



ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

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

ВЫПУСК 1

Москва
2007

© Центральный банк Российской Федерации, 2007

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

e-mail: reservesmanagement@mail.cbr.ru

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

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

ВЫПУСК 1

Москва
2007

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие	3
1. Обзор конъюнктуры мировых финансовых рынков	5
1.1. Глобальные тенденции	5
1.2. Соединенные Штаты Америки	8
1.3. Экономический и валютный союз	11
1.4. Великобритания	14
1.5. Япония	16
1.6. Рынок золота	18
2. Управление активами Банка России в резервных валютах в первом полугодии 2006 года	21
3. Глоссарий терминов и определений, используемых в обзоре	27

ПРЕДИСЛОВИЕ

За последние годы в результате благоприятной для российской экономики внешнеторговой конъюнктуры и проводимой органами денежно-кредитного регулирования политики золотовалютные резервы Банка России многократно возросли. К концу декабря 2006 г. объем золотовалютных резервов составил около 300 млрд. долл. США. В результате по этому показателю Российская Федерация вышла на третье место в мире после Китайской Народной Республики и Японии. Золотовалютные резервы стали значительной частью национального богатства России — по отношению к годовому валовому внутреннему продукту их уровень превысил 30%. Все это закономерно определило тот повышенный интерес, который вызывают вопросы управления золотовалютными резервами как у широких слоев российской общественности, так и в сфокусированном виде — у представителей власти.

В соответствии с пунктом 7 статьи 4 Федерального закона от 10.07.2002 № 86-ФЗ “О Центральном банке Российской Федера-

ции (Банке России)” к числу функций Банка России отнесено эффективное управление золотовалютными резервами Банка России. Указанная функция реализуется в деятельности Банка России по размещению резервных валютных активов и золота на международных финансовых рынках.

Банк России рассматривает подготовку и публикацию на регулярной основе информации, повышающей открытость проводимой им политики в области управления резервными валютными активами, как важный аспект реализации возложенной на него российским законодательством функции по осуществлению эффективного управления золотовалютными резервами. В связи с этим Банк России приступает к публикации с квартальной периодичностью обзоров, освещающих в сжатом виде результаты управления резервными валютными активами, текущие условия на международных финансовых рынках, а также основные управленческие подходы и профессиональную терминологию, используемые в данной сфере.

1. ОБЗОР КОНЪЮНКТУРЫ МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

1.1. Глобальные тенденции

В 2006 году мировая экономика находилась на подъеме

Мировые фондовые рынки уверенно растут

Снижение цен на энергоносители, начавшееся в конце августа 2006 года, способствовало уменьшению инфляционного давления

Однако центральные банки ряда стран сохраняют жесткую монетарную политику

В первой половине 2006 г. мировая экономика находилась на подъеме. В I квартале экономический рост в США был выше ожидаемого, а во второй половине года наблюдалось повышение темпов роста экономик Европы и Японии. В результате в сентябре Международный валютный фонд пересмотрел прогноз мирового экономического роста в сторону повышения — до 5,1% в 2006 г. и 4,9% в 2007 г. (в 2005 г. мировой экономический рост составил 4,8%), оставив при этом в силе прогноз его некоторого замедления в среднесрочной перспективе.

На мировых фондовых рынках в 2006 г., за исключением периода спада в мае — начале июня, наблюдался рост основных показателей. Поддержку положительной динамике фондовых индексов оказывали хорошие финансовые показатели корпоративных секторов США, Европы и Японии, а также ожидания большинством участников рынка продолжения экономического роста, подкрепленные наметившимся с конца августа падением цены нефти.

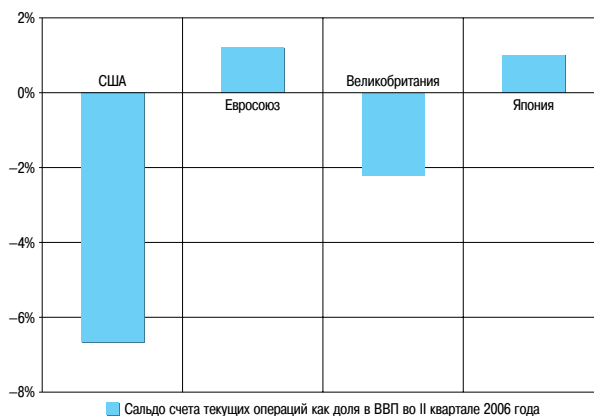
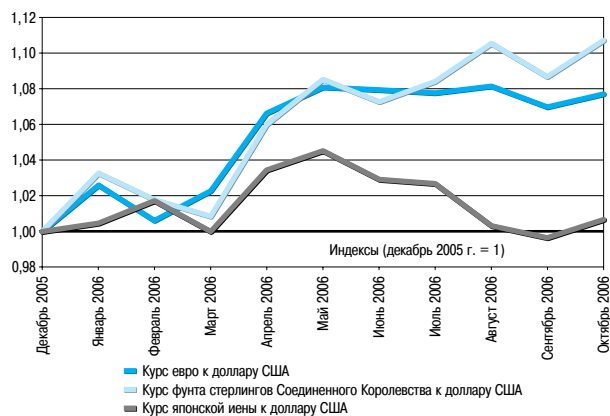
Снижение цен на энергоносители способствовало уменьшению инфляционного давления, однако центральные банки ведущих стран сохраняют жесткую монетарную политику, обусловленную их оценками перспектив развития экономической ситуации в каждой из стран, а также опасениями возобновления роста цен на нефть. Банк Японии в июле впервые за 6 лет повысил ключевую ставку с нулевого уровня до 0,25%. Европейский центральный банк увеличил ставку с 2,25% на начало года до 3,5% на конец декабря, Банк Англии — с 4,50 до 5,00% соответственно. В то же время Федеральная резервная система США в июле—декабре 2006 г. оставила ключевую ставку неизменной на уровне 5,25%.

С начала 2006 г. курсы основных мировых валют к доллару США выросли. Так, курс фунта стерлингов к доллару США повысился на 10,7% и достиг по состоянию на 31.10.2006 1,91 долл. США за фунт, курс евро вырос на 7,7% — до 1,28 долл. США за евро, курс доллара США к японской иене снизился в январе — октябре 2006 г. на 0,7% и составил 116,98 иены за доллар США.

Указанная динамика курсов валют складывалась на фоне диспропорций в структуре торгового оборота стран — основных участниц мировой торговли и различий в проводимой ими денежно-кредитной политике. 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 доллар США играет важную роль в поддержании его курса.

За период с января 2006 г. по январь 2007 г. совокупные мировые валютные резервы увеличились на 18,8% — до 4806 млрд. долл. США, валютные резервы России возросли на 68% и составили 296 млрд. долл. США (см. таблицу 1.1). Россия переместилась с пятого места в мире по объему валютных резервов на третье, а Китай обогнал Японию и занял лидирующую позицию. 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 течение 2006 года наблюдалось некоторое ослабление доллара США к ведущим мировым валютам на фоне диспропорций в структуре торгового оборота стран — основных участниц мировой торговли



Мировые валютные резервы увеличились на 18,8%, в том числе на 4,8% за счет роста объемов валютных резервов Китая и на 3% — России

Таблица 1.1. Валютные резервы стран мира¹

	Страна	Объем резервов, млрд. долл. США	Доля в совокупных мировых резервах, %	Прирост за год, %
1	Китай	987,9	20,6	24,4
2	Япония	875,9	18,2	6,3
3	Россия²	295,6	6,1	68,0
4	Тайвань	266,1	5,5	5,1
5	Южная Корея	238,9	5,0	14,8
6	Индия	170,2	3,5	23,1
7	Сингапур	136,8	2,8	17,3
8	Гонконг	132,7	2,8	6,8
9	Бразилия	81,7	1,7	31,6
10	Малайзия	79,3	1,7	10,6
<i>Справочно:</i>				
	США	41,0	0,9	10,2
	Европейский центральный банк	38,8	0,8	1,3
	Германия	38,3	0,8	—3,9
	Великобритания	40,2	0,8	15,2
	Франция	36,4	0,8	42,4
	Италия	25,7	0,6	6,2
	Саудовская Аравия	23,1	0,5	—6,8
	<i>Совокупный объем резервов</i>	<i>4806,2</i>	<i>100</i>	<i>18,8</i>

¹ По данным информационного агентства Bloomberg на январь 2007 года.² По состоянию на 1 января 2007 года. Источник: официальный сайт Банка России в сети Интернет.

1.2. Соединенные Штаты Америки

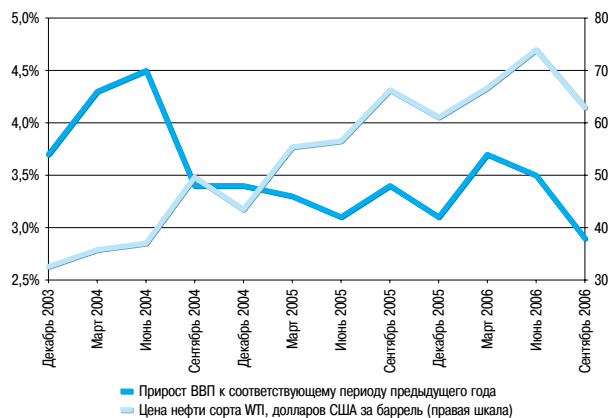
Ожидается, что в начале 2007 г. темпы роста ВВП США, как и во второй половине 2006 г., будут ниже долгосрочного уровня (во II и III кварталах 2006 г. темп роста ВВП составил соответственно 3,5 и 3% к соответствующему периоду предыдущего года). Указанная тенденция объясняется действием следующих факторов.

- Циклический спад деловой активности.
- Высокие цены на энергоносители, достигшие максимальных значений в конце II — начале III квартала 2006 года.
- Жесткая денежно-кредитная политика.
- Спад на рынке недвижимости, выступавшем одним из основных факторов роста американской экономики. Продажи на рынке недвижимости сокращаются с начала 2006 г., но падение цен началось только в августе и в сентябре составило почти 10% к уровню августа (это наиболее резкое снижение за последние 30 лет).

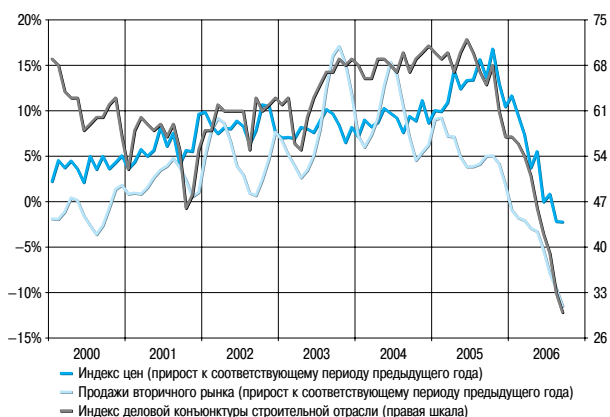
Вместе с тем ряд факторов продолжает оказывать существенную поддержку экономическому росту.

- Инвестиционная активность предприятий остается весьма высокой, снижение темпов инвестиций наблюдается лишь в секторе жилищного строительства. Наиболее высокими темпами растут инвестиции в строительство нежилых помещений.

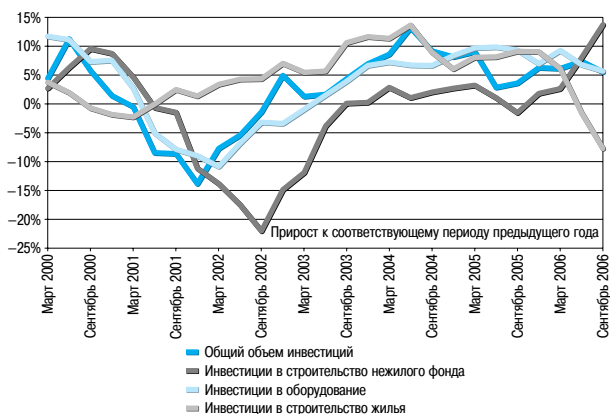
Ожидается, что в начале 2007 года темпы роста ВВП США будут ниже долгосрочного уровня...



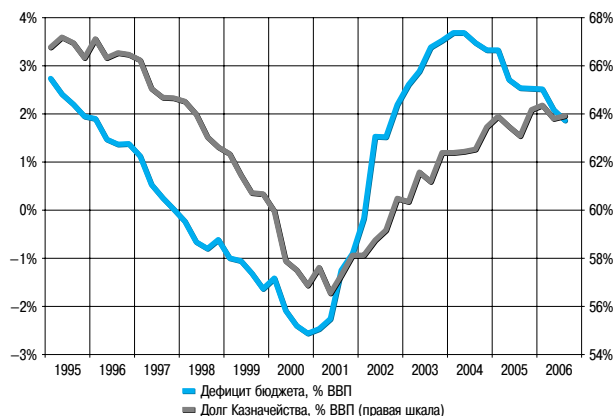
...и спада на рынке недвижимости: индекс деловой конъюнктуры строительной отрасли достиг 15-летнего минимума



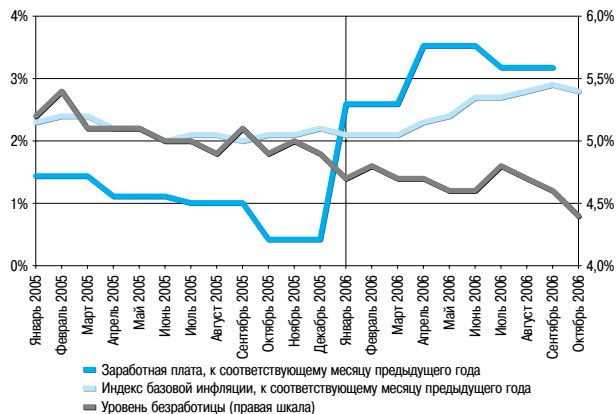
При этом вне жилого сектора инвестиционная активность остается высокой



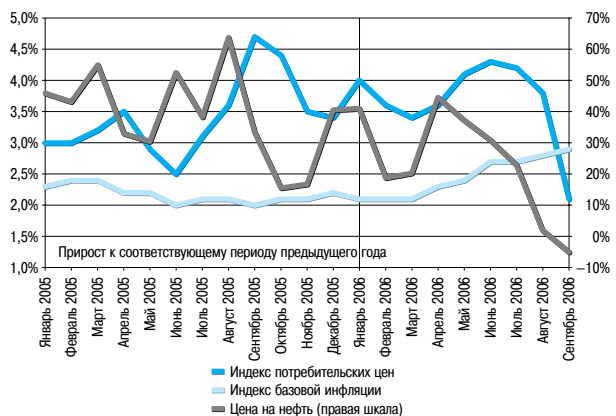
Кроме того, государственные расходы продолжают оказывать стимулирующее влияние на экономику



Ситуация на рынке труда остается стабильной, однако динамика заработной платы создает инфляционное давление



Показатели инфляции продолжают вызывать беспокойство ФРС США



■ Несмотря на некоторое сокращение дефицита бюджета в последние годы (как в абсолютном, так и в относительном выражении), существенное стимулирующее влияние на экономику продолжают оказывать государственные расходы. Казначейство США финансирует дефицит бюджета за счет выпуска облигаций, спрос на которые в значительной степени обеспечивают зарубежные центральные банки, размещающие в этих ценных бумагах свои долларовые резервы.

Ситуация на рынке труда США характеризуется относительно низким уровнем безработицы — 4,4% (это минимальное значение данного показателя за период с мая 2001 г.) на фоне динамичного роста заработной платы, что является фактором инфляционного давления.

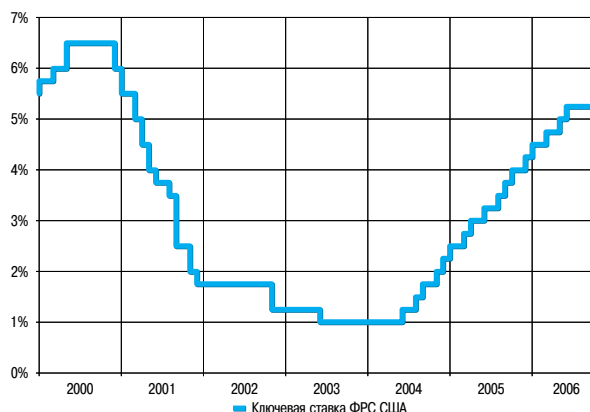
С другой стороны, начавшееся в августе 2006 г. снижение мировых цен на энергоносители, а также замедление экономического роста США способствуют уменьшению темпов инфляции.

Снижение цен на нефть и нефтепродукты привело к уменьшению *индекса потребительских цен (ИПЦ)* в сентябре и октябре на 0,5% в месяц. Несмотря на это, в январе—октябре 2006 г. наблюдалась тенденция к повышению темпов роста *базовой инфляции* (не учитывающей цены на энергоносители и продукты питания): в сентябре ее темпы достигли 2,9% — максимального значения за 10 лет (в октябре — 2,8%).

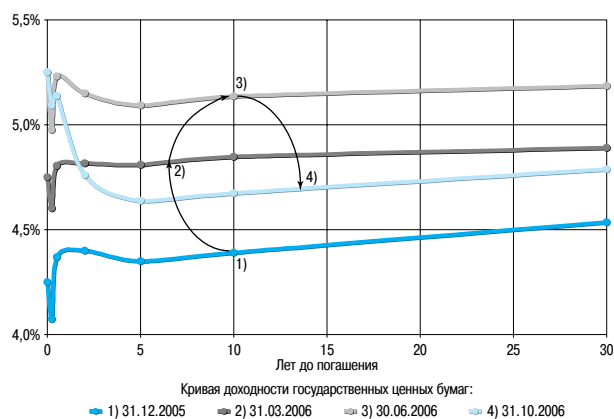
В целом макроэкономические показатели дают противоречивую картину перспектив роста экономики и темпов инфляции в США. На этом фоне на всех заседаниях комитета по открытым рынкам Федеральной резервной системы США, проводившихся в период с июля по ноябрь 2006 г., было принято решение оставить *ключевую ставку* на прежнем уровне — 5,25%.

Если в первой половине года преобладали ожидания дальнейшего повышения *ключевой ставки* ФРС и на их фоне процентные ставки на всех сегментах *кривой доходности* рынка государственных ценных бумаг (ГЦБ) росли, то во втором полугодии 2006 г. среди участников рынка сформировались ожидания снижения ставки ФРС. Это отразилось в понижении ставок практически на всех сегментах *кривой доходности*.

На фоне противоречивых макроэкономических данных ФРС США оставил ключевую ставку неизменной

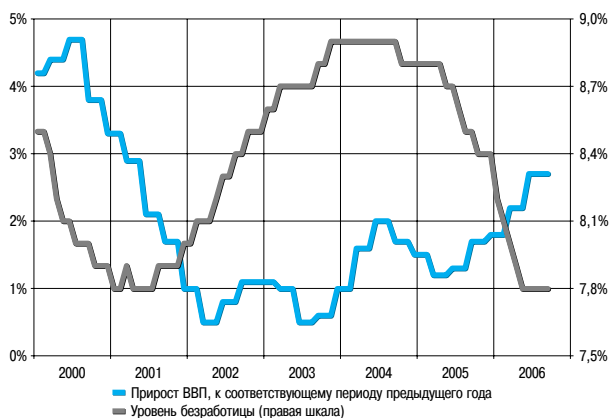


Динамика ставок на рынке государственных ценных бумаг определялась изменениями ожиданий участников рынка

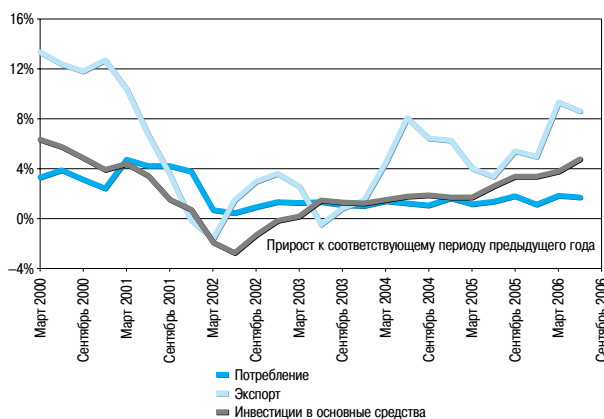


1.3. Экономический и валютный союз

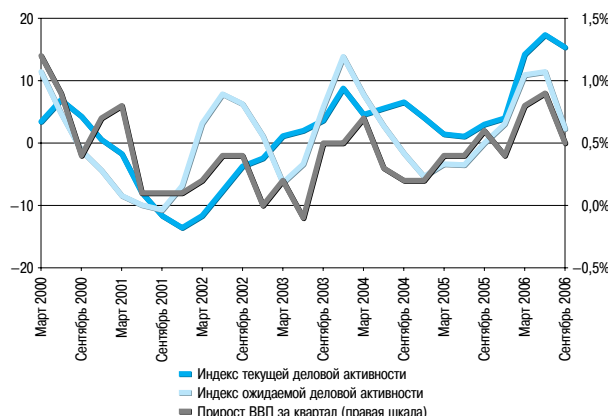
Экономическая ситуация в странах еврозоны характеризуется оживлением...



...основным фактором которого остается экспорт



Однако снижение индикаторов деловой активности свидетельствует о возможном замедлении роста ВВП



Экономическая ситуация в странах еврозоны характеризуется оживлением — темпы роста ВВП в I—III кварталах 2006 г. превышали среднемесячные темпы экономического роста за предыдущие 5 лет. Уровень безработицы снизился до 7,8% (среднемесячное значение за 2001—2006 гг. составило 8,5%).

Основным фактором подъема экономики еврозоны остается рост экспорта, что усиливает ее зависимость от мировой экономической конъюнктуры.

Тем не менее ускорившийся в середине 2005 г. рост объема инвестиций в основные средства может ослабить зависимость темпов роста ВВП от иностранного спроса на продукцию стран еврозоны.

Вместе с тем уменьшение в III квартале 2006 г. значений *индикаторов деловой активности* и ожидания экономическими агентами дальнейшего снижения экономической активности свидетельствуют о том, что пик делового цикла уже пройден и можно ожидать некоторого замедления роста ВВП в ближайшие кварталы.

Основными факторами замедления темпов роста ВВП могут выступать:

- внутренние факторы (увеличение НДС в Германии и ужесточение фискальной дисциплины в Италии);
- внешние факторы (замедление темпов роста мировой экономики, прежде всего экономики США).

Вместе с тем, по мнению Европейского центрального банка (ЕЦБ), в случае сохранения относительно низкого уровня цен на энергоносители в долгосрочной перспективе позитивное воздействие данного фактора на экономическую активность перекроет негативное влияние замедления мировых темпов роста.

Темпы инфляции в еврозоне в июле—октябре 2006 г. снижались (впервые почти за два года они были ниже 2,0%: в сентябре — 1,7%, в октябре — 1,6%). Это соответствует заявляемым целям ЕЦБ по поддержанию темпов инфляции “около, но ниже 2%”. Однако представленные показатели темпов роста цен в значительной степени обусловлены снижением цен на энергоносители в сентябре—октябре 2006 года.

На фоне усилившейся конкуренции со стороны более дешевой рабочей силы из стран Восточной Европы инфляционное давление со стороны зарплат также остается сравнительно небольшим.

Риск ускорения инфляции в 2007 г. сохраняется в связи с возможным ростом цен на нефть и газ, а также отражением в уровне цен увеличения ставки НДС в Германии.

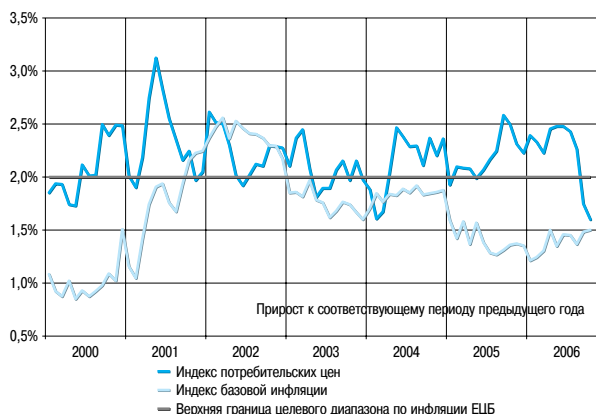
Во второй половине 2006 г. ЕЦБ продолжил курс на повышение ключевой ставки, начатый еще в IV квартале 2005 года. В ноябре управляющий совет ЕЦБ принял решение оставить ключевую ставку без изменений на уровне 3,25%, однако уже в декабре ставка была повышена до 3,50%.

Участники рынка ожидают повышения процентной ставки ЕЦБ до 3,75% в течение первого полугодия 2007 года.

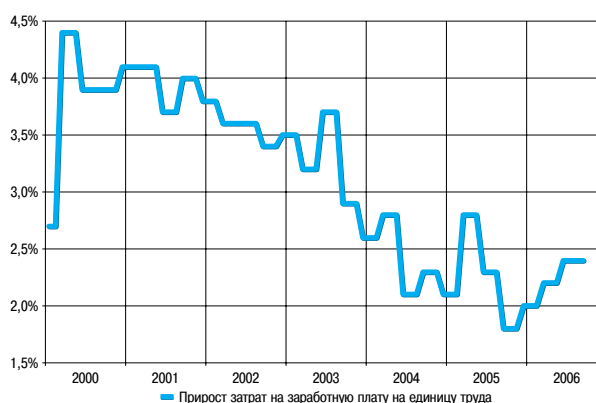
Кривая доходности рынка государственных ценных бумаг еврозоны в июле—октябре 2006 г. становилась более полой: доходности по краткосрочным финансовым инструментам росли, а по долгосрочным — снижались.

Рост доходностей по краткосрочным финансовым инструментам был вызван ожиданиями участников рынка относительно дальнейшего повышения ставок ЕЦБ.

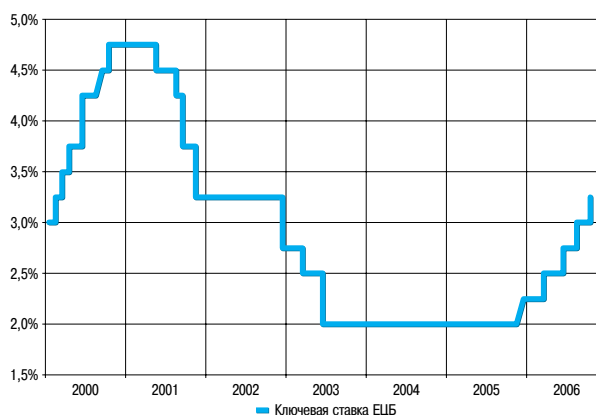
Инфляция в еврозоне в сентябре—октябре 2006 г. впервые почти за два года оказалась в целевом диапазоне ЕЦБ



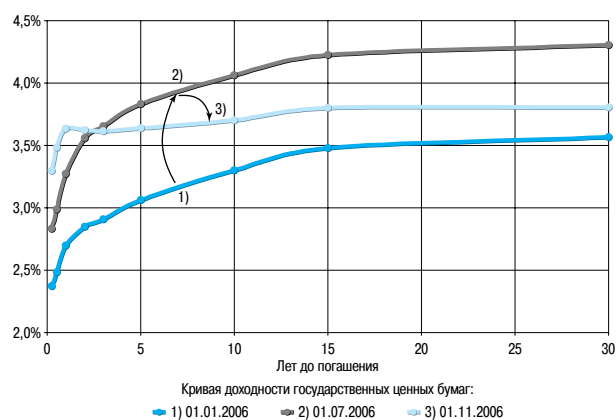
Инфляционное давление со стороны зарплат остается сравнительно небольшим



На фоне стабильного экономического развития стран еврозоны ЕЦБ продолжал повышать ключевую ставку



Кривая доходности рынка ГЦБ еврозоны в июле—октябре 2006 г. становилась более полой: доходности по краткосрочным финансовым инструментам росли, а по долгосрочным — падали



Наиболее вероятной причиной снижения долгосрочных доходностей является влияние избыточной мировой ликвидности и формирующихся у участников рынка ожиданий замедления роста мировой экономики в среднесрочной перспективе.

1.4. Великобритания

Четыре квартала подряд (с конца 2005 г. по сентябрь 2006 г.) экономика Великобритании находилась на подъеме. По итогам девяти месяцев 2006 г. темпы роста ВВП достигли 2,8% в годовом выражении, что выше среднего долгосрочного уровня. Повышение темпов роста ВВП, а также увеличение доли предприятий, работающих на полной мощности, свидетельствуют о том, что экономика близка к потенциальному уровню выпуска.

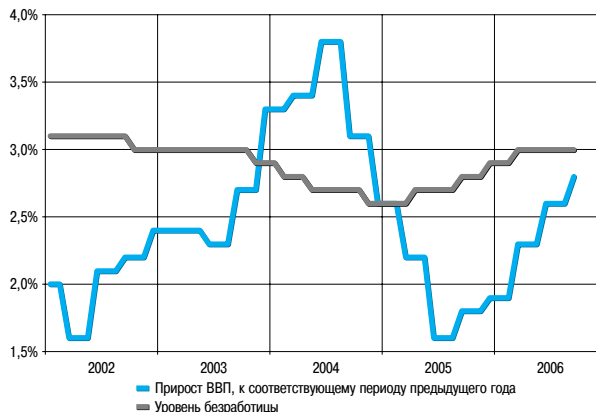
Основными факторами экономического подъема в 2006 г. были повышение потребительского спроса и благоприятная конъюнктура внешнего рынка. Рост мировой экономики, в том числе стран еврозоны, привел к устойчивому увеличению экспорта.

Повышение доступности ипотечных кредитов, а также дополнительный спрос на недвижимость со стороны иммигрантов стимулировали ускоренное развитие рынка недвижимости. По итогам III квартала 2006 г. средняя стоимость дома возросла на 7—10%. В результате роста цен на рынке недвижимости увеличился объем кредитов на потребительские цели под залог имущества. Это способствовало расширению потребительского спроса.

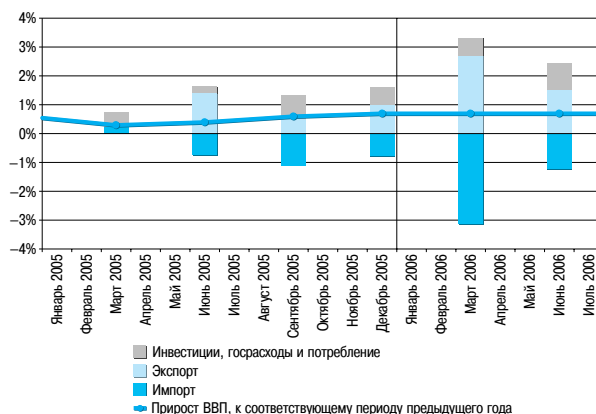
Несмотря на рост деловой активности, уровень безработицы продолжал повышаться. Это было связано в первую очередь с увеличением предложения на рынке труда: ростом численности экономически активного населения внутри страны и притоком иммигрантов из стран Восточной Европы.

Увеличение объемов кредитования и цен активов, выступающих обеспечением по кредитам, привело к ускорению темпа роста денежной массы³ до 14,5% в годовом выражении по итогам III квартала 2006 года. Основная часть прироста денежного предложения при-

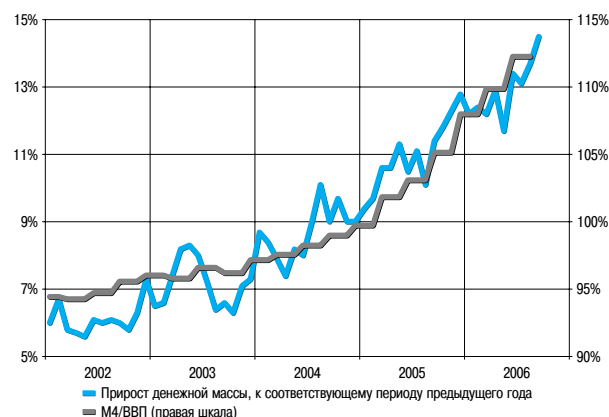
Темпы роста ВВП Великобритании в 2006 году продолжали расти. Несмотря на это, уровень безработицы повышается



Основными факторами экономического подъема стали оживление потребительского спроса и рост объемов экспорта

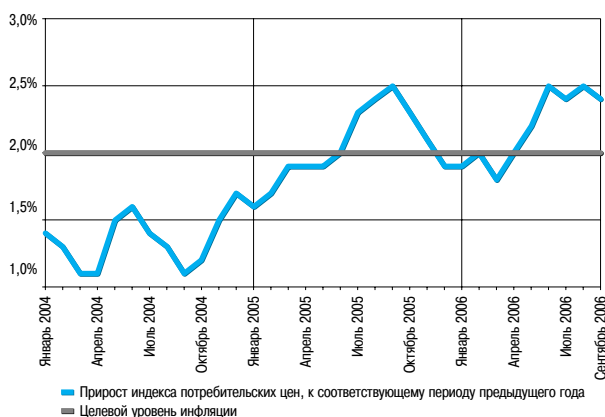


Темпы роста денежной массы продолжают увеличиваться, создавая дополнительный риск ускорения инфляции

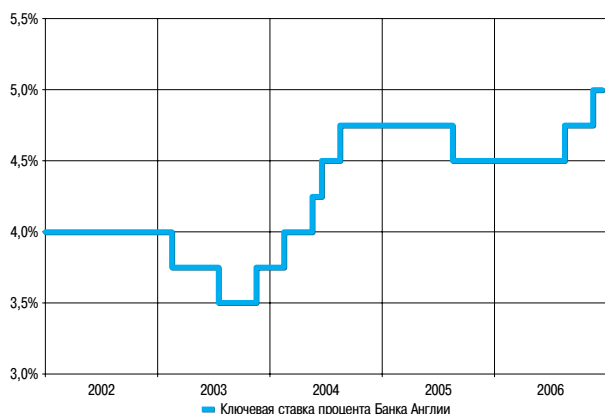


³ В качестве показателя денежной массы используется денежный агрегат M4.

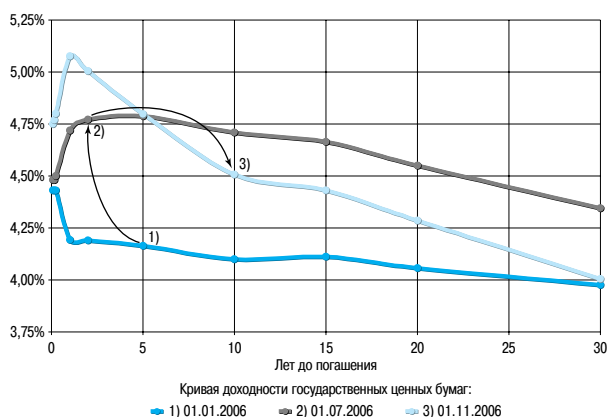
Темпы инфляции превысили целевой уровень



В ответ на ускорение инфляции, темпов роста денежной массы и потребительских расходов Банк Англии в 2006 году дважды повышал ключевую ставку...



...что отразилось в росте доходности по краткосрочным обязательствам



шла на депозиты небанковских финансовых организаций. Это может стимулировать дальнейшее увеличение цен активов. В целом ускоренный рост денежной массы по отношению к ВВП может привести к усилению инфляционного давления.

Значение *индекса потребительских цен* на конец III квартала 2006 г., которое составило 2,4% в годовом выражении, оказалось выше ожидаемого участниками рынка. Согласно прогнозам рост цен на коммунальные услуги, продукты питания и образовательные услуги приведет к тому, что в III квартале 2007 г. уровень инфляции будет превышать целевой ориентир, установленный Банком Англии (2,0%). В дальнейшем в случае замедления экономического роста возможно снижение инфляционного давления.

В течение 2006 г. на фоне ускорения экономического роста, значительного увеличения денежной массы и повышения инфляции до значения, превышающего целевое, Банк Англии дважды принимал решение об увеличении *ключевой ставки*: в начале августа ставка была повышена с 4,50 до 4,75%, а 9 ноября — с 4,75 до 5,00%.

Ставший традиционным отрицательный наклон *кривой доходности* рынка государственных ценных бумаг на средне- и долгосрочном сегментах связан с высоким спросом на инструменты с соответствующими сроками до погашения со стороны крупных институциональных инвесторов, прежде всего пенсионных фондов. В 2006 г. дефицит предложения долгосрочных облигаций привел к еще большему снижению доходности по этим бумагам по сравнению с доходностью краткосрочных облигаций.

1.5. Япония

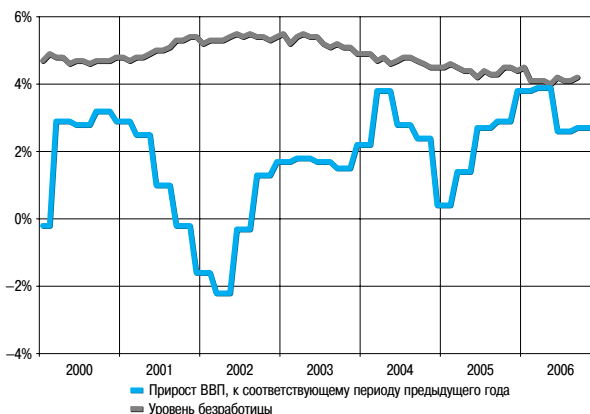
Экономическая ситуация в Японии остается стабильной, несмотря на некоторое замедление роста ВВП относительно начала года: в III квартале 2006 г. он составил 2,7% (в I квартале — 3,9%, во II квартале — 2,6%). Уровень безработицы в течение 2006 г. колебался в пределах от 4,0 до 4,2%.

Основной причиной замедления экономического роста стало снижение государственных расходов. Данный фактор продолжит оказывать негативное влияние на динамику ВВП в 2007 г., так как в октябре 2006 г. новый премьер-министр Японии, обеспокоенный значительным дефицитом бюджета, объявил о намерении проводить политику сокращения государственных расходов.

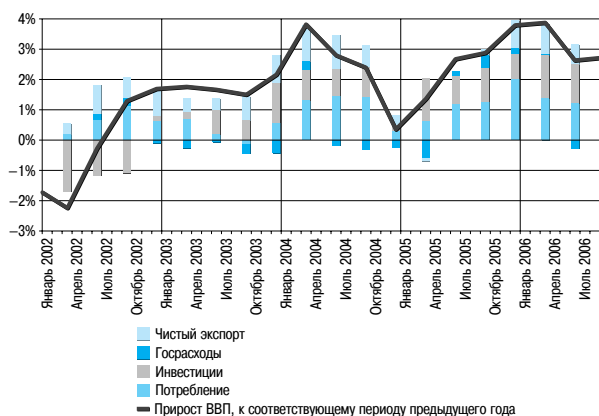
Факторами экономического роста Японии выступают:

- Увеличение *инвестиций в основные средства* в ожидании расширения потребительского спроса в конце 2006—2007 году.
- Рост потребительских расходов, вклад которых в прирост ВВП в первом полугодии 2006 г. превысил 1 процентный пункт. В III квартале, однако, он значительно снизился из-за необычно плохой погоды.
- Увеличение *чистого экспорта* на фоне снижения *реального эффективного курса* иены. За период действия политики нулевых ставок (с 2001 г. до середины 2006 г.) иена в реальном выражении обесценилась более чем на 20%. Объем *чистого экспорта* в реальном выражении за этот период вырос более чем в 2 раза.

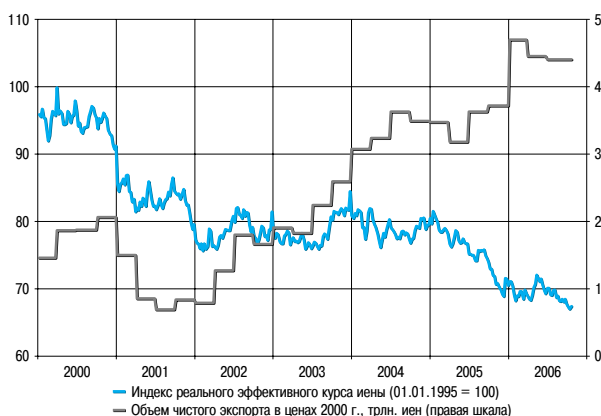
Экономическая ситуация в Японии остается стабильной, несмотря на замедление роста ВВП



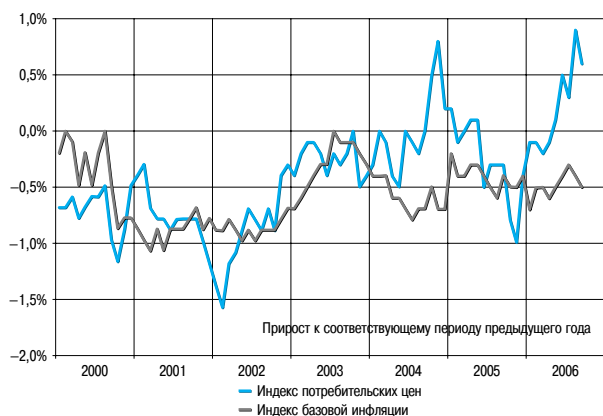
Основным фактором замедления экономического роста является снижение государственных расходов



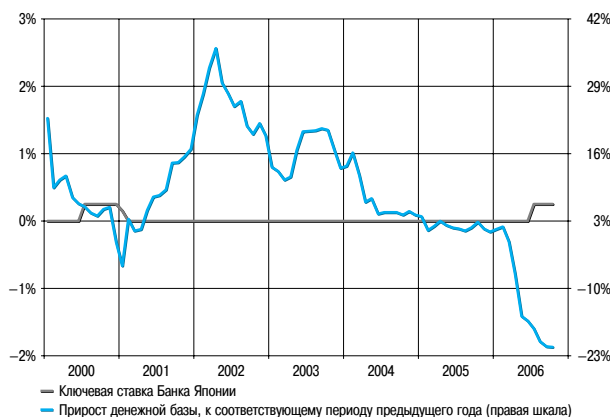
Обесценение иены, способствуя увеличению чистого экспорта, стимулирует экономический рост



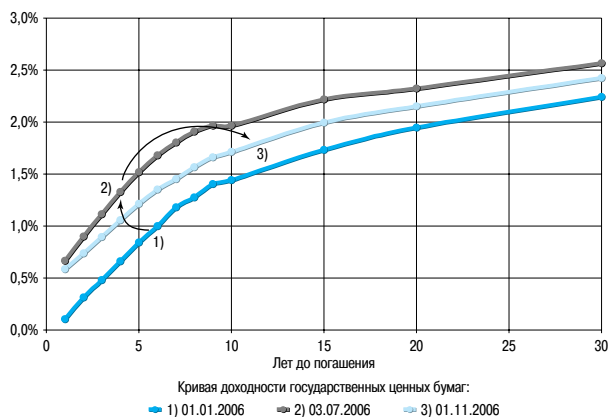
С мая 2006 года в Японии наблюдается устойчивый рост цен



Одновременно с этим Банк Японии завершил стимулирование экономического роста за счет расширения денежной базы, а в июле 2006 года поднял ключевую ставку



В июле—октябре 2006 года разность между краткосрочными и долгосрочными ставками рынка государственных ценных бумаг сокращалась и кривая доходности становилась более пологой



После периода дефляции в японской экономике, сопровождавшегося рецессией, с мая 2006 г. наблюдался устойчивый рост цен.

Одновременно с этим Банк Японии завершил политику стимулирования экономического роста за счет расширения денежной базы, проводимую последние три года, а в июле 2006 г. впервые за 6 лет повысил ключевую ставку до 0,25%.

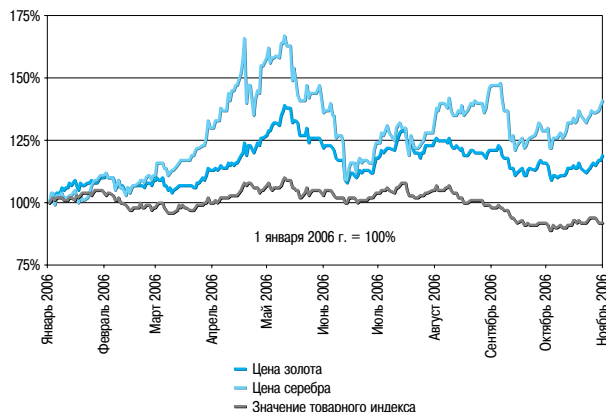
Опасаясь возврата экономики в состояние дефляции, Банк Японии крайне осторожно относится к политике повышения ставки. Однако устойчивое развитие экономики Японии в рассматриваемый период и динамика показателя инфляции указывают на высокую вероятность начала серии повышений ставки. В октябрьском выпуске «Прогноза динамики цен и экономической активности» Банк Японии представил положительную оценку макроэкономической динамики и вновь подтвердил намерение постепенно ужесточать денежно-кредитную политику.

На фоне дальнейшего снижения безработицы и устойчивого роста цен аналитики ожидают повышения ключевой ставки до 0,5% в январе 2007 года.

Динамика ожиданий участниками рынка дальнейшего повышения ставки Банком Японии влияла на форму кривой доходности рынка ГЦБ: краткосрочные процентные ставки, близкие к нулю в период стимулирования экономического роста за счет расширения денежной базы, повышались. В то же время рост долгосрочных ставок сдерживался значительными вложениями страховых компаний в долгосрочные государственные облигации.

1.6. Рынок золота

Золото и серебро стали одними из самых доходных товарных активов по итогам 10 месяцев 2006 года...



...однако риск вложений существенно увеличился



Основной причиной повышения котировок и увеличения волатильности цены золота стал рост спекулятивного спроса

В отличие от первой половины 2006 г., когда цены золота и других драгоценных металлов динамично росли, достигая многолетних максимумов, в III квартале преобладала тенденция к снижению котировок. Тем не менее средний уровень цены золота в январе—октябре 2006 г. вырос до 600 долл. США за унцию по сравнению с 436 долл. США за унцию годом ранее. По итогам 10 месяцев 2006 г. доходность вложений в золото существенно превысила среднюю доходность вложений в товары⁴ — цена металла увеличилась по сравнению с началом года почти на 20%.

Одновременно с ростом котировок наблюдалось существенное увеличение волатильности цены золота, а значит, и уровня риска вложений: в январе—октябре 2006 г. диапазон колебаний цены золота расширился по сравнению с предыдущим годом более чем в 3 раза.

Основной причиной как стремительного повышения котировок, так и увеличения их волатильности являлся рост спекулятивного спроса на золото со стороны профессиональных участников рынка (прежде всего инвестиционных фондов). С одной стороны, это стало следствием усиления интереса инвесторов к вложениям в товары в целом на фоне роста мировой экономики и спроса со стороны стран с формирующимися рынками, в частности Китая. С другой стороны, с усилением геополитической напряженности и нестабильности финансовых рынков развивающихся стран, а также ростом ожиданий ускорения инфляции и обесценения ведущих мировых валют предпочтения инвесторов сместились в сторону золота, так как оно может рассматриваться как альтернатива вложениям в финансовые активы.

⁴ Доходность вложений в золото сравнивалась с изменением товарного индекса Reuters CRB Index.

Возможность дальнейшего повышения цен на драгоценные металлы в случае роста цен на энергоносители или усиления геополитической нестабильности сохраняется

Значения котировок золота, наблюдавшиеся в 2006 г., существенно превышают долгосрочный уровень цен, который составляет, по оценкам, 400—440 долл. США за унцию⁵. Однако в ближайшей перспективе роль нефундаментальных (спекулятивных) факторов формирования цены будет по-прежнему значительной. Таким образом, сохраняется возможность дальнейшего повышения цен на драгоценные металлы в случае роста цен на энергоносители или усиления геополитической нестабильности.

⁵ Прогнозные интервалы приведены на основе данных Barclays Capital и UBS по состоянию на конец октября 2006 года.

2. УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ БАНКА РОССИИ В РЕЗЕРВНЫХ ВАЛЮТАХ В ПЕРВОМ ПОЛУГОДИИ 2006 ГОДА

В соответствии с пунктом 7 статьи 4 Федерального закона от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» Банк России осуществляет эффективное управление **золотовалютными резервами Банка России**⁶. Управление активами Банка России в золоте, входящими в золотовалютные резервы Банка России, осуществляется обособленно от портфеля активов Банка России в резервных валютах⁷.

Активы Банка России в золоте представляют собой *монетарное золото*, остатки на обезличенных металлических счетах в золоте, а также депозиты в золоте, размещенные у иностранных контрагентов. За первое полугодие 2006 г. рыночная стоимость активов в золоте возросла с 8,62 до 10,53 млрд. долл. США.

Активы Банка России в резервных валютах представляют собой требования Банка России к зарубежным контрагентам 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.

Активы Банка России в резервных валютах предназначены для использования в целях реализации мер курсовой политики (совершения интервенций на внутреннем валютном рынке), осуществления платежей по поручению Федерального казначейства (например, платежей по государственному внешнему долгу России), поддержания доверия к национальной валюте и получения дохода от инвестирования. Активы Банка России в резервных валютах состав-

ляют основную часть величины золотовалютных резервов Банка России.

Указанные цели использования резервных активов являются основой для принятия стратегических и тактических решений по их управлению, включая выбор приемлемого уровня риска, валютной структуры, перечня разрешенных для инвестирования инструментов. Целью управления резервными активами для Банка России, как и для других центральных банков, является обеспечение оптимального сочетания их сохранности, ликвидности и доходности.

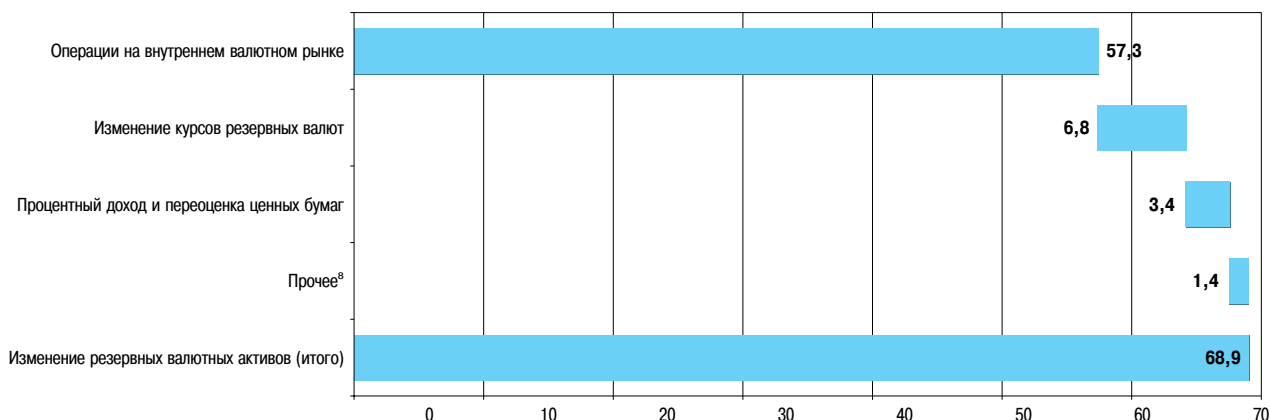
Приведенные направления возможного использования резервных активов и соответствующие им цели управления определяют весьма консервативный подход к принятию Банком России на себя основных видов финансовых рисков (рыночного риска, то есть валютного и процентного рисков, кредитного риска, риска ликвидности) при инвестировании резервных активов. Уровень принимаемых рисков, соответственно, определяет потенциальную доходность от инвестирования.

Изменение величины активов в резервных валютах. За первое полугодие 2006 г. активы Банка России в резервных валютах выросли на 68,9 млрд. долл. США (39,8%) — до 241,9 млрд. долл. США. Основным фактором их роста являлась покупка Банком России иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, объем которой составил 57,3 млрд. долл. США. На динамику объема *активов Банка России в резервных валютах* оказывали влияние также поступавшие доходы от операций с ними и изменение курсов *резервных валют* к доллару США. Вклад различных факторов в изменение величины активов в резервных валютах показан на рисунке 2.1.

⁶ *Золотовалютные резервы Банка России* (определенные в целях настоящего обзора) — 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.

⁷ Здесь и далее приведенные показатели рассчитаны по методологии управленческой отчетности и могут отличаться от данных, рассчитанных по методологии платежного баланса и денежного обзора, а также данных балансового учета.

Рисунок 2.1. Факторы изменения величины активов Банка России в резервных валютах в первом полугодии 2006 года (млрд. долл. США)



Портфели активов в резервных валютах.

Для достижения оптимального сочетания уровня ликвидности и доходности *активов Банка России в резервных валютах* в их составе выделяются два портфеля, сгруппированные по видам инструментов. **Операционный портфель** включает в себя краткосрочные активы в виде остатков на корреспондентских счетах, срочных депозитов, сделок РЕПО, краткосрочных бескупонных (дисконтных)

ценных бумаг. **Инвестиционный портфель** включает в основном долгосрочные активы в виде купонных ценных бумаг иностранных эмитентов. Долгосрочные ценные бумаги обладают большим потенциалом получения дохода за длительный период инвестирования, однако для них характерен и больший уровень процентного риска. Кроме того, в управленческих целях активы в резервных валютах группируются по видам валют.

Таблица 2.1. Изменение величины активов операционного и инвестиционного портфелей активов Банка России в резервных валютах за первое полугодие 2006 года (млрд. долларов США)

	На начало периода	На конец периода	Изменение за период	Прирост за период, %
Активы операционного портфеля	143,1	195,4	52,3	36,6
Активы инвестиционного портфеля	29,9	46,5	16,5	55,3
Итого	173,0	241,9	68,9	39,8

Валютная структура резервных активов.

В течение первого полугодия 2006 г. резервные активы Банка России были номинированы в следующих *резервных иностранных валютах*: доллар США, евро, фунт стерлингов Соединенного королевства, японская иена, швейцарские франки⁹. У Банка России в рассматриваемый период имелись также обязательства, выраженные в иностранных валютах (остатки на счетах клиентов в иностранных валютах и денежные средства, полученные 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. Принимаемый Банком России уровень валютного риска ограничивается нормативной валютной структурой валютных резервов Банка России, которая определяет целевые значения долей резервных валют в чистых резервных валютных активах и пределы допустимых отклонений от нее.

⁸ Статья, в частности, включает результат от операций с драгоценными металлами и нерезервными активами.

⁹ Активы Банка России в швейцарских франках и японских иенах незначительны.

Рисунок 2.2. Распределение активов Банка России в резервных валютах по видам валют по состоянию на конец первого полугодия 2006 года¹⁰

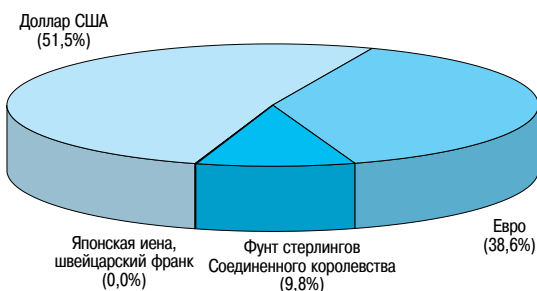
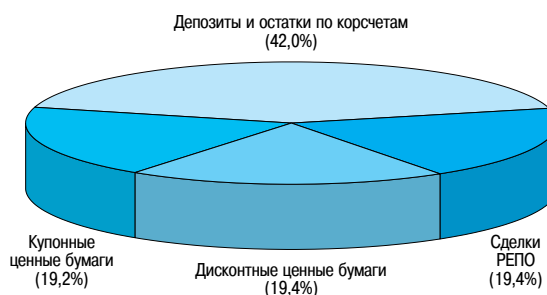


Рисунок 2.3. Распределение резервных валютных активов Банка России по видам инструментов по состоянию на конец первого полугодия 2006 года

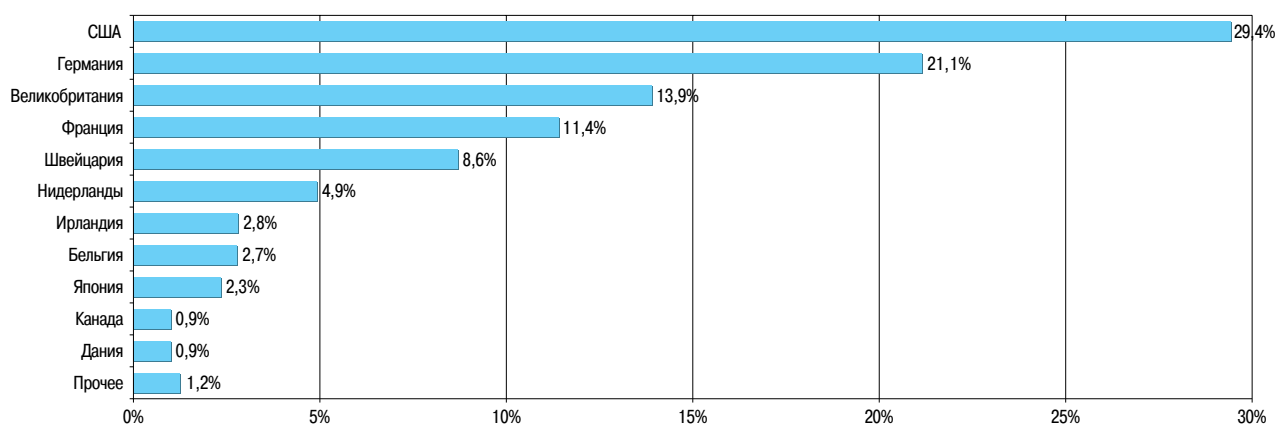


Структура активов в резервных валютах по видам инструментов. На конец первого полугодия 2006 г. наибольшая часть резервных активов Банка России состояла из депозитов и остатков на корсчетах (42,0%). Доли резервных активов, вложенных в сделки РЕПО, дисконтные и купонные ценные бумаги, были примерно равны.

Географическое распределение активов в резервных валютах. В рамках географического распределения, то есть распреде-

ления по принципу местонахождения головных организаций банковских групп — контрагентов Банка России по операциям с краткосрочными активами и стран нахождения эмитентов ценных бумаг, входящих в состав портфелей резервных валютных активов Банка России, лидером являются США, на долю которых приходится почти 30% объема резервных активов. Германия и Великобритания в этом распределении находятся на втором и третьем местах (21,1 и 13,9% соответственно).

Рисунок 2.4. Географическое распределение активов Банка России в резервных валютах по состоянию на конец первого полугодия 2006 года

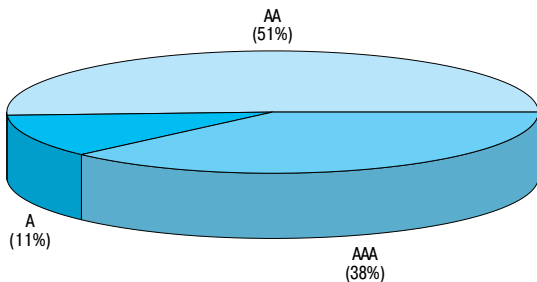


Распределение активов в резервных валютах по степени кредитного риска. Кредитный риск ограничивался лимитами, установленными на контрагентов Банка России, и требованиями, предъявляемыми к кредито-

му качеству эмитентов ценных бумаг, входящих в состав резервных активов Банка России. Распределение активов Банка России в резервных валютах по уровню кредитного риска представлено на рисунке 2.5.

¹⁰ Сумма долей резервных иностранных валют в резервных активах Банка России составляет менее 100% из-за округления.

Рисунок 2.5. Распределение резервных активов Банка России по кредитному рейтингу по состоянию на конец первого полугодия 2006 года¹¹



Доходность резервных валютных активов. Одним из способов оценки результатов управления активами Банка России в резервных валютах с точки зрения доходности является сравнение доходностей операционного и инвестиционного портфелей с доходностями нормативных портфелей (benchmark portfolios). **Нормативный портфель** представляет собой расчетный набор ценных бумаг, депозитов и иных разрешенных инструментов, составленный по определенным правилам. Для формирования нормативных портфелей ценных бумаг берутся все выпуски обращающихся ценных бумаг, которые разрешены для приобретения в портфели резервных активов. Определяется общая рыночная стоимость взятых выпусков ценных бумаг. Далее для каждого выпуска определяется его доля в нормативном

портфеле, рассчитываемая как отношение рыночной стоимости этого выпуска к рыночной стоимости всех взятых выпусков ценных бумаг. Сформированный таким образом нормативный портфель, по сути, представляет собой индекс долговых ценных бумаг, в целом характеризующий рынок долговых ценных бумаг, разрешенных для приобретения в портфели резервных валютных активов. Для нормативных портфелей краткосрочных активов берутся депозиты и сделки РЕПО разных сроков, веса которых задаются безотносительно к объему рынка этих инструментов. Соответственно инструменты в нормативный портфель в действительности не приобретаются, однако ежедневно в течение всего инвестиционного периода фиксируются их цены для того, чтобы в любой день в течение данного периода и по его окончании можно было подсчитать доходность нормативного портфеля. 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).

В таблице 2.2 приведены доходности фактических и нормативных портфелей резервных валютных активов за первое полугодие 2006 года¹².

Таблица 2.2. Доходность активов операционного и инвестиционного портфелей валютных резервов Банка России за первое полугодие 2006 года (в % за период)

Активы		Доллары США	Евро	Фунты стерлингов Соединенного Королевства
Операционного портфеля	фактического	2,28	1,29	2,27
	нормативного	2,30	1,24	2,14
Инвестиционного портфеля	фактического	0,74	—0,25	0,78
	нормативного	0,67	—0,26	0,68
Итого	фактического	2,03	1,06	1,92

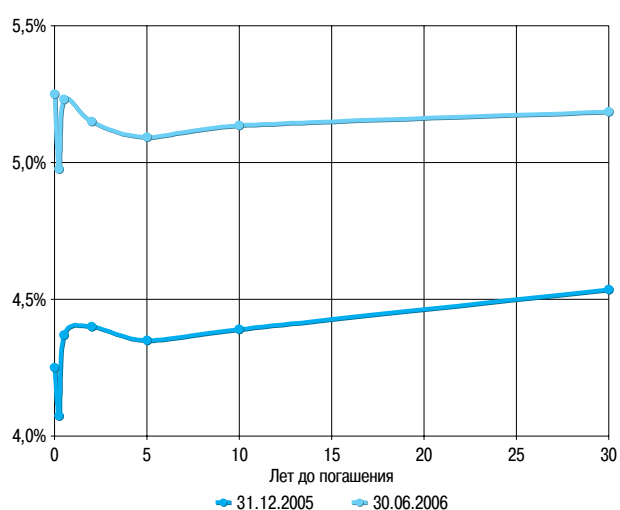
¹¹ Распределение построено на основе информации о рейтингах долгосрочной кредитоспособности, присвоенных контрагентам Банка России и эмитентам ценных бумаг, входящих в состав портфелей валютных резервов Банка России, рейтинговыми агентствами Fitch Ratings, Standard & Poor's и Moody's. Если рейтинги контрагента или эмитента по классификации указанных агентств различались, то во внимание принимался наихудший из присвоенных рейтингов. Распределение по рейтингу представлено по основным рейтинговым категориям "AAA", "AA", "A" без детализации рейтинговой шкалы внутри каждой категории.

¹² Доходности не приведены в процентах годовых (не аннуализированы) в связи с тем, что рассматривается период длительностью менее одного года.

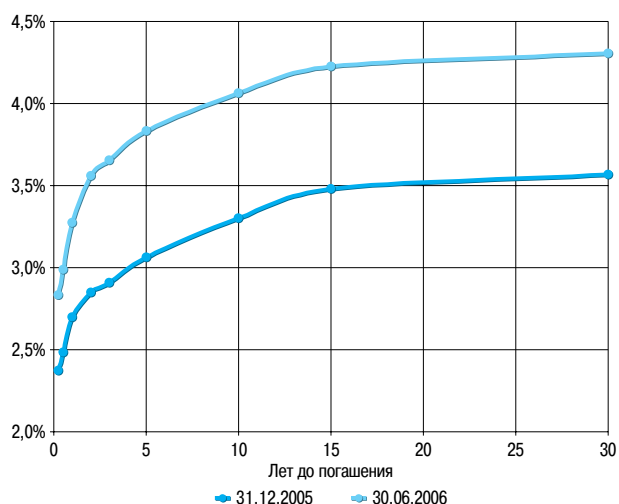
По итогам первого полугодия 2006 г. доходности инвестиционных портфелей, состоящих из долгосрочных долговых ценных бумаг, были ниже соответствующих доходностей операционных портфелей. Это связано с повышением общего уровня процентных ставок по долларам США, евро и фунтам стерлингов

Рисунок 2.6. Кривые доходностей рынка государственных ценных бумаг в США, ЭВС и Великобритании в первом полугодии 2006 года

(а) США



(б) Экономический и валютный союз

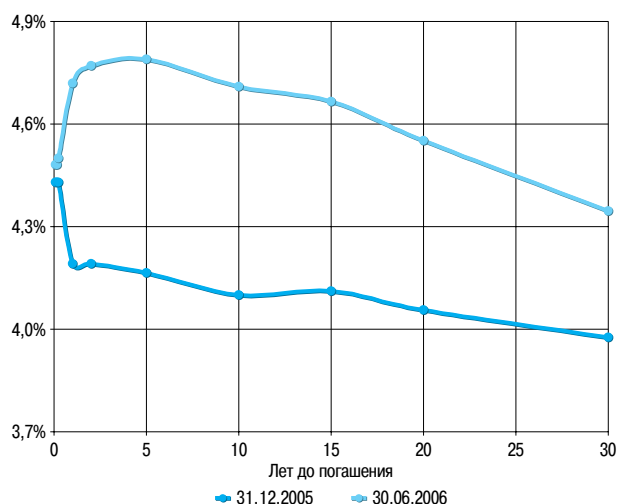


Соединенного Королевства, что отражается сдвигом вверх кривых процентных ставок (рисунок 2.6)¹³.

Операционные портфели состоят из долговых инструментов со сроком до погашения в основном менее полугодя. В связи с этим при повышении процентных ставок, во-первых, цены краткосрочных долговых инструментов в меньшей степени реагируют на изменения процентных ставок, чем цены долгосрочных долговых ценных бумаг, во-вторых — существует возможность реинвестировать активы операционных портфелей несколько раз в течение полугодического периода, причем каждый последующий раз под большую процентную ставку.

Фактическая доходность одновалютных частей активов Банка России в резервных активах (строка "Итого" в таблице 2.2) ближе к показателям доходности операционных портфелей, так как в течение первого полугодия 2006 г. в среднем 80% активов в резервных валютах инвестировались в краткосрочные долговые инструменты ввиду ожидавшегося и произошедшего за этот период повышения уровня процентных ставок.

(в) Великобритания



¹³ При увеличении процентных ставок цены долговых ценных бумаг снижаются, при понижении процентных ставок цены долговых ценных бумаг растут.

3. ГЛОССАРИЙ ТЕРМИНОВ И ОПРЕДЕЛЕНИЙ, ИСПОЛЬЗУЕМЫХ В ОБЗОРЕ

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, Великобритании, 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.

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.

Индекс потребительских цен

Основной индикатор инфляции. ИПЦ отражает изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые для непроизводственного потребления. Данный индекс рассчитывается как соотношение 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.

Монетарное золото

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

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.

Активы Банка России в резервных валютах

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.

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.

