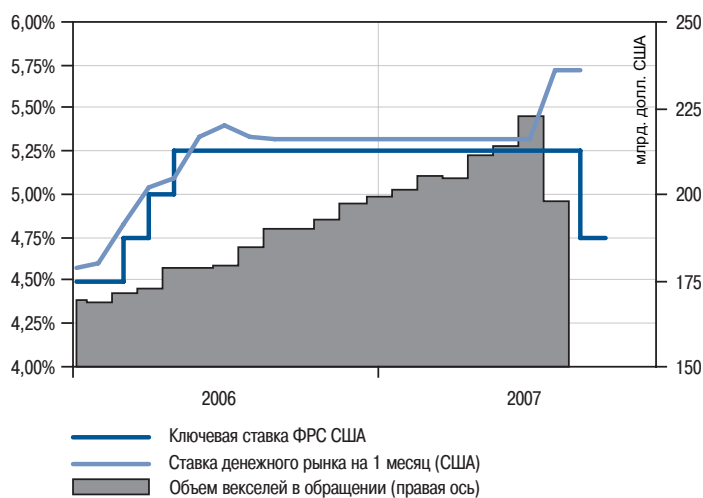
В конечном итоге указанные процессы привели к повышению ставок и снижению доступности кредита на финансовом рынке в целом. Существует риск, что эти факторы отрицательно повлияют на объем инвестиций в экономике, и без того находящийся на весьма низком уровне. Так, объем инвестиций в строительство жилья сокращается с середины 2006 года, а объем инвестиций в оборудование на протяжении I–II кварталов 2007 г. увеличивался незначительно.

Индикаторы деловой активности в промышленности и в сфере услуг после неожиданного роста во II квартале 2007 г. вновь вернулись к уровням, соответствующим темпу роста ВВП, не превышающему 2% в годовом выражении.

Таким образом, как краткосрочные индикаторы деловой активности, так и более долгосрочные факторы, определяющие динамику потребления и инвестиций, свидетельствуют о существенном снижении темпов роста экономики США.

Признаки замедления экономического роста дают ФРС основания использовать инструменты денежно-кредитной политики для стимулирования экономического роста, прежде всего с помощью снижения *ключевой ставки* ФРС. Основными аргументами против снижения ставок на протяжении конца 2006 г. – 2007 г. были устойчиво выходящий за рамки целевого диапазона ФРС темп инфляции и сохраняющееся инфляционное давление, прежде всего со стороны рынка труда. Так, на протяжении IV квартала 2006 г. – II квартала 2007 г. безработица находилась на исторически низких уровнях (среднее значение за период с октября 2006 г. по июнь 2007 г. – 4,5%, за последние 10 лет – 4,9%), создавая существенный потенциал инфляционного давления.

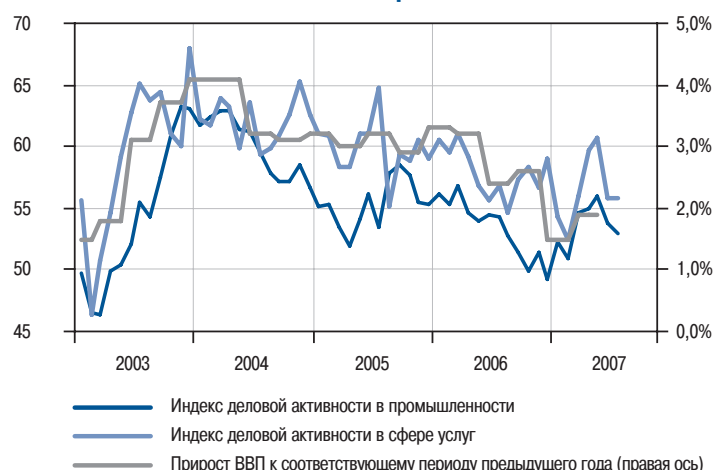
...и сокращения объемов кредитования в силу роста ставок на денежном рынке и ухудшения финансового состояния кредитных организаций



Инвестиционная активность остается низкой, несмотря на некоторый рост объема инвестиций в оборудование...



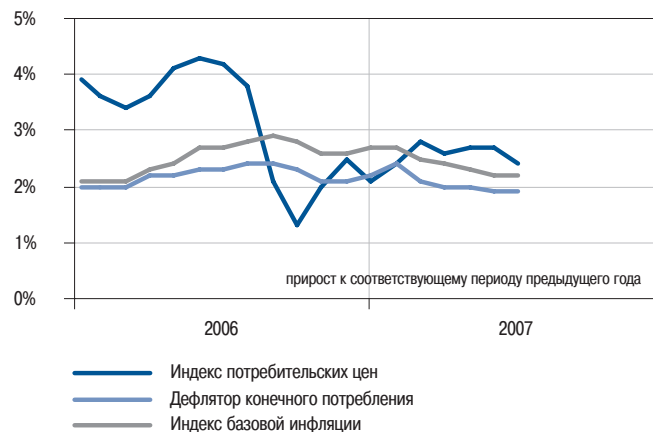
...а динамика показателей деловой активности указывает на сравнительно низкий темп роста экономики в ближайшие кварталы



Несмотря на некоторый рост безработицы во II–III кварталах 2007 года, ситуация на рынке труда остается основным фактором потенциального инфляционного давления...

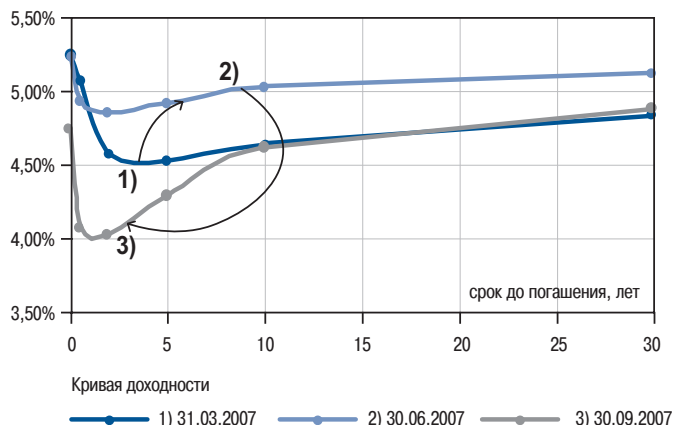


...тем не менее общее снижение темпов роста конечного потребления и инвестиций способствовало замедлению инфляции...



...что, в свою очередь, позволило ФРС активно использовать инструменты монетарной политики для борьбы с последствиями «кризиса доверия» на финансовом рынке

Динамика ставок на рынке государственных ценных бумаг в апреле–сентябре 2007 года была разнонаправленной



Текущий уровень безработицы (4,7% в августе 2007 г.) является сравнительно низким, однако динамика уровня безработицы и других индикаторов рынка труда может свидетельствовать о некотором ослаблении инфляционного давления.

Темпы *базовой инфляции* и прироста дефлятора конечного потребления, являющегося для ФРС основным индикатором инфляции, в последние месяцы продолжали постепенно снижаться: в августе 2007 г. они составили соответственно 2,4 и 2,0% против 2,6 и 2,3% в декабре предшествующего года.

Таким образом, появление признаков охлаждения рынка труда и замедление инфляции дали ФРС возможность использовать инструменты денежно-кредитной политики для нейтрализации последствий «кризиса доверия» на финансовом рынке и стимулирования экономического роста. Так, 17 августа текущего года дисконтная ставка была снижена на 0,5% (до 5,75%), а также расширен список активов, принимаемых ФРС в качестве обеспечения по кредитам, а срок кредитования продлен с 1 дня до 30 дней. В дальнейшем (18 сентября) как дисконтная, так и ключевая ставка ФРС были снижены еще на 0,5% (до 5,25 и 4,75% соответственно).

Изменение оценки инвесторами экономического положения в США на протяжении рассматриваемого периода и как следствие – пересмотр рыночных ожиданий будущей динамики ключевой ставки отражались в изменении ставок практически на всех участках *кривой доходности*. В апреле–июне 2007 г. преобладали оптимистические ожидания, основанием для которых служили стабильно высокие показатели рынка труда и рост индикаторов деловой активности. В июле–сентябре 2007 г., по мере развития «кризиса доверия» на финансовом рынке и выхода негативных данных об экономическом положении в США, усилились ожидания скорого смягчения денежно-кредитной политики. Кроме того, снижению ставок в июле–сентябре текущего года способствовал рост спроса на высоконадежные бумаги со стороны крупных институциональных инвесторов, вызванный повышением волатильности мировых финансовых рынков.

1.3. Экономический и валютный союз

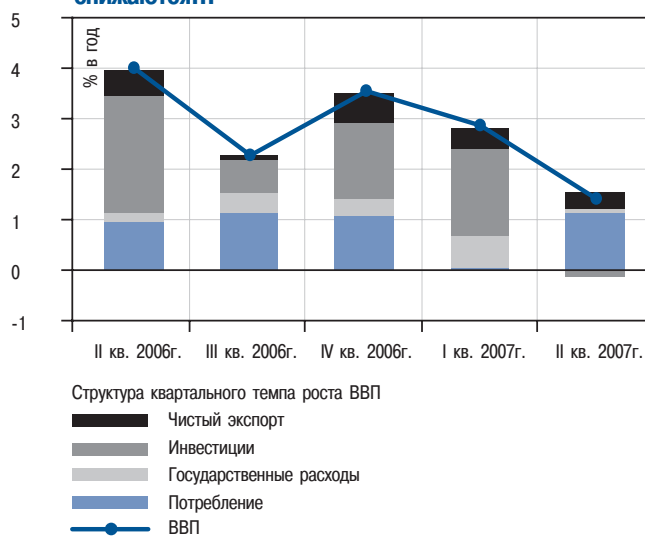
Сочетание высокой стоимости кредита в еврозоне, укрепления евро, снижения темпов роста мировой экономики и борьбы с дефицитом бюджетов привело к уменьшению темпов экономического роста, однако в незначительной степени.

По предварительным данным, ВВП еврозоны во II квартале 2007 г. увеличился по сравнению с I кварталом на 0,3%. Рост этого показателя по отношению к соответствующему периоду 2006 г. составил 2,5%. Это лишь немногим ниже показателей I квартала (0,7 и 3,1% соответственно), но годовые темпы роста по-прежнему существенно выше средних показателей за последние пять лет. Основным фактором роста экономики еврозоны во II квартале стало значительное увеличение потребления, доля которого в ВВП превышает 50%. Отмечен первый с 2002 г. отрицательный прирост инвестиций за квартал.

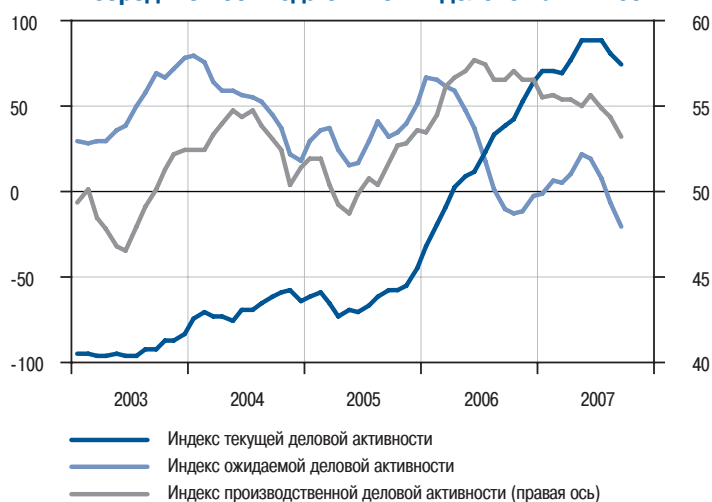
Падение в III квартале 2007 г. показателей текущей и ожидаемой деловой активности может свидетельствовать о том, что пик делового цикла уже пройден и можно ожидать некоторого замедления роста ВВП в ближайшие кварталы. На это указывают и данные производственного сектора экономики. Например, значения индекса производственной деловой активности в III квартале были минимальными за последние 18 месяцев. Кроме того, Европейский центральный банк (ЕЦБ) в сентябре пересмотрел свой прогноз относительно темпов роста экономики в 2007 г. в сторону понижения (с 2,6 до 2,5%), при этом оставив неизменным прогноз на 2008 г. – 2,3%.

На рынках труда стран еврозоны наблюдаются последствия проведения реформ: после нескольких лет относительно высокой безработицы в Европе быстро создаются новые рабочие места. Возникшая напряженность на рынке труда в настоящее время вызывает у участников рынка меньше инфляционные опасения. Возможность использования более дешевой рабочей силы из Восточной Европы дает работодателям больше свободы в переговорах с правительством и профсоюзами.

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



...на фоне постепенного ослабления производственного сектора экономики и начавшегося в середине 2007 года снижения деловой активности



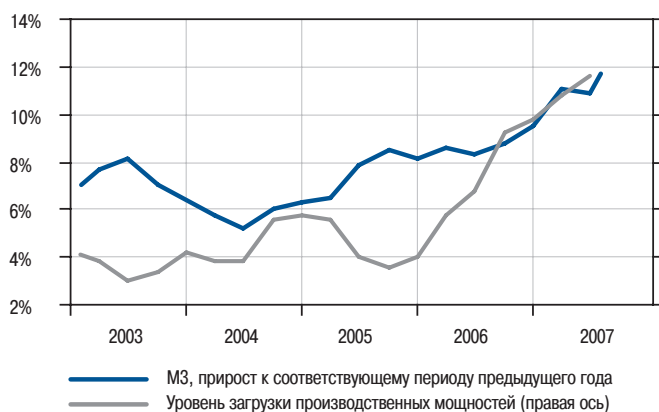
Инфляционное давление со стороны заработной платы остается сравнительно небольшим...



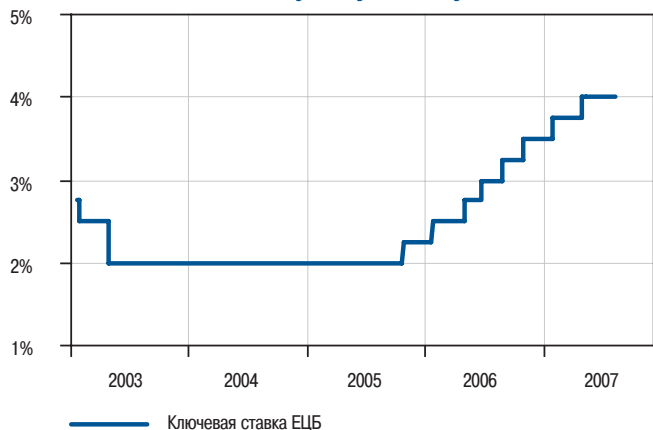
...показатель базовой инфляции не превышает верхней границы целевого диапазона ЕЦБ...



...однако существуют риски ускорения роста потребительских цен, прежде всего со стороны растущих уровней загрузки производственных мощностей и динамичного роста денежного предложения



На этом фоне, а также в условиях нестабильности на финансовых рынках ЕЦБ на сентябрьском заседании оставил учетную ставку без изменений



Поэтому ожидается, что увеличение заработной платы будет постепенным, даже если занятость, производительность и прибыльность деятельности компаний по-прежнему будут расти.

Показатель базовой инфляции в 2007 г. оставался ниже верхней границы целевого диапазона ЕЦБ, равной 2%. В то же время ЕЦБ высоко оценивает вероятность повышения темпов роста *индекса потребительских цен* еврозоны уже к концу 2007 года. Среди внешних инфляционных факторов наиболее значительным является сложившийся высокий уровень цен на энергоносители, даже с поправкой на снижение курса доллара США.

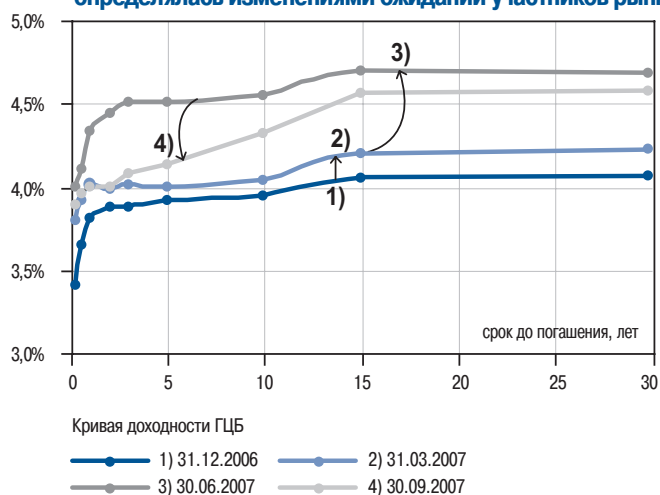
В качестве основных внутренних факторов инфляционного давления выступают растущий уровень загрузки производственных мощностей и ускоряющиеся темпы роста денежных агрегатов (темп роста денежного агрегата М3 по состоянию на июль составил в годовом выражении 11,7%). Значения обоих показателей в последние месяцы находились на наиболее высоких уровнях за последние 5 лет.

С учетом благоприятной экономической ситуации в течение первого полугодия 2007 г. ЕЦБ дважды принимал решение о повышении ключевой ставки – в марте и в июне, в результате чего она достигла 4,0%. До возникновения в III квартале напряженности на финансовых рынках президент ЕЦБ не исключал возможности дальнейшего повышения ключевой ставки во второй половине 2007 года. Однако в условиях недостаточной ликвидности и затянувшейся нестабильности на финансовых рынках на заседании ЕЦБ 6 сентября было принято решение оставить ставку без изменений. При этом было отмечено, что текущий уровень ставок все еще является стимулирующим для экономики еврозоны. Также был сделан акцент на растущих рисках ценовой стабильности.

Ожидания дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики обусловили рост ставок в первом полугодии 2007 г. на всех участках кривой доходности. По итогам шести месяцев он составил в среднем около 60 базисных пунктов.

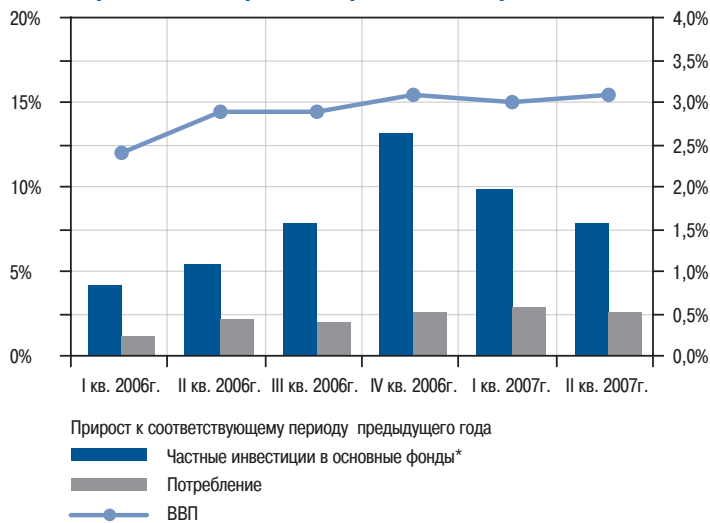
Макроэкономические данные, опубликованные в III квартале 2007 г., а также усилившаяся в августе нестабильность на мировых финансовых рынках привели к изменению оценки инвесторами экономических перспектив еврозоны. Это повлекло за собой пересмотр рыночных ожиданий относительно дальнейшей денежно-кредитной политики ЕЦБ, что, в свою очередь, отразилось в снижении ставок практически на всех участках кривой доходности. Ставки на «коротком» участке кривой доходности, наиболее чувствительные к ожидаемой динамике ставки рефинансирования, снизились в большей степени.

Динамика ставок на рынке государственных ценных бумаг определялась изменениями ожиданий участников рынка



1.4. Соединенное Королевство

По итогам II квартала 2007 г. экономика Соединенного Королевства сохранила хорошие темпы роста



* Для оценки прироста инвестиций за II квартал 2006 г. в качестве базы был использован средний объем инвестиций за I и III кварталы 2005 г.

Однако отмечается ряд предпосылок к сокращению потребительских расходов и охлаждению экономики во второй половине года, таких как ужесточение условий кредитования...

...замедление роста цен на недвижимость и сокращение объемов ипотечного кредитования



Несмотря на некоторое снижение инвестиционной активности, по итогам II квартала 2007 г. экономика Соединенного Королевства сохранила хорошие темпы роста (0,8% в квартальном выражении и 3,0% в годовом). Динамичное развитие экономики было во многом обеспечено устойчивым ростом потребительских расходов.

Однако ужесточение условий кредитования, снижение активности на рынке недвижимости и замедление роста внутреннего потребления будут способствовать постепенному охлаждению экономики во второй половине 2007 года. Ожидается, что волнения на финансовых рынках усилят действие факторов, сдерживающих рост экономики.

Недостаток ликвидности и повышенная волатильность финансовых рынков, наблюдавшиеся в августе–сентябре 2007 г., привели к переоценке стоимости риска в сторону повышения, увеличению процентных ставок по займам частного сектора и замедлению роста кредитования. Наряду со снижением доходов финансового сектора это может негативно отразиться на темпах экономического роста.

Все чаще отмечаются признаки приближения спада на рынке недвижимости: сокращение числа новых покупателей, замедление роста цен, уменьшение объемов займов под залог недвижимости.

В свою очередь, с истечением сроков погашения потребительских кредитов с фиксированными ставками и ростом процентных расходов увеличивается чувствительность домохозяйств к ужесточению денежно-кредитной политики и условий кредитования. Как ожидается, повышение ставок процента и сокращение объема ипотечных кредитов повлекут за собой уменьшение потребительских расходов. В дополнение к этому предпосылками сокращения расходов домохозяйств являются замедление роста заработной платы и снижение реального располагаемого дохода.

Во II квартале 2007 г. наметилась тенденция к замедлению роста потребительских цен, а в июле уровень инфляции резко упал, оказавшись ниже целевого значения. При этом неопределенность относительно перспектив инфляции в среднесрочной перспективе усилилась. Возможно, в ближайшие месяцы инфляция вновь ускорится, достигнув значений выше целевого уровня за счет роста цен на продукты питания.

В начале июля 2007 г. в условиях устойчивого экономического роста и ограниченного объема не задействованных в экономике ресурсов, а также по-прежнему высокого темпа роста денежной массы Банк Англии в очередной раз повысил ключевую ставку (с 5,50 до 5,75%).

Однако с учетом, с одной стороны, напряженности на финансовом рынке и, с другой стороны, наметившегося замедления роста внутреннего потребления и активности на рынке недвижимости изменение ставки в июле может стать последним в текущем цикле повышений ключевой ставки Банка Англии.

При сохранении в августе–октябре ключевой ставки на прежнем уровне Банк Англии и Казначейство в то же время приняли ряд мер для поддержания ликвидности на денежном рынке. В частности, было принято решение предоставить рынку дополнительные денежные средства на срок 3 месяца, а также обеспечить государственную гарантию по депозитам в ипотечных банках, испытывающих трудности с ликвидностью.

После очередного параллельного сдвига вверх во II квартале 2007 г. кривой доходности государственных ценных бумаг к концу сентября ставки доходности по инструментам всех сроков снизились благодаря повышенному спросу на облигации в условиях «кризиса доверия» на финансовом рынке. При этом изменения ожиданий участников рынка относительно будущей динамики ключевой ставки отразились на форме кривой доходности: она приобрела отрицательный наклон на всей протяженности.

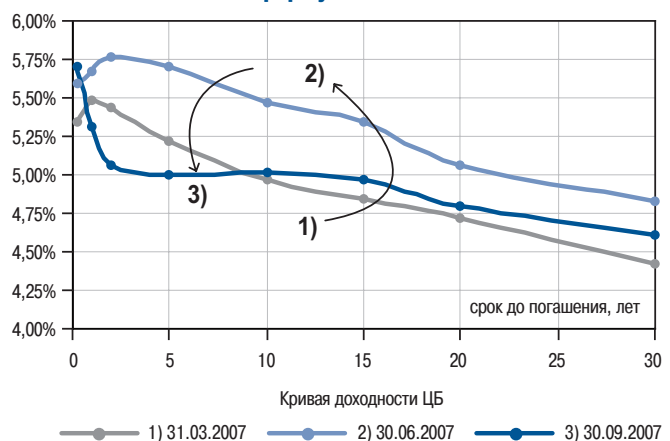
Постепенно снижаясь во II квартале 2007 г., в июле уровень инфляции упал ниже целевого значения



Несмотря на постепенное замедление инфляции, в начале июля 2007 года Банк Англии в очередной раз повысил ключевую ставку

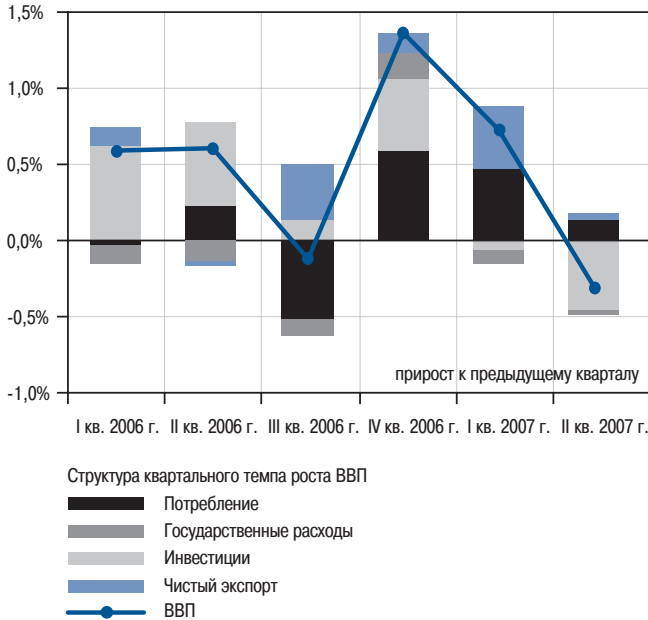
В дальнейшем при сохранении неизменной ключевой ставки был принят ряд мер для ослабления напряженности на денежном рынке

Как следствие волнений на финансовых рынках и изменений ожиданий участников относительно будущей динамики ключевой ставки, кривая доходности государственных ценных бумаг сдвинулась вниз и изменила форму



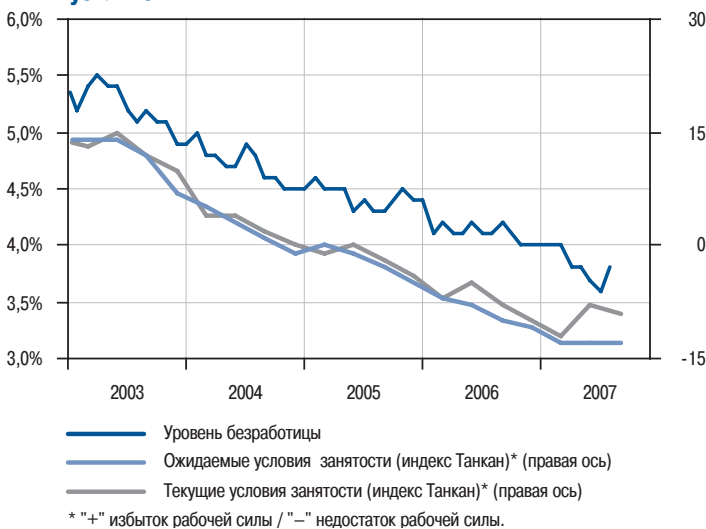
1.5. Япония

Во II квартале 2007 года ВВП Японии снизился на 0,3% к предыдущему кварталу, в основном за счет сокращения инвестиционных расходов



Ряд показателей за июль–октябрь, в частности прирост заказов на оборудование и данные по чистому экспорту, указывают на временный характер негативных тенденций II квартала

Безработица остается на низком уровне, индексы условий занятости Танкан показывают, что нехватка рабочей силы сохраняется и в ближайшие месяцы усилится



В то же время показатели экономических ожиданий в условиях «кризиса доверия» на мировом финансовом рынке ухудшились

После двух кварталов уверенного роста во II квартале 2007 г. ВВП Японии неожиданно снизился на 0,3% к предыдущему кварталу, в результате чего в годовом выражении темп роста уменьшился до 1,6%.

Основной вклад в падение ВВП внесло резкое сокращение инвестиционных расходов – на 2,2% в квартальном выражении. Также существенно снизился темп роста потребительских расходов, а прирост чистого экспорта на фоне замедления экономики США был близок к нулю.

Ряд показателей за июль–октябрь 2007 г. указывают на временный характер негативных тенденций II квартала, в то же время другие данные, прежде всего отражающие ожидания экономических агентов, создают неопределенность относительно перспектив экономического роста до конца текущего года.

Так, признаком возобновления инвестиционной активности может быть высокий показатель прироста заказов на оборудование в июле (на 8% по отношению к предыдущему году). Кроме того, данные по чистому экспорту за июль и август свидетельствуют об увеличении его вклада в экономический рост, в основном за счет роста экспорта в страны Азии и Европейского союза.

Сохраняющаяся напряженность на рынке труда будет способствовать восстановлению роста потребительских расходов. Уровень безработицы, увеличившись в августе до 3,8% по сравнению с 3,6% в июле, все же остается низким, а доля компаний, испытывающих нехватку рабочей силы, устойчиво превышает долю компаний, заявляющих об ее избытке. Более того, в сентябре значение индекса ожидаемых условий занятости Танкан показало, что в ближайшие месяцы ожидается усиление дефицита рабочей силы.

С другой стороны, в отличие от индикаторов текущей деловой активности, показатели экономических ожиданий в сентябре ухудшились под влиянием «кризиса доверия» на мировом финансовом рынке, а также роста курса иены, которые могут негативно сказаться на темпе экономического роста Японии.

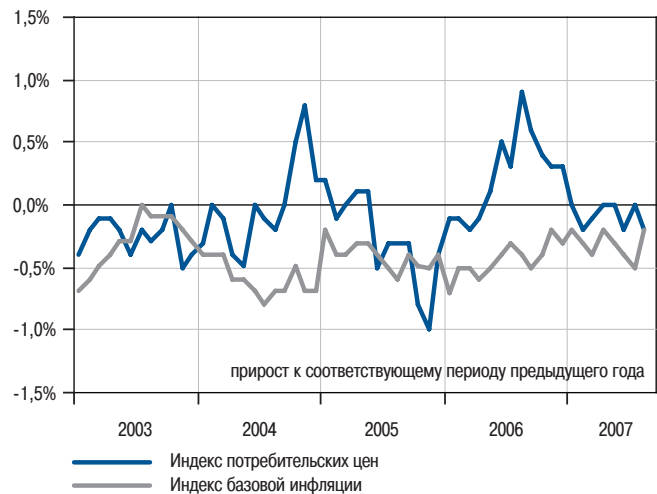
Инфляция в потребительском секторе в 2007 г. не поднималась выше нулевого значения: как по итогам II квартала 2007 г., так и по данным за сентябрь вновь наблюдалась дефляция, снижение потребительских цен составило 0,2%.

Преобладающие в настоящее время ожидания нулевой инфляции ограничивают желание производителей повышать цены вслед за растущими издержками, что может отдалить перспективу выхода экономики Японии из области дефляции.

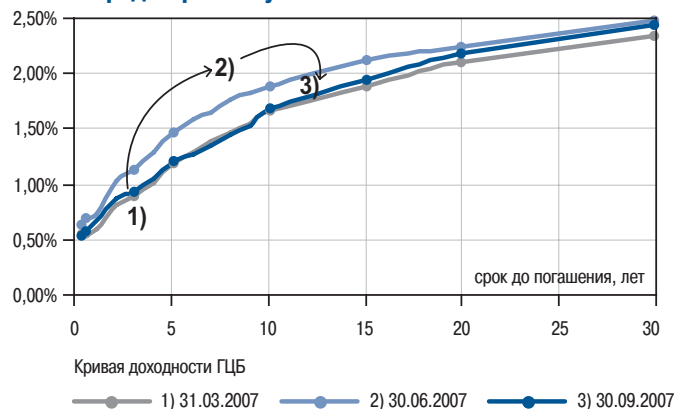
В данных противоречивых экономических условиях Банк Японии во II и III кварталах 2007 г. оставил ключевую ставку без изменения. В то же время он продолжает считать текущий уровень процентных ставок слишком низким при данном стабильном тренде экономического роста и уровне цен, заявляя о намерении продолжить постепенное повышение ставок. Однако вероятность повышения ключевой ставки в ближайшем будущем снижается.

Повторяя динамику рынков облигаций США и Европы, доходность государственных ценных бумаг Японии после устойчивого роста в первом полугодии 2007 г. в III квартале начала снижаться. Как и на основных мировых рынках облигаций, это снижение было наиболее заметно на кратко- и среднесрочном участках.

В 2007 году инфляция в потребительском секторе не поднималась выше нулевого значения

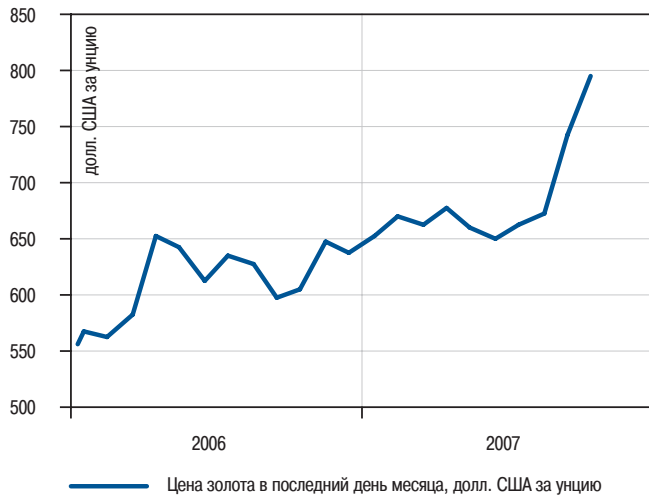


После роста в первом полугодии 2007 года в III квартале доходность государственных ценных бумаг Японии начала снижаться, в основном на кратко- и среднесрочных участках



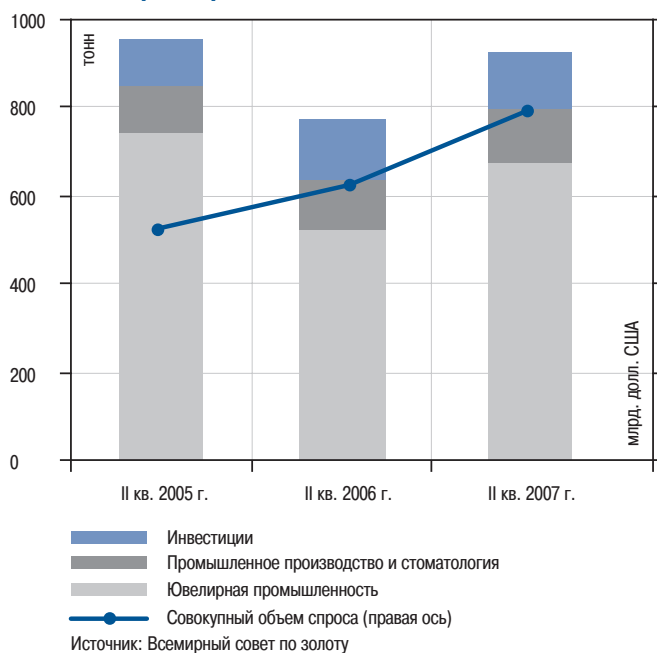
1.6. Рынок золота

После небольшого снижения во II квартале 2007 года в III квартале цена золота продемонстрировала стремительный рост на фоне «кризиса доверия» на финансовых рынках и ослабления доллара США



Фундаментальные факторы также способствуют сохранению восходящего тренда цены на металл и поддерживают интерес инвесторов

Во II квартале 2007 года наблюдалось увеличение спроса на металл, преимущественно со стороны ювелирной промышленности¹



Источник: Всемирный совет по золоту

Во II квартале 2007 г. цена золота изменялась незначительно, в ее динамике преобладала понижательная тенденция. С начала III квартала наметился восходящий ценовой тренд. Начиная с середины августа наблюдался стремительный рост котировок: за полтора месяца цена золота выросла на 13,6%. На конец сентября стоимость унции металла достигла 27-летнего максимума, составив 747 долл. США. Прирост к началу года был равен 17,3%.

Помимо ослабления доллара США и роста цен на энергоресурсы важным фактором резкого повышения цены золота стала динамика инвестиционного спроса на металл. На первых этапах развития «кризиса доверия» на мировых финансовых рынках продажи золота использовались инвесторами как источник повышения ликвидности, что привело к некоторому снижению котировок. Однако во второй половине III квартала инвесторы вновь продемонстрировали рост интереса к золоту, что объясняется следующими факторами. С одной стороны, в условиях финансовой нестабильности, с учетом пересмотра оценок дальнейшего роста мировой экономики и динамики курса доллара США, золото может рассматриваться в качестве альтернативы вложениям в финансовые активы и защиты от ослабления доллара. С другой стороны, фундаментальные факторы, такие как соотношение спроса и предложения физического золота, способствуют сохранению восходящего тренда цены на металл и, следовательно, поддерживают интерес стратегических инвесторов.

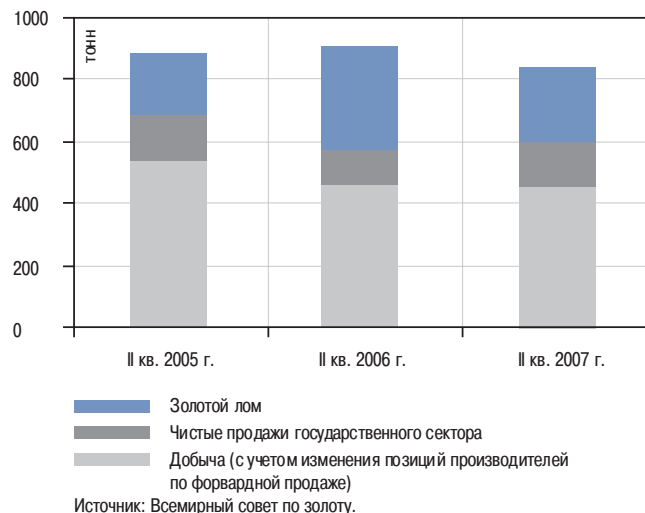
По данным, опубликованным Всемирным советом по золоту, во II квартале 2007 г. по сравнению с соответствующим периодом прошлого года совокупный спрос на физическое золото вырос на 27% в весовом выражении, в том числе использование золота в промышленности увеличилось на 2%. Спрос на ювелирное золото в весовом выражении увеличился на 37%.

¹ Сравнение величин спроса на золото и его предложения проводится по отношению к соответствующим кварталам предшествующих лет с целью исключения факторов сезонности, действующих в течение года.

Объем предложения золота во II квартале 2007 г. уменьшился по сравнению с соответствующим показателем за апрель–июнь 2006 года на 7%. Снижение данного показателя обусловлено сокращением золотодобычи в традиционных регионах и уменьшением объемов предложения золотого лома. В этих условиях рост продаж со стороны государственного сектора оказался недостаточным для поддержания предложения на уровне прошлого года.

Хотя наличие значительного запаса добытого золота существенно ослабляет влияние баланса спроса и предложения физического золота на динамику котировок, рост спроса на фоне стагнации или некоторого сокращения предложения может служить фактором формирования оптимистических настроений инвесторов.

Объем предложения золота во II квартале 2007 года сократился по сравнению с соответствующим показателем за апрель–июнь 2006 года

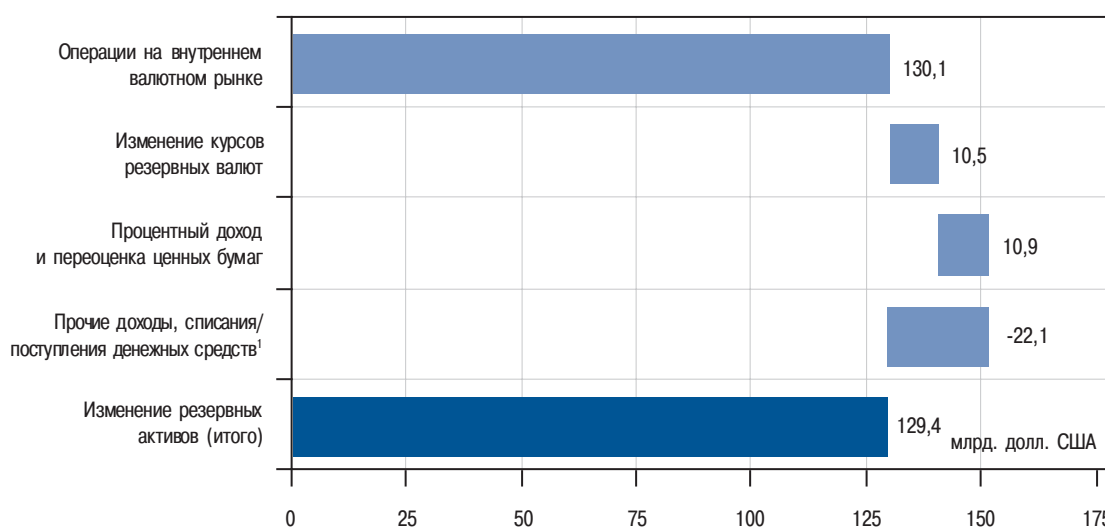


2. УПРАВЛЕНИЕ РЕЗЕРВНЫМИ ВАЛЮТНЫМИ АКТИВАМИ БАНКА РОССИИ В ПЕРИОД С АПРЕЛЯ 2006 Г. ПО МАРТ 2007 Г.

За период с 1 апреля 2006 г. по 31 марта 2007 г. активы Банка России в *резервных валютах* выросли на 129,4 млрд. долл. США. Основным фактором этого роста стала покупка Банком России иностранной валюты на внутреннем валютном рынке (см. рисунок 2.1). Дополнительными факторами, оказавшими

влияние на увеличение *резервных валютных активов*, являлись реализованные и нереализованные доходы от операций с ними, а также изменения курсов резервных валют (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 апреля 2006 года по 31 марта 2007 года



Портфели активов в резервных валютах.

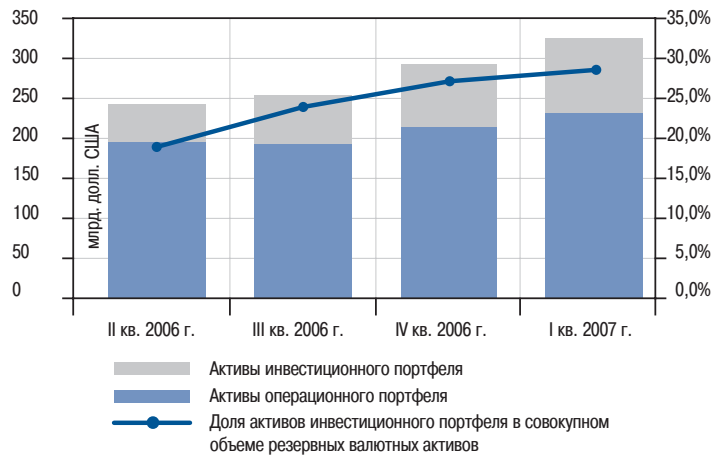
В течение рассматриваемого периода величина *операционного портфеля* выросла со 160,0 до 232,6 млрд. долл. США. Инвестиционный портфель увеличился с 36,6 до 93,4 млрд. долл. США. При этом его доля в общей стоимости резервных валютных активов возросла за анализируемый период с 18,6 до 28,7%.

В условиях, сложившихся на мировых фи-

нансовых рынках, переводы средств из *операционного портфеля* в *инвестиционный портфель* в различных валютах составили около 17,2 млрд. долл. США, 20,6 млрд. евро и 7,1 млрд. фунтов стерлингов Соединенного Королевства соответственно. Динамика величин *операционного* и *инвестиционного портфелей* за период со II квартала 2006 г. по I квартал 2007 г. представлена на рисунке 2.2.

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 апреля 2006 года по 31 марта 2007 года (по состоянию на конец соответствующего периода)



Валютная структура резервных валютных активов. В течение рассматриваемого периода валютные активы Банка России были номинированы в долларах США, евро, фунтах стерлингов Соединенного Королевства, а также японских иенах и швейцарских франках¹ (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 величиной активов Банка России в резервных валютах и величиной обязательств Банка России в указанных иностранных валютах представляет собой чистые резервные валютные активы, валютная структура которых является источником валютного риска. 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 нее.

Отклонения фактической валютной структуры от нормативной определялись в основном покупками долларов США на внутреннем валютном рынке и изменениями нормативной валютной структуры. В частности, в 2006 г. нормативная доля долларов США была уменьшена в пользу долей других резервных валют. Кроме того, дополнительное влияние на величину отклонений оказывали изменения курсов других резервных валют по отношению к доллару США. Устранение отклонений фактической валютной структуры от нормативной 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

¹ Величина активов Банка России в швейцарских франках незначительна.

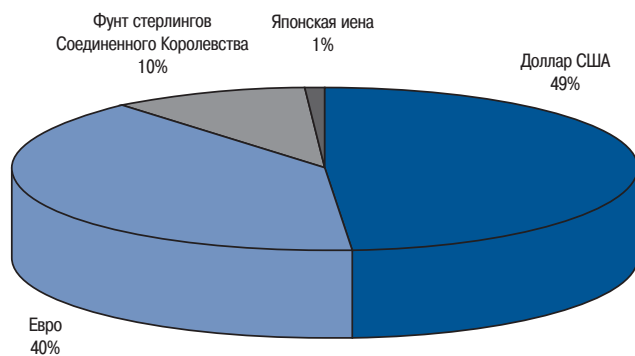
до 6 месяцев под обеспечение по сделкам купли-продажи ценных бумаг с обязательством обратного выкупа (сделки РЕПО, сделки с обязательством обратной продажи — «buy/sell back»); дисконтные ценные бумаги со сроком погашения до 1 года, выпущенные эмитентами определенных классов (иностранные правительства, центральные банки, федеральные агентства, внебюджетные фонды и агентства, а также международные финансовые организации) и отвечающие установленным требованиям.

Разрешенные долгосрочные активы в резервных валютах представляют собой купонные ценные бумаги, выпущенные эмитентами определенных классов (иностранные правительства, центральные банки, федеральные агентства, внебюджетные фонды и агентства, международные финансовые организации, ипотечные и земельные банки ФРГ) и отвечаю-

щие 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.

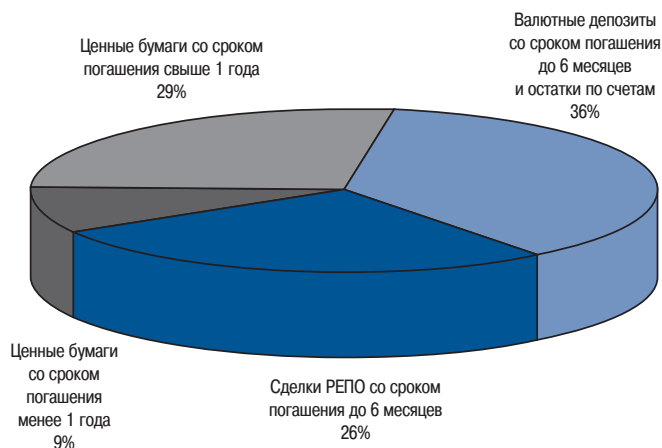
По состоянию на конец рассматриваемого периода основными классами сформированных активов в резервных валютах были депозиты, остатки на корреспондентских счетах, сделки РЕПО, а также дисконтные и купонные ценные бумаги. Более 70% активов было размещено в инструментах со сроком до погашения менее 1 года. Распределение активов в резервных валютах по классам финансовых инструментов приведено на рисунке 2.4. Распределение построено на основании данных управленческой отчетности о рыночной стоимости резервных валютных активов Банка России (без учета золота).

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



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, имеющих у Банка России, а также вследствие ухудшения кредитного качества активов

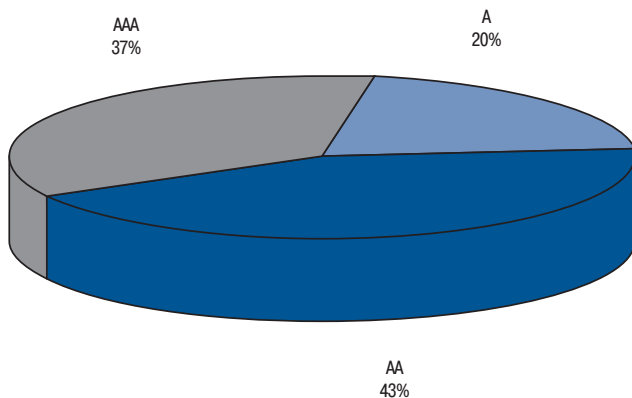
Рисунок 2.4. Распределение резервных валютных активов Банка России по видам инструментов по состоянию на конец периода



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' («A2» 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).

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

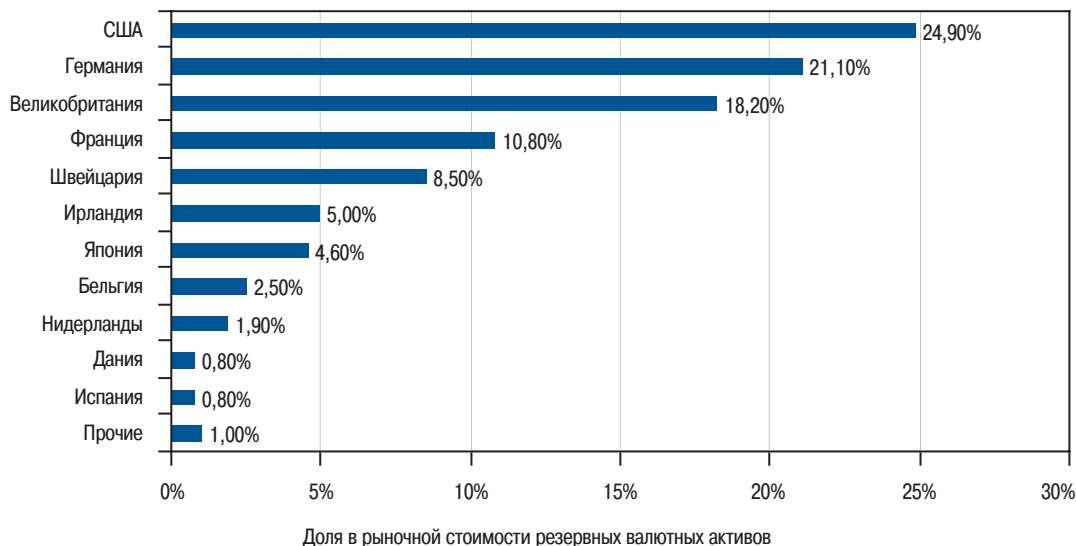


На рисунке 2.5 представлено распределение активов Банка России в резервных валютах по уровню кредитного риска в разбивке по основным рейтинговым категориям без детализации рейтинговой шкалы внутри каждой категории.

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 состоянию на конец I квартала 2007 г. представлено на рисунке 2.6. Первое место по объему размещенных активов по-прежнему занимают США. На четыре страны (США, Германию, Соединенное Королевство и Францию) приходится три четверти 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.

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



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 апреля 2006 г. по 31 марта 2007 г. приведены в таблице 2.1. Фактическая доходность одновалютных частей активов Банка России в резервных валютах близка к показателям доходности операционных портфелей, так как в течение рассматриваемого периода в среднем 80% активов в резервных валютах инвестировались в краткосрочные долговые инструменты ввиду ожидавшегося и произошедшего за этот период повышения уровня процентных ставок в ведущих мировых экономиках. Соотношение между величинами операционного и инвестиционного портфелей является основным фактором, определяющим уровень доходности, величину процентного риска и ликвидность каждой одновалютной части валютных резервных активов Банка России.

Оценка результатов управления активами Банка России в резервных валютах в части полученной доходности осуществляется путем сравнения доходностей фактических операционного и инвестиционного портфелей с доходностями соответствующих *нормативных портфелей*¹.

По итогам рассматриваемого периода только доходность активов фактического операционного портфеля в долларах США была несколько ниже нормативной.

Выбранная исходя из динамики конъюнктуры финансового рынка структура фактических инвестиционных портфелей позволила несколько повысить доходность фактических портфелей по сравнению с доходностью нормативных портфелей.

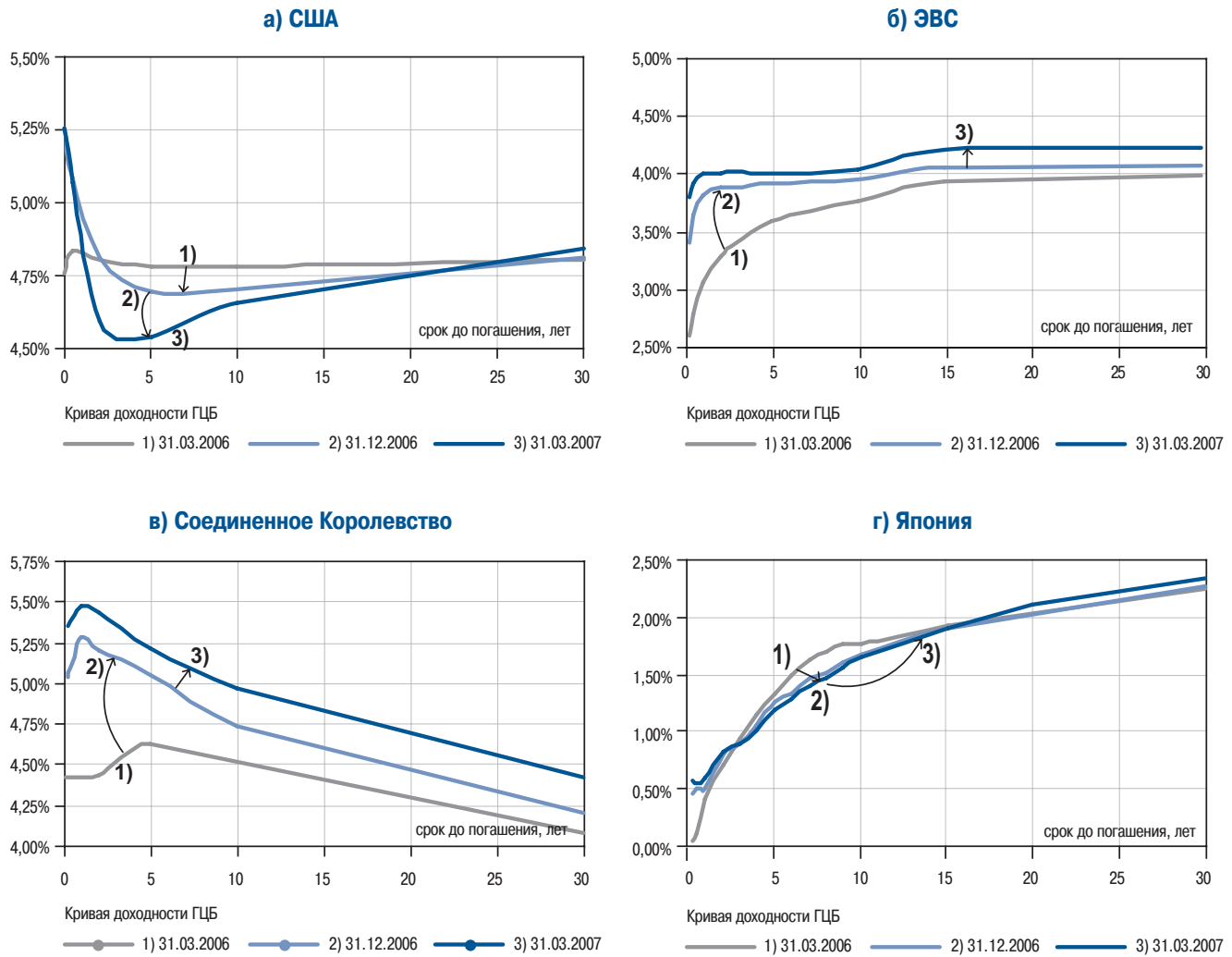
В целом конъюнктура рынков государственных облигаций развитых стран в указанный период характеризовалась ростом ставок в еврозоне и Соединенном Королевстве в связи с происходившим ужесточением денежно-кредитной политики в данный период (рисунок 2.7). В США динамика ставок была разнонаправленной: в то время как краткосрочные ставки повышались, на средне- и долгосрочном сегментах рынках наблюдалось снижение ставок. Такая динамика была обусловлена тем, что, несмотря на повышение ФРС ключевой ставки, среди участников рынка преобладали ожидания начала скорого смягчения монетарной политики.

Таблица 2.1. Доходность активов операционного и инвестиционного портфелей валютных резервов Банка России за период с 1 апреля 2006 г. по 31 марта 2007 г. (в % годовых)

Активы		Доллары США	Евро	Фунты стерлингов Соединенного Королевства	Японская иена
Операционного портфеля	фактического	5,19	3,27	4,98	0,29
	нормативного	5,21	3,17	4,80	0,26
Инвестиционного портфеля	фактического	5,43	2,32	2,82	–
	нормативного	5,44	2,31	2,73	–
Итого	фактического	5,29	3,05	4,23	0,29

¹ Нормативный портфель представляет собой расчетный набор ценных бумаг, депозитов и иных разрешенных инструментов, составленный по определенным правилам. Инструменты, составляющие нормативный портфель, и их доли в нормативном портфеле в течение инвестиционного периода не меняются (за исключением ребалансировок, связанных с погашением обращающихся и выпуском новых ценных бумаг).

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

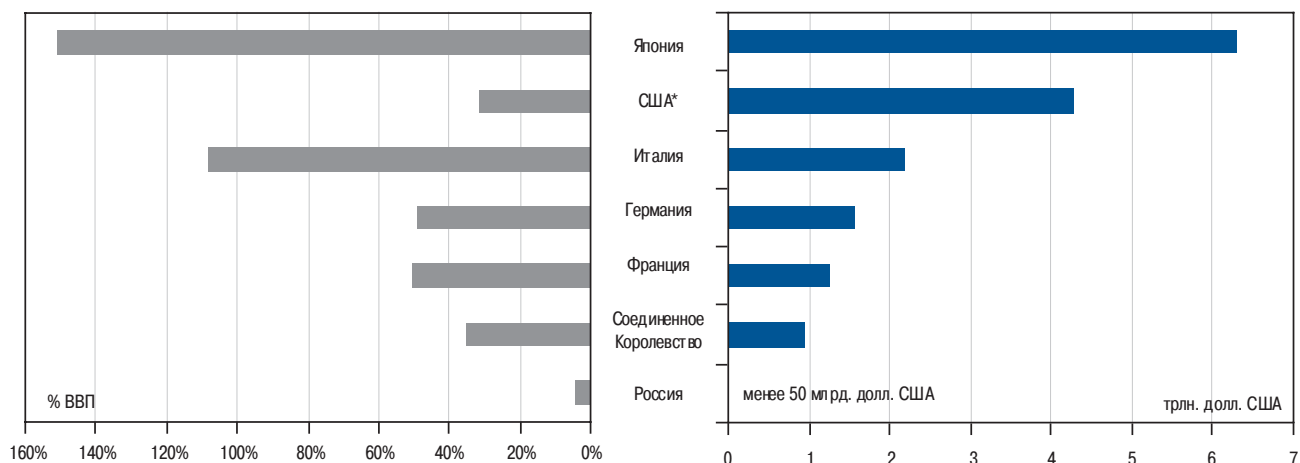


3. РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННЫХ ДОЛГОВЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ СОЕДИНЕННОГО КОРОЛЕВСТВА

Рынок государственных долговых ценных бумаг Соединенного Королевства является одним из наиболее значимых мировых финансовых рынков наряду с рынками казначейских долговых обязательств США, государственных облигаций Японии и стран еврозоны. Долговые ценные бумаги правительства Соединенного Королевства имеют наивысший кредитный рейтинг.

Объем государственного долга Соединенного Королевства, выраженного в ценных бумагах, составляет свыше 480 млрд. фунтов стерлингов Соединенного Королевства (далее – фунтов стерлингов), или 957 млрд. долл. США. Среднедневной объем торгов государственными облигациями превышает 15 млрд. фунтов стерлингов.

Рисунок 3.1. Объем внутреннего государственного долга в форме ценных бумаг в некоторых странах по состоянию на конец первого полугодия 2007 года



* Данные по США не учитывают нерыночные долговые обязательства.

1. Виды обязательств. Государственные долговые ценные бумаги Соединенного Королевства выпускаются Казначейством Ее Величества (далее — Казначейство) и гарантируются правительством страны. Портфель рыночного государственного долга Соединенного Королевства включает две группы обязательств: инструменты денежного рынка (казначейские векселя) и государственные облигации (золотообрезные¹ облигации). Около 99% портфеля облигаций, находящихся в обращении, составляют два вида бумаг — облигации с постоянным купонным доходом и индексируемые облигации (рисунок 3.2).

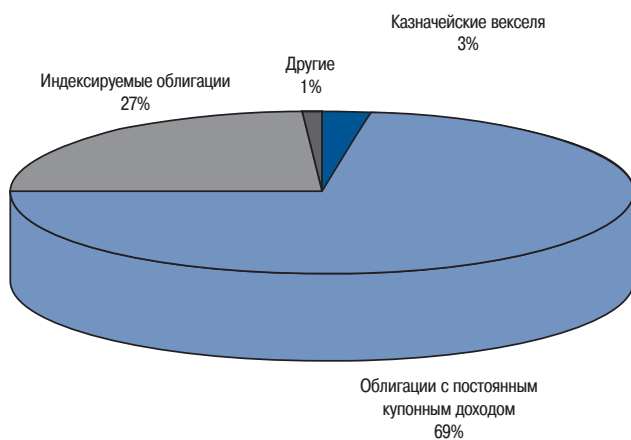
Казначейские векселя представляют со-

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

Облигации с постоянным купонным доходом (conventional gilts) выпускаются номиналом 100 фунтов стерлингов. Купон выплачивается каждые 6 месяцев. Ставка купона остается неизменной до погашения и в большинстве случаев устанавливается на уровне рыночных ставок процента, наблюдавшемся в момент выпуска облигации.

¹ От англ. gilt-edged.

Рисунок 3.2. Структура портфеля государственных долговых обязательств Соединенного Королевства по видам инструментов по состоянию на 30 сентября 2007 года



Источник: Офис по управлению долгом Соединенного Королевства.

Индексируемые облигации представляют собой второй по величине сегмент рынка. Впервые данный вид облигаций был выпущен в 1981 году. В отличие от облигаций с постоянным купонным доходом, номинал облигации и, соответственно, полугодовой купонный платеж индексируются с учетом индекса розничных 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. Применяются два вида индексации, отличающихся методологией учета индекса розничных цен и лагом индексации: для бумаг, выпущенных в обращение после сентября 2005 г., лаг индексации составляет 3 месяца, для бумаг, выпущенных ранее, – 8 месяцев. Ставка купона по индексируемым облигациям отражает уровень реальных процентных ставок, оцениваемый в момент выпуска облигации.

Два других вида облигаций – консоли и облигации с двойной датой погашения – составляют менее 1% от общего объема облигаций в обращении. **Консоли**, или непогашаемые облигации, – одни из наиболее ранних золотообрезных облигаций. Три

из восьми выпусков консолей, находящихся в обращении, были эмитированы еще в XIX веке. Правительство имеет право погасить данные облигации по своему усмотрению, однако, поскольку ставки купона по этим обязательствам (от 2,5 до 3,5%) существенно ниже текущих рыночных ставок, стимулов это делать у правительства нет.

Облигации с двойной датой погашения предполагают возможность выкупа облигаций в любой момент, начиная с первой даты погашения (с предварительным уведомлением держателей не менее чем за 3 месяца). В настоящее время в обращении находятся лишь три выпуска таких облигаций.

Большая часть выпусков облигаций с постоянным купонным доходом, находящихся в обращении, может быть подвергнута стрипованию¹ (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 денежным выплатам по облигации. С точки зрения инвесторов стрипование позволяет, с одной стороны, снизить риск рефинансирования, а с другой – сформировать поток платежей, получаемых по облигации, в соответствии со своими потребностями. С точки зрения эмитента стрипование может способствовать развитию рынка бескупонных облигаций и снижению стоимости заимствований за счет роста ликвидности рынка купонных облигаций. К торговле стрипами допускаются все инвесторы, однако правом осуществлять разделение платежей и реконституцию облигаций (обратную операцию) обладают только уполномоченные банки, Офис по управлению долгом Соединенного Королевства (далее – Офис по управлению долгом) и Банк Англии. Несмотря на указанные преимущества стрипов, особенности налогообложения операций с ними сдерживают развитие данного сегмента рынка.

¹ От англ. STRIP (Separately Traded and Registered Interest and Principal Securities). Устоявшегося термина в российской практике в настоящее время нет. Наряду с термином «стрипование» встречаются также «стриппинг» и «отстриповка».

Согласно данным Офиса по управлению долгом в марте 2007 г. объем стрипов в обращении составлял менее 1% номинальной стоимости облигаций, допущенных к разделению платежей.

2. Участники рынка. Размещение государственных облигаций осуществляется Офисом по управлению долгом, который имеет статус Исполнительного агентства Казначейства.

Основой рынка государственных облигаций Соединенного Королевства является институт первичных дилеров. Каждый из 17 уполномоченных банков (Gilt-edged Market Makers) обладает эксклюзивными правами на участие в аукционах по первичному размещению облигаций и на стрипование облигаций, а также возможностью выступать в качестве контрагента Офиса по управлению долгом в операциях на вторичном рынке, правом на выставление неконкурентных заявок во время аукционов по размещению облигаций и возможностью участия в ежеквартальных консультациях о планах по размещению. В свою очередь, в обязанности первичных дилеров входят: поддержка ликвидности вторичного рынка облигаций и их стрипов путем выставления котировок на покупку и продажу облигаций; предоставление информации Офису по управлению долгом о рыночных условиях и данных о собственных позициях, оборотах, ценах закрытия по облигациям. Некоторые из первичных дилеров имеют также право на участие в тендерах по размещению казначейских векселей и выставление конкурентных заявок.

Помимо коммерческих банков держателями государственных облигаций Соединенного Королевства являются пенсионные и страховые фонды, различные частные и государственные финансовые и нефинансовые институты, центральные банки зарубежных стран, домохозяйства.

С ростом спроса на золотообрезные облигации со стороны центральных банков, фондов государственных накоплений и

хедж-фондов доля иностранных инвесторов существенно увеличилась. За последние 3 года объем бумаг на руках у иностранных инвесторов удвоился и по итогам первого полугодия 2007 г. превысил 30%.

3. Порядок эмиссии и организация рынка. Плановый объем эмиссии векселей и государственных облигаций в разбивке по видам облигаций и сегментам (краткосрочные, среднесрочные, долгосрочные) на следующий финансовый год определяется Казначейством. На основании этого с учетом результатов консультационных совещаний с первичными дилерами и крупнейшими участниками рынка, а также исходя из заявленных целей управления государственным долгом Офис по управлению долгом формирует план аукционов по размещению на ближайший квартал.

Тендеры по размещению векселей проводятся еженедельно в последний рабочий день недели. Объем и срок до погашения выпускаемых векселей объявляется в момент завершения предыдущего тендера. Участие в тендере осуществляется через определенных первичных участников рынка. Минимальный объем заявки составляет 500 тыс. фунтов стерлингов. Помимо регулярных еженедельных тендеров по размещению векселей Офис по управлению долгом может дополнительно организовывать специальные тендеры, а также проводить аукционы РЕПО и обратного РЕПО с казначейскими векселями.

Для размещения на первичном рынке золотообрезных облигаций используется два типа аукционов – *многоценовые* для облигаций с постоянным купонным доходом и *моноценовые* (голландские) для индексированных облигаций. Прием конкурентных заявок на участие в аукционе производится через первичных дилеров.

Единственным исключением за период с 1996 г. стал выпуск индексированных 50-летних облигаций в сентябре 2005 года. С учетом выхода на новый сегмент финансового рынка было принято решение про-

вести первое размещение данного выпуска через синдицирование. Была определена группа банков, роль которой заключалась в оценке выпуска, формировании базы потенциальных инвесторов и размещении облигаций среди них.

В целях поддержания ликвидности Офис по управлению долгом периодически проводит конверсию низколиквидных выпусков в новые базовые выпуски и обратные аукционы по выкупу (последний раз такой аукцион проводился в 2000–2001 финансовом году). В случае конверсии участникам рынка предлагается обменять имеющиеся у них бумаги на новые, более ликвидные, выпуски по фиксированной ставке конверсии.

Покупка и продажа государственных облигаций Соединенного Королевства на вторичном рынке осуществляется в рамках внебиржевых сделок. Подавляющая часть этих операций производится через платежную систему CREST, где передача прав собственности осуществляется в бездокументарной форме путем электронной регистрации этих прав в реестре CREST на условиях поставки против платежа.

4. Текущие тенденции. Последние несколько лет объем рынка государственных облигаций Соединенного Королевства довольно быстро увеличивался, что, наряду с формированием базовых выпусков, способствовало росту ликвидности рынка (рисунк 3.3).

Особенностью рынка государственных облигаций Соединенного Королевства в последние годы является отрицательный наклон кривой доходности. Сохранение инвертированной кривой доходности в течение достаточно долгого времени обусловлено несколькими факторами.

С одной стороны, это глобальная тенденция к снижению инфляционных ожиданий на фоне усиления доверия к денежно-кредитной политике.

С другой стороны, это особенности спроса на долгосрочные облигации с постоянным купонным доходом и индексируемые государственные облигации. За последние 10 лет пенсионные фонды существенно увеличили долю менее рискованных, хотя и менее прибыльных, активов с фиксированным доходом (в том числе государственных облигаций) и сократили долю более рискованных и более доходных активов (акций) в своих портфелях. Увеличение спроса на ценные бумаги с фиксированным доходом объясняется, в частности, старением участников пенсионных схем, законодательным регулированием деятельности институциональных инвесторов и повышением требований к прозрачности их отчетности, а также снижением склонности к риску и развитием механизмов измерения рисков. В дополнение к этому более широкое использование пенсионными фондами таких производных финансовых инструментов, как инфляцион-

Рисунок 3.3. Динамика объема портфеля государственных облигаций Соединенного Королевства в 1998–2007 годах



* По состоянию на 30.09.2007.

** За финансовый год, закончившийся в соответствующем календарном году.

Источник: Офис по управлению долгом Соединенного Королевства.

ные и процентные свопы, привело к тому, что инвестиционные банки, выпускающие данные инструменты, также увеличили свои вложения в долгосрочные и индексируемые государственные облигации. В результате устойчивый рост спроса на долгосрочные и индексируемые облигации привел к снижению доходности на данном сегменте рынка государственных ценных бумаг.

В ответ на повышенный спрос на долгосрочные и индексируемые облигации и в соответствии с задачей минимизации стоимости заимствований правительство Соединенного Королевства постепенно наращивает долю

долгосрочных ценных бумаг в общем объеме государственного долга. По состоянию на 30 сентября 2007 г. на долю бумаг с фиксированной ставкой купона со сроком до погашения более 15 лет и индексируемых облигаций приходилось около 52% портфеля. Развивается сегмент ультрадлинных облигаций: в течение 2005 г. были выпущены облигации со сроком до погашения 50 лет с постоянным купонным доходом и индексируемые; в мае 2006 г. — 40-летняя облигация с постоянным купонным доходом. При этом продолжается эмиссия базовых выпусков в 5- и 10-летнем сегментах.

Таблица 3.1. Ключевые показатели рынка государственных долговых ценных бумаг Соединенного Королевства по состоянию на 30 сентября 2007 года

Объем государственных ценных бумаг в обращении (по номинальной стоимости): • Казначейские векселя • Государственные облигации	16,3 млрд. фунтов стерлингов 467,8 млрд. фунтов стерлингов
Кредитный рейтинг по классификации Standard & Poor's	AAA
Среднедневной оборот рынка государственных облигаций в 2006–2007 финансовом году*	15,3 млрд. фунтов стерлингов
Средневзвешенная доходность государственных облигаций: • Облигации с постоянным купонным доходом • Индексируемые облигации	4,92% 1,60%
Средний срок до погашения государственных облигаций: • Облигации с постоянным купонным доходом • Индексируемые облигации	13,86 года 14,83 года
Базовые выпуски, срок до погашения: • Казначейские векселя • Государственные облигации	1, 3, 6 месяцев 5, 10 лет

Источник: Офис по управлению долгом Соединенного Королевства.

* В Соединенном Королевстве финансовый год продолжается с 1 апреля по 31 марта.

При подготовке обзора были использованы материалы Офиса по управлению государственным долгом Соединенного Королевства и Казначейства Ее Величества. Более подробная информация о рынке государственных долговых ценных бумаг, особенностях отдельных выпусков и организационных процедурах представлена на официальных сайтах указанных ведомств:

• Офис по управлению государственным долгом Соединенного Королевства: www.dmo.gov.uk;

• Казначейство Ее Величества: www.hmtreasury.gov.uk.

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.

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 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

**ФОНДЫ ГОСУДАРСТВЕННЫХ НАКОПЛЕНИЙ
И ВНЕШНЕЕ УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ¹**

В последние годы в ряде стран наблюдался существенный рост положительного сальдо платежного баланса. Высокие цены на нефть и другие сырьевые товары, а также ускоренное экономическое развитие и значительные прямые иностранные инвестиции позволили этим странам накопить национальные активы, которые обычно называют фондами государственных накоплений.

Сейчас все больше стран сталкиваются с проблемой управления этими активами. Традиционно управление государственными накоплениями относилось к компетенции центральных банков, применяющих консер-

вативный подход к управлению активами, при котором большее значение придается ликвидности, а не доходности. Однако очень значительный и постоянно растущий объем таких средств делает актуальной проблему наиболее эффективного использования государственных накоплений в национальных интересах.

В настоящем приложении рассматривается природа этой проблемы, роль внешних управляющих в процессе управления государственными накоплениями, критерии выбора внешних управляющих активами, а также происходящие структурные изменения.

Последние тенденции

Одной из основных тенденций в мировой экономике в последнее время является переход многих стран с формирующимися рынками из разряда чистых импортеров капитала в число его чистых экспортеров. Данная смена направления потоков капитала выразилась в увеличении валютных резервов этих стран и накоплении их государственными структурами (такими как центральные банки) большого количества долговых обязательств развитых стран.

Валютные резервы определяются как «внешние активы, которые находятся под контролем органов денежно-кредитного регулирования и в любой момент могут быть использованы этими органами для прямого финансирования дефицита платежного баланса, для косвенного воздействия на размер этого дефицита с помощью интервенций на

валютных рынках, оказывающих влияние на курс национальной валюты, и/или могут найти какое-либо иное применение» (МВФ, Руководство по платежному балансу, 5-е изд.).

Среди причин накопления валютных резервов можно выделить следующие.

Рост цен на сырьевые товары. Повышение цен на сырье, начавшееся после 2000 г., привело к резкому росту незапланированных бюджетных доходов, поскольку природные ресурсы, как правило, контролируются государством или же облагаются высокими налогами, если принадлежат частным компаниям.

Перемещение обрабатывающей промышленности в страны с формирующимися рынками. Производство трудоемких, а в некоторых случаях и наукоемких, продуктов и услуг перемещается из США и Западной Европы в страны с низкими издержками производства, такие как Китай и Индия.

¹ Материал подготовлен ING Investment Management.

В свете последних тенденций возникают три основных вопроса:

- 1) Какой объем резервов необходим стране?
- 2) Как управлять этими резервами?
- 3) Кто должен управлять резервами и каким образом?

Какой объем резервов необходим стране?

Традиционно целями управления национальными резервами являются их сохранность и ликвидность, поскольку валютные резервы представляют собой средство обеспечения стабильности национальной валюты и, следовательно, безопасности экономики в целом.

Однако в условиях быстрого роста резервов возникает вопрос, необходим ли такой большой объем средств для поддержания текущей денежной и общеэкономической стабильности. Эксперты расходятся во мнении относительно минимально необходимого объема резервов.

- Правило Гринспена–Гвидотти.

Ряд экспертов считают, что достаточный уровень резервов не должен превышать объем краткосрочного внешнего долга (требования в иностранной валюте, принадлежащие нерезидентам, со сроком погашения не более 12 месяцев). Сторонники этой теории рекомендуют корректировать достаточный уровень резервов в зависимости от состояния национальной валюты и сальдо счета текущих операций: в сторону повышения, если валюта переоценена и сальдо отрицательное, и в сторону понижения, если у страны значительное положительное сальдо счета текущих операций.

- Резервы как доля ВВП.

Другой подход к определению достаточного уровня резервов предполагает сравнение объема избыточных резервов с ВВП страны.

В странах с формирующимися рынками это процентное соотношение обычно бывает высоким: в большинстве случаев оно составляет более 15–20% ВВП. Для сравнения, в США отно-

шение резервов к ВВП составляет менее 1%.

- Модель буферного запаса.

Еще один метод, иногда называемый «моделью буферного запаса», предлагает рассчитывать достаточный уровень валютных резервов исходя из волатильности сальдо счета текущих операций. Упрощенный метод расчета достаточного уровня резервов, основанный на этой модели, показывает, что резервы должны покрывать до четырех месяцев импорта.

Многообразие точек зрения на проблему определения оптимального объема резервов не исчерпывается различными теоретическими концепциями. Оценки необходимого уровня резервов существенно различаются для отдельных стран, и эти оценки часто отражают природу государственных накоплений. Например, страны Азии, экономический рост в которых в большой степени зависит от внешней торговли, проводят денежно-кредитную политику, которая ведет к наращиванию резервов. Это связано с тем, что увеличение производства в экспортно ориентированных отраслях может привести к повышению стоимости национальной валюты, что снизит конкурентоспособность национальной промышленности. Поэтому эти страны активно покупают иностранную валюту, тем самым искусственно поддерживая низкий курс национальной валюты.

Независимо от того, какие концепции и оценки применяются в связи с увеличением объема и ускорением роста резервов, не вызывает сомнений, что их объемы в настоящее время более чем достаточны для обеспечения финансовой стабильности, а значит, существуют избыточные резервы, цели управления которыми должны быть другими.

Каково назначение государственных накоплений?

Цели

На практике определение цели управления государственными накоплениями – трудная задача, часто имеющая политический характер. В одних странах основной целью является максимизация доходов (Сингапур), в других – погашение внешнего долга (некоторые страны Центральной и Латинской Америки);

есть группа стран, рассматривающих в качестве основного приоритета вопросы денежно-кредитной политики (Новая Зеландия), реструктуризацию государственных банков (Китай) или обеспечение будущих поколений (Норвегия); также при управлении резервами часто учитывается сочетание различных целей. При этом практика показывает, что для эффективного управления резервными активами важно глубоко проработать и систематизировать процесс постановки целей, вплоть до закрепления его в законодательстве.

Государства, обладающие большим объемом резервных активов и не имеющие необходимости расходовать их немедленно, каковыми и являются страны – держатели крупнейших резервов, должны понимать назначение этих средств. С точки зрения инвестиционного анализа рассуждение следует начинать с определения текущих и будущих обязательств.

Какие обязательства связаны с такими крупными резервами и, соответственно, каково может быть назначение этих денег? Дискуссии по этому вопросу продолжаются; тем не менее анализ природы накопленного богатства можно считать наиболее явным способом рассмотрения обязательств.

Экспорт сырьевых товаров является важным источником дохода во многих странах. В то же время сырье относится к активам с наибольшей ценовой волатильностью: колебания цены составляют в среднем около 20% в год, что делает сырьевые товары одним из наиболее рискованных активов. Соответственно, если экспортно ориентированные сырьевые отрасли составляют существенную часть экономики страны, нестабильность цен на сырье может легко трансформироваться в нестабильность экономики в целом. Следовательно, оценка обязательств должна происходить с учетом сырьевой зависимости государственного бюджета. Чем больше эта зависимость, тем больший запас денежных средств должен быть создан для защиты экономики в периоды падения цен на сырье.

Другим важным свойством большинства сырьевых товаров является то, что ресурсы, запасы которых формировались тысячелетиями, могут быть использованы только один раз (что особенно важно учитывать странам

с богатой сырьевой базой, где основным источником роста резервов являются доходы от экспорта природных ресурсов – нефти, газа, металлов и т. д.). А значит, доходы от их продажи должны принадлежать не только сегодняшнему поколению, живущему в момент, когда объемы добычи и цены на ресурсы высоки, но и будущим поколениям. В то же время сложно предсказать, например, в отношении нефти, останутся ли цены на этот ресурс столь же высокими, как во второй половине 2007 г. или вернуться к историческому среднему значению – порядка 25 долл. США за баррель, что близко к себестоимости добычи крупных производителей. Поскольку со временем природные ресурсы истощаются, а также могут повышаться затраты на их разведку и добычу, а цены при этом могут снижаться, существует риск снижения доходов от продажи природных ресурсов с течением времени, и, следовательно, необходимость поиска альтернативных источников доходов, которые в будущем придут на смену сырьевым отраслям. Все это говорит о необходимости рассмотрения вопроса в долгосрочной перспективе.

Таким образом, могут быть выделены две цели управления резервными активами:

- необходимость создания для государственного бюджета резервного фонда на случай резкого снижения цен на сырьевые товары;
- необходимость замены доходов от сырья, имеющих по своей природе временный характер, другими, более устойчивыми, доходами.

На внешних рынках или внутри страны

Определение направлений диверсификации источников доходов предполагает выбор области инвестирования – внешние или внутренние рынки.

Вопрос выбора между инвестициями на внутреннем или внешнем рынке всегда вызывал споры. Как показывает опыт Канады, размещение средств внутри страны не всегда является лучшим вариантом их использования, поскольку избыточные вложения государственных средств в национальную экономику могут привести к финансированию экономически нерентабельных проектов. Существует множество примеров плохого управления го-

сударственными проектами, когда распределение ресурсов осуществляется по политическим соображениям в проекты, не имеющие перспектив получения прибыли в будущем. Это приводит к неоптимальному использованию средств, полученных от продажи сырьевых товаров.

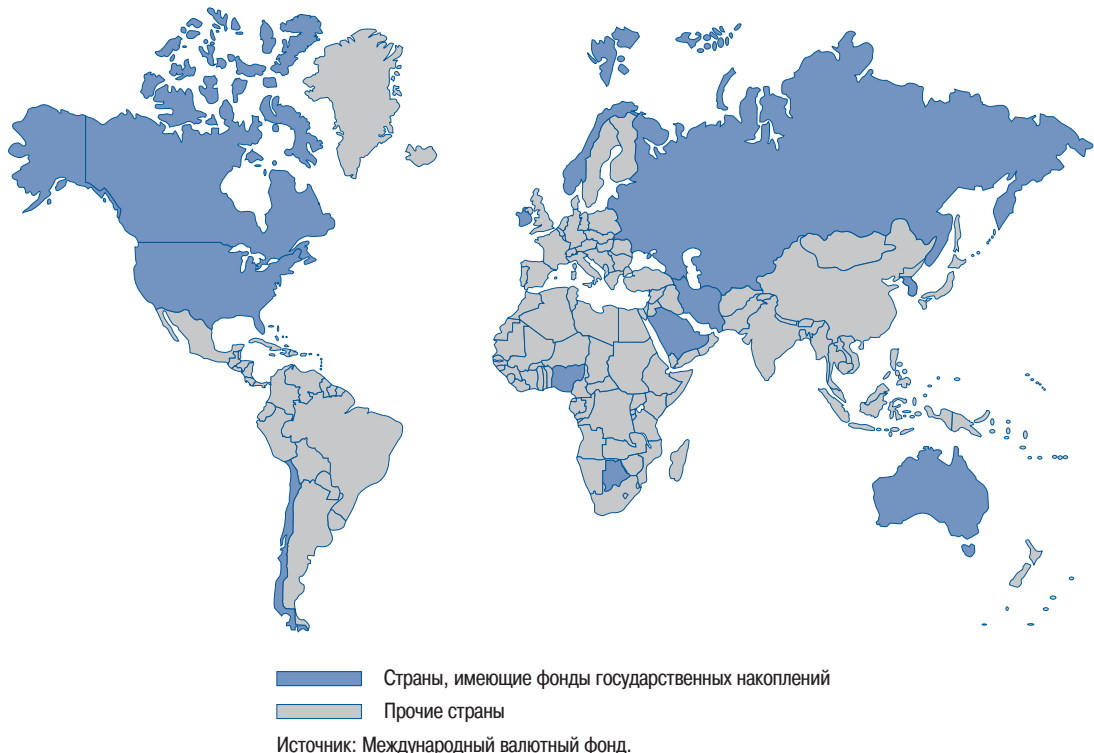
Одним из наиболее эффективно управляемых фондов является Пенсионный фонд Норвегии – NPF (ранее называвшийся Норвежским нефтяным фондом). Средства фонда инвестируются только за пределами Норвегии. Фонд не вкладывает деньги в национальную экономику, чтобы не дублировать бюджетно-налоговую политику государства. Другое важное соображение заключается в том, что, поскольку поступления в фонд от экспортно ориентированных сырьевых отраслей выражаются в иностранной валюте, помимо избыточного удорожания национальной валюты, снижающего конкурентоспособность других отраслей и экономики в целом, размещение значительной части этого дохода внутри страны вызвало бы перегрев экономики и рост ин-

фляции. И что более важно, инвестирование средств на зарубежных рынках означает большую диверсификацию вложений, что снижает риски, присущие рынкам сырьевых товаров.

Вариант сочетания двух разных направлений инвестирования был выбран Казахстаном – там все средства разделены между фондом, вкладывающим их в иностранные активы, и фондом, финансирующим проекты развития внутри страны (через банки развития).

В целях оптимального распределения резервов и более четкой постановки целей правительствами многих стран были созданы специальные институты – фонды государственных накоплений. Поскольку перед такими фондами часто стоит двойственная задача – обеспечить стабильность экономики сегодня и доходы в будущем, во многих странах они официально разделены на стабилизационный фонд и фонд будущих поколений. В настоящее время такие государственные инвестиционные фонды управляют активами на сумму свыше 3 трлн. долл. США.

Рисунок 4.1. Фонды государственных накоплений (или аналогичные структуры)



Таким образом, основной вывод заключается в том, что резервы, особенно полученные от продажи сырьевых ресурсов, должны использоваться по двойному назначению: служить резервным фондом при нестабильных государственных доходах и обеспечивать доходы будущих поколений. Страны, наиболее удачно управляющие накоплениями, намеренно избегают вложений в национальную экономику или финансирования дефицита государственного бюджета, таким образом вынуждая правительства принимать меры для развития других отраслей, помимо сырьевой, чтобы диверсифицировать экономику и уходить от сырьевой зависимости. Кроме того, такой подход заставляет правительства проводить более разумную политику и не принимать сверхдоходы как нечто само собой разумеющееся.

Как управлять резервами?

Как уже говорилось, фонды государственных накоплений (Sovereign Wealth Funds – SWF) служат инструментом обеспечения экономической стабильности и средством получения будущих доходов, поэтому многие страны разделяют такие резервы на две части – стабилизационный фонд и фонд будущих поколений.

Средства стабилизационных фондов предназначены для использования правительствами в чрезвычайных обстоятельствах, поэтому при их размещении должен использоваться консервативный подход. Фонды будущих поколений, напротив, имеют целью диверсификацию источников валютных доходов в будущем, так что от их инвестирования ожидается гораздо более высокая доходность.

Консервативная инвестиционная политика – стандартная практика для центральных

банков, поэтому именно эти институты часто привлекаются к управлению стабилизационными фондами.

Как известно, процесс размещения активов всегда включает выбор между риском и доходностью: чем выше риск, тем выше доходность. Доходность, получаемая центральными банками от своего портфеля активов, обычно находится на низком уровне, поскольку эти средства размещаются в менее рискованные и высоколиквидные активы (такие как инструменты денежного рынка и краткосрочные облигации), что обеспечивает быструю доступность денежных средств при чрезвычайных ситуациях в экономике.

Например, доходность стандартного портфеля центрального банка, состоящего, как правило, из краткосрочных государственных ценных бумаг с высоким рейтингом и инструментов денежного рынка, не превышает 1% в реальном выражении. В то же время оценочная доходность гипотетического портфеля, состоящего из акций и облигаций, за тот же период превышает доходность портфеля такого центрального банка более чем в два раза.

Таким образом, консервативная инвестиционная политика в отношении активов, предназначенных для будущих поколений, приводит к очень скромным результатам. Поэтому, поскольку фонды будущих поколений направлены на обеспечение будущих доходов и, следовательно, имеют более далекий инвестиционный горизонт, их средства могут вкладываться в более рискованные классы активов в целях увеличения потенциала будущих доходов.

Рисунок 4.2. Соотношение риска и доходности

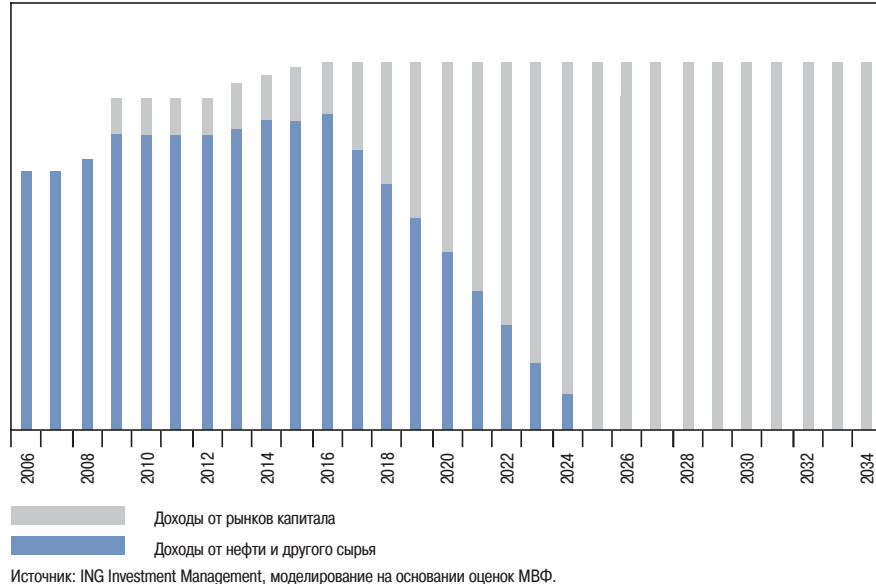


Источник: ING Investment Management.

Определение инвестиционного горизонта имеет решающее значение при управлении активами, особенно для фондов будущих поколений. При инвестировании средств Пенсионным фондом Норвегии, управление которым считается примером наиболее профессио-

нального и эффективного управления средствами фондов государственных накоплений, установлен инвестиционный горизонт до ста лет. При этом его активы широко диверсифицированы для достижения лучших результатов управления.

Рисунок 4.3. Модель будущих доходов фондов государственных накоплений



Процесс принятия инвестиционных решений

После того как цель поставлена и определены предпочтения по риску и доходности, следующей задачей является выбор классов активов для инвестирования средств.

Многочисленные исследования показывают, что стратегическое распределение вложений между различными классами активов является важнейшим фактором, определяющим доходность портфеля. Диверсификация вложений по нескольким группам инвестиционных инструментов способна улучшить показатели портфеля с точки зрения риска и доходности и увеличивает вероятность получения по активам в управлении запланированного уровня дохода.

Процесс инвестирования предполагает несколько этапов (рисунок 4.4).

Стратегическое размещение активов – это выбор инструментов для инвестирования и пропорции распределения средств между различными группами инструментов таким образом, чтобы ожидаемая доходность портфеля была достаточной для достижения целей инвестирования. При этом уделяется вни-

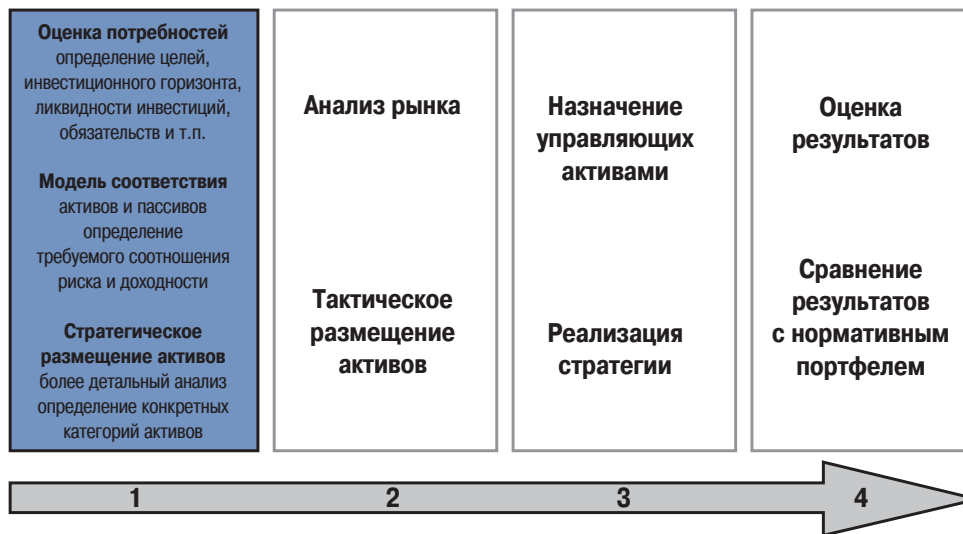
мание диверсификации и проводится анализ корреляции.

Тактическое размещение активов – это распределение вложений, допускающее временное отклонение от установленных стратегических пропорций в целях получения дополнительной доходности. Такая тактика используется для получения прибыли от какой-либо конкретной категории активов, которая на данный момент представляется особо привлекательной.

После выбора модели размещения активов назначаются управляющие активами для управления портфелями. При этом должны быть четко установлены лимиты и ограничения для каждого управляющего.

На всех этапах процесса управления инвестициями необходимо постоянно отслеживать потенциальные риски. Анализ рисков включает в себя, помимо прочего, анализ концентрации специфических рисков, позиций в иностранной валюте, соответствие инвестиционной политики установленным целям. В рамках выбранной инвестиционной политики при управлении рисками применяются различные модели анализа внутренних и внешних рисков.

Рисунок 4.4. Процесс инвестирования



Итак, процесс принятия инвестиционных решений включает несколько основных этапов. Основным фактором, определяющим результаты инвестирования, является выбор пропорции распределения средств между различными классами активов. Для решения этой задачи часто привлекаются внешние управляющие или консультанты. После утверждения структуры размещения управление отдельными портфелями активов также может быть передано внешним управляющим, которые должны будут обеспечить получение необходимой доходности вложений в пределах установленных лимитов по риску.

Преимущества внешнего управления активами

Как уже говорилось, при выборе стратегии размещения средств государственные фонды накоплений должны определить: 1) в какие классы активов необходимо инвестировать средства (в акции, облигации, недвижимость и т.д.); 2) в какой пропорции распределять вкладываемые средства между данными группами активов. Затем необходимо выделить конкретные портфели активов и выбрать для них управляющих.

Некоторые управляющие фондов государственных накоплений самостоятельно управляют частью своих активов, другие предпочитают полностью передать управление активами внешним управляющим.

Сотрудничество между государственными фондами и управляющими активами традиционно принимает различные формы.

- Полная передача управления активами.

В этом случае государственный фонд полностью поручает управление активами внешнему управляющему. Взамен фонд требует не только повышенной доходности вложений за счет активного управления, но и содействия в повышении квалификации своих специалистов: внешние управляющие должны проводить обучение сотрудников фонда различным методам управления активами.

- Комбинированный подход.

Государственный фонд создает свою группу управляющих, которая получает в управление портфель с целевыми ориентирами, аналогичными тем, которые устанавливаются для внешних управляющих. Это дает возможность сравнивать результаты управления и диверсифицировать риск неэффективного управления.

- Избирательный подход.

Государственный фонд передает во внешнее управление отдельные классы активов, требующих активного управления, управлять которыми фонд самостоятельно не может (ипотечные ценные бумаги, недвижимость и т. д.).

Первая модель обычно используется относительно новыми фондами государственных накоплений, позволяя им получать высокую доходность за счет активного управления и одновременно учиться у специалистов управлению тем или иным классом активов (глобальными акциями, ценными бумагами США с фиксированным доходом и т. д.).

Вторая модель создает дополнительные стимулы для внешних управляющих активами, которые вынуждены соревноваться с внутренней командой управляющих. С другой стороны, внешние управляющие и без этого стремятся достичь максимальных результатов, и создание внутренней команды часто ведет лишь к дублированию функций.

Последний метод основывается на соображении, что активное управление имеет смысл только при применении так называемых «нишевых» стратегий. Однако практика показывает, что активные внешние управляющие добиваются лучших результатов и при управлении так называемыми «базовыми» категориями активов, например, кредитами. Здесь многое зависит от квалификации управляющего, важную роль играют также достаточный объем средств в управлении и наличие компетентной команды специалистов по данному классу активов.

Таким образом, передача управления активами внешним управляющим имеет следующие важные преимущества:

- Во-первых, инвестирование требует знаний и опыта по конкретным классам активов, которыми могут не обладать управляющие относительно новых государственных фондов.
- С технической точки зрения инвестиции, особенно в некоторые специфические классы активов, требуют существенных затрат на создание соответствующего бэк-офиса и поэтому несут в себе операционные риски. Многие специалисты по активному управлению активами уже имеют необходимые мощности, которые могут быть использованы при управлении средствами государственных фондов.
- Использование внешних управляющих дает таким фондам возможность повышать квалификацию своих сотрудников. Важным критерием отбора внешних управляющих активами является наличие у них учебных подразделений, так как кроме непосредственно управления активами управляющие должны обеспечить также профессиональную подготовку кадров государственных фон-

дов и центральных банков. Как правило, такая подготовка организуется по месту расположения внешнего управляющего активами.

Во многих странах, богатых природными ресурсами, активы государственных фондов передаются во внешнее управление с 80-х годов прошлого века. Например, Пенсионный фонд Норвегии привлекает около 50 управляющих, которые управляют 80 различными портфелями, в совокупности составляющими около 22% средств фонда. Также активно используют внешнее управление активами государственные фонды Кувейта, ОАЭ, Ботсваны, хотя они привлекают в среднем меньше управляющих.

Руководство государственных фондов при отборе внешних управляющих принимает во внимание целый ряд факторов: профессионализм, опыт, стабильность, стиль инвестирования, организацию процесса принятия решений, прошлые результаты деятельности, готовность проводить обучение сотрудников центральных банков, стоимость услуг.

Фонды государственных накоплений разработали специальные инвестиционные директивы для различных типов портфелей. Данные директивы содержат, помимо прочего, описание нормативных портфелей (бенчмарков), относительно которых оцениваются результаты по каждому портфелю.

Хотя управляющие активами управляют ценными бумагами, фактически бумаги находятся в другой организации, предоставляющей услуги по их хранению (кастодиальные услуги). Такой порядок часто носит обязательный характер и применяется в качестве меры предосторожности для лучшей защиты прав институциональных инвесторов.

Использование кастодиальных услуг имеет ряд преимуществ, включая возможность получать сводную отчетность по стоимости портфеля и результатам инвестирования, аудиторскую проверку операций всех управляющих средствами фонда, а также дополнительную проверку соответствия действий внешних управляющих заданной инвестиционной политике, включая установленные ограничения.

Выбор внешнего управляющего

Выбор управляющих требует четко установленных критериев отбора, позволяющих выявить и привлечь таких управляющих активами, которые могли бы обеспечивать результаты лучше, чем другие управляющие и рынок в целом (лучше, чем бенчмарка).

Весь процесс можно разделить на несколько этапов: определение совокупности управляющих компаний, количественный и качественный анализ, применение отраслевых механизмов (рекомендации, конференции и т. д.), ранжирование и отбор, формирование портфеля, отслеживание результатов и их периодическая оценка.

Формализованный процесс выбора внешних управляющих активами может быть организован следующим образом:

1) Объявление конкурса на управление активами в специализированной прессе и Интернете. Поскольку кандидатов может быть достаточно много, конкурс может сочетаться с целенаправленным отбором внешних управляющих активами, которые получают предпочтение в силу своего опыта по управлению тем или иным классом активов.

2) На основании полученных заявок составляется список кандидатов.

3) У кандидатов, включенных в этот список, запрашивается более подробная информация об их организации и возможностях. Этот процесс часто называют Request for Proposal – RFP (запрос на предложение).

Обычно каждый внешний управляющий выбирается для конкретного портфеля, и единый управляющий для управления всеми активами фонда назначается редко. Поэтому отбор происходит по конкретным классам активов: например, внешний управляющий А получает в управление портфель европейских акций в силу своей высокой квалификации по управлению этой категорией активов, а внешний управляющий Б получает в управление глобальные ценные бумаги с фиксированным доходом и т. д.

Поскольку при отборе внешних управляющих в первую очередь преследуется цель получения максимально возможной доходности от вложения активов, важными критериями

выбора являются степень информационной обеспеченности, состав портфелей в управлении и результаты управления, а также финансовое положение компании-кандидата, число специалистов по управлению активами, доля средств институциональных инвесторов в управлении, опыт управления конкретными классами активов и надежность систем управления рисками.

Опишем более подробно процесс внешнего управления активами. Поскольку существует специфика выбора управляющих для разных классов активов, рассмотрим в качестве примера управляющего акциями.

Цель

Прежде чем приступить к инвестированию, надо определить целевые параметры риска и качества управления: допустимое отклонение от параметров нормативного портфеля, коэффициент дополнительной доходности и информационный коэффициент.

Чтобы избежать излишней диверсификации, к формированию портфелей можно привлекать ограниченное количество высококвалифицированных управляющих инвестициями. Часто рекомендуется формировать портфели таким образом, чтобы часть из них играли роль основных, а другие – вспомогательных. Это позволяет использовать преимущества различных стилей инвестирования. При таком подходе управляющие с различными стилями управления для отдельных портфелей подбираются таким образом, чтобы портфель в целом, не имея выраженного единого стиля управления, обеспечивал достижение заданных инвестиционных показателей.

Управляющие основными портфелями должны быть способны достигать повышенных результатов при любых рыночных условиях. Это предполагает отсутствие у них постоянной специализации на каком-либо конкретном стиле инвестирования, хотя она и может возникать в кратко- и среднесрочном периоде. Основные портфели предполагают средний уровень риска, то есть в данном случае не могут использоваться высокорисковые агрессивные стратегии.

Управляющие вспомогательными портфелями должны иметь выраженный специфический стиль инвестирования: это так называе-

мые «управляющие роста» и «управляющие дохода». Для управляющих вспомогательными портфелями допустимый уровень принимаемого риска существенно выше.

Процесс отбора внешних управляющих

Процесс отбора внешних управляющих включает следующие этапы:

Этап 1. Первичный отбор кандидатов.

Этап 2. Оценка запросов на предложение (Request for Proposal – RFP).

Этап 3. Посещение компаний-кандидатов.

Этап 4. Формирование портфеля.

Этап 5. Постоянный мониторинг.

Этот процесс можно проиллюстрировать с помощью схемы, приведенной на рисунке 4.5.

Этап 1. Первичный отбор кандидатов

Процесс поиска внешнего управляющего начинается с первичного отбора управляю-

щих компаний на основании количественных характеристик в сочетании с качественными оценками. Качественный анализ необходим, поскольку он часто позволяет исключить из рассмотрения некоторых неподходящих кандидатов или добавить интересных и эффективных управляющих, которые могли не попасть в просматриваемые базы данных.

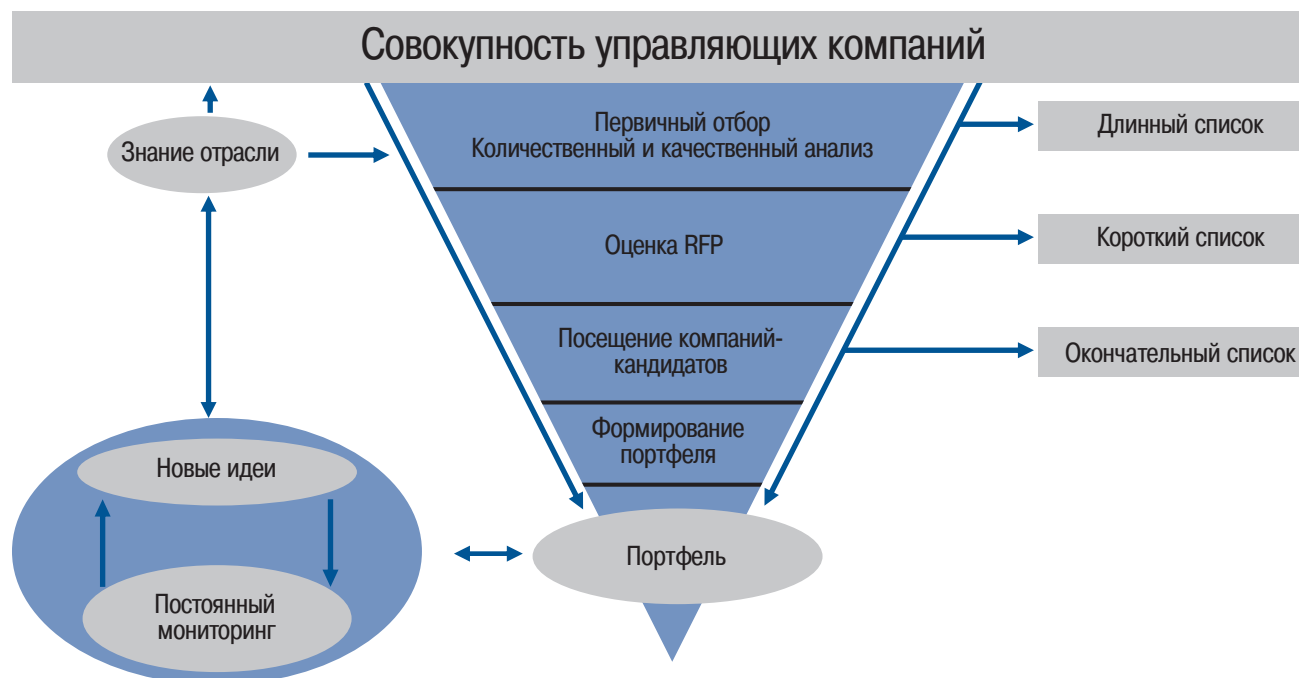
а) Отбор по количественным параметрам

Отбор обычно проводится на основании большого количества показателей риска и доходности. Для дальнейшего рассмотрения отбираются прежде всего компании, имевшие за последние 3–5 лет показатели доходности выше среднерыночных, учитываются также другие характеристики риска и доходности.

б) Качественная оценка

При составлении длинного списка первоначальный отбор по количественным характеристикам дополняется качественными оценками.

Рисунок 4.5. Пример процесса отбора внешних управляющих



Задача качественной оценки состоит в том, чтобы сократить или увеличить общее число кандидатов путем сбора информации или на основании опыта и знания отрасли. Такой анализ проводится в форме так называемого кабинетного (вторичного) исследования, которое представляет собой сбор, обработку и анализ вторичных данных (взятых из средств массовой информации).

Примерами важных качественных факторов являются следующие:

- Сменяемость и сроки работы специалистов (в зависимости от применения «командного» метода или метода привлечения «звезд»).
- Организационные или командные реорганизации.
- Характеристики портфеля (размер средств в управлении, предпочтения в стилях инвестирования).
- Новые продукты (по сравнению с аналогичными продуктами других компаний).
- Возможность и способность управлять портфелями с получением большой степени свободы в инвестиционных решениях.
- Минимальные размеры портфелей активов в управлении.
- Наличие хорошей репутации в отрасли (что тем не менее не означает исключение небольших и узкоспециализированных управляющих).

в) Длинный список

В результате отбора по количественным параметрам в сочетании с качественными оценками составляется длинный список управляющих, отвечающий установленным критериям. Затем им направляется просьба заполнить запрос на предложение (RFP).

Этап 2. Оценка RFP

Как уже описывалось выше, прошедших отбор управляющих просят заполнить RFP, по-разному составленные для каждой инвестиционной стратегии.

а) RFP

Запрос на предложение включает несколько групп вопросов, каждая из которых важна для оценки управляющего инвестициями. Обычно это следующие группы:

- Организационная структура, активы в управлении, соблюдение законодательства и других норм.
- Команда.
- Философия, цели и стиль инвестирования.
- Инвестиционный процесс.
- Управление рисками.
- Прошлые результаты деятельности.
- Разное.
- Стоимость.

Полученные заполненные RFP тщательно изучаются путем коллективного обсуждения ответов управляющих. Часто для сравнения ответов составляются рейтинги.

б) Короткий список

Рейтинговые оценки управляющих сравниваются друг с другом, и на основе рейтингов формируется короткий список, то есть отбирается определенное число управляющих для посещения их компаний.

Этап 3. Посещение компаний-кандидатов

На этом этапе могут быть проведены более подробные интервью с кандидатами на роль внешних управляющих активами. Большинство интервью проводится по месту расположения управляющего. В ходе этих встреч управляющие оцениваются, как правило, по четырем основным параметрам: команда, инвестиционный процесс, портфель, результаты деятельности (четыре «Р» – People, Process, Portfolio and Performance).

На схеме (рисунок 4.6) показаны четыре основные группы вопросов и входящие в них подгруппы.

Рисунок 4.6. Оценка кандидатов на роль внешних управляющих



Команда

Каждую компанию – кандидата в управляющие активами необходимо оценить по нескольким критериям, характеризующим ее кадровый состав, чтобы убедиться в наличии у сотрудников компании опыта и достаточного профессионального уровня для реализации конкретных стратегий:

- опыт работы в отрасли вообще и с конкретными активами и стратегиями;
- эффективность и стабильность команды;
- знание портфеля;
- энтузиазм и увлеченность;
- качество аналитических исследований.

Инвестиционный процесс

Анализ инвестиционного процесса имеет ключевое значение для оценки прозрачности и последовательности инвестиционной стратегии и в конечном счете сводится к ответу на два основных вопроса: откуда управляющий берет инвестиционные идеи (генерирование идей) и как эти идеи применяются к портфелям активов (формирование портфеля). Ключевыми моментами здесь являются:

- продуманность;
- последовательность в применении;
- формирование портфеля.

Портфель

Оценка динамики параметров портфеля активов является важной задачей, так как часто помогает понять особенности организации в целом, а также инвестиционного процесса и команды специалистов.

Ключевые моменты:

- диверсификация в соответствии со стилем управления;
- формирование портфеля в соответствии с инвестиционным процессом;
- последовательность в выборе стиля инвестирования;
- управление рисками;
- ликвидность.

Результаты деятельности

Хорошие результаты деятельности могут быть получены при одновременном наличии высококвалифицированных специалистов, удачно сформированного портфеля и грамотно организованного инвестиционного процесса.

Здесь ключевыми моментами являются:

- результаты деятельности в кратко- и долгосрочном периоде;
- доходность в соответствии со стилем

инвестирования и инвестиционным процессом;

- показатели риска и доходности.

Окончательный список

По результатам вышеописанного этапа процедуры отбора формируется окончательный список высококвалифицированных управляющих инвестициями.

Этап 4. Формирование портфеля

Каждому управляющему, входящему в окончательный список, выделяется в управление определенная часть совокупного портфеля активов; для определения этих долей инвестором может использоваться сценарный анализ.

Этап 5. Постоянный мониторинг

Кроме ежедневного отслеживания результатов управления полезно разработать порядок формальной оценки управляющих. Основной целью таких процедур оценки является регулярное подтверждение способности управляющего достигать целей, которые были перед ним первоначально поставлены.

Формальные процедуры оценки включают следующее:

Еженедельно отслеживаются и обсуждаются с управляющим все нетипичные операции. Информацию о таких операциях инвестор получает из отчетов о сделках, представляемых кастодианом, или непосредственно от компании-управляющего.

Ежемесячно изучается портфельная стратегия и причины любых ее изменений. Оценивается соответствие деятельности управляющего в течение месяца установленной инвестиционной политике. Управляющие инвестициями представляют инвестору ежемесячные отчеты, формат и содержание которых устанавливаются инвестором.

Ежеквартально (в конце квартала) проводятся встречи с каждым из управляющих, на которых рассматриваются результаты управления портфелем, проведенные операции и обоснование крупных покупок и продаж, портфельная стратегия в прошедшем квартале (по

сравнению с прогнозом) и прогноз на предстоящий квартал.

Кроме того, существуют некоторые факторы, которые в дальнейшем могут стать причиной отказа от услуг внешнего управляющего:

- замена ключевых специалистов по инвестициям;
- замена ключевого управленческого состава;
- смена команды портфельных управляющих;
- смена команды аналитиков;
- изменения в организационной структуре фирмы;
- слияния, поглощения, разделения и выкупы;
- реорганизация внутри фирмы;
- структурные изменения в инвестиционном процессе;
- проблемы с соблюдением законодательства и другие правовые проблемы;
- отсутствие диверсификационных преимуществ от портфеля данного управляющего для совокупного портфеля активов;
- нетипичные изменения в портфеле (например, отклонение от установленного стиля инвестирования);
- ухудшение показателей ликвидности портфеля;
- устойчиво плохие результаты управления;
- результаты, не соответствующие стилю инвестирования;
- операционные проблемы;
- изменение стоимости услуг.

Рассмотренные процедуры строгого отбора помогают выбрать внешнего управляющего, полностью соответствующего запросам фонда государственных накоплений.

Заключение

Оживление деловой активности и высокие цены на сырьевые товары стали факторами экономического роста во многих странах, в том числе в странах с формирующимися рынками, что привело, помимо прочего, к быстрому росту национальных накоплений.

Значительные объемы и быстрый рост таких резервов заставляют правительства этих стран задуматься о том, на что направить данные средства и как ими управлять. В разных странах применяются различные принципы управления резервами, однако большинство стран признают, что имеющиеся объемы резервных активов более чем достаточны для поддержания стабильности в денежно-кредитной сфере.

Это привело к созданию институциональных структур, называемых фондами государственных накоплений, часто разделенных на стабилизационный фонд и фонд будущих поколений. Первый должен служить резервным запасом на случай чрезвычайных ситуаций в экономике, а второй – диверсифицировать накопления и обеспечить иные источники будущих доходов, кроме продажи сырья.

В данном приложении были рассмотрены различные принципы размещения активов, применяемые для двух этих фондов. Как известно, инвестирование средств подразумевает выбор между риском и доходностью. Поскольку средства стабилизационных фондов предназначены для использования в чрезвычайных обстоятельствах, когда может возник-

нуть необходимость немедленной продажи активов для получения денежных средств, при размещении этой части резервов следует придерживаться более консервативной политики. Для фондов будущих поколений обычно выбирается гораздо более далекий инвестиционный горизонт, и их средства могут вкладываться в более широкий перечень активов (акции, ценные бумаги с фиксированным доходом, недвижимость и т. д.). Соответствующее повышение уровня принимаемого риска необходимо для обеспечения дохода из альтернативных источников, достаточного для того, чтобы заменить поступления от продажи сырья.

Как было показано, стратегическое размещение активов играет ключевую роль в обеспечении будущих доходов. Для достижения желаемых результатов необходимо профессиональное и продуманное размещение национальных накоплений. После определения классов активов для инвестирования и распределения средств между этими классами управление отдельными портфелями активов может быть передано внешним управляющим, которые должны будут обеспечить заданный уровень доходности в пределах установленных лимитов по риску.

Также было показано, что отбор внешних управляющих представляет собой сложный многоступенчатый процесс, требующий тщательной проработки, если государство хочет быть уверено, что национальное богатство страны будет сохранено и приумножено.

Источники

Различные публикации ING Investment Management.

Материалы встреч с представителями центральных банков и государственных фондов накоплений.

BIS Quarterly Review. International banking and financial market developments. Bank for International Settlements, March 2007.

Greenspan A. – Globalization. Remarks given at the Council of Foreign Relations, March 10, 2005, New York.

Grava, R.; Johnson-Calari, J. – Commodity Endowment. Commodity Endowment Funds. World Bank, 2007, <http://siteresources.worldbank.org/INTRUSSIANFEDERATION/147270-1109938296415/20854009/Commodity_Funds_eng.pdf>.

Johnson-Calari, J. – Managing commodity revenues and windfall profits: investment income funds. Sovereign Wealth Management, Central Banking Publications, 2007, London.

IMF – Guidelines – Country Case Studies: Bank of Canada. 2003.

IMF – Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management. 2001.

IMF – Balance of Payments Manual. 5th edition – BPM5, September 28, 2007, <www.imf.org/external/np/sta/bop/BOPman.pdf>.

Kjaer, K. – From Oil to Equities. Speech delivered at the Norwegian Polytechnic Society, November 2, 2006.

Nugee, J. – The Challenges facing Central Bank Reserve Managers. State Street Global Advisors, May 2001.

SNB – Investment Policy Guidelines of the Swiss National Bank. Published on the SNB Webpage, 2004.

Summers, L. – Opportunities in an era of large and growing official wealth. Sovereign Wealth Management. Central Banking Publications, 2007, London.

The World's most expensive club; Sovereign Wealth Funds. The Economist, U.S. Edition, May 26, 2007.

Об авторе

Автор – Темо Чейшвили, директор по развитию институциональных инвестиций при ING Investment Management.

ING Investment Management управляет различными категориями активов ING Group.

ING Group – глобальная компания со 150-летней историей, в которой работает более 120 тысяч сотрудников. Компания предоставляет финансовые услуги, включая банковские, страховые, а также услуги по управлению активами, в более чем 50 странах мира.

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.

ДЛЯ ЗАМЕТОК

ДЛЯ ЗАМЕТОК

ДЛЯ ЗАМЕТОК

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

Выпуск 4

Подписано в печать 18.12.2007г.

Объем 16 печ. л.

Формат 60x90/8

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

