

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

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

Выпуск 1 (13)

Москва
2010

При использовании материала ссылка на Центральный банк
Российской Федерации обязательна

© Центральный банк Российской Федерации, 2010
107016, Москва, ул. Неглинная, 12
e-mail: reservesmanagement@mail.cbr.ru

ПРЕДИСЛОВИЕ

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

В первом разделе приведены результаты управления валютными активами за период с июля 2008 по июнь 2009 г. включительно. В течение рассматриваемого периода основные подходы к управлению валютными активами, большинство изменений в структуре валютных активов, а также в значительной мере изменения динамики их доходности по-прежнему были обусловлены нестабильностью на мировых финансовых рынках.

Результаты управления валютными активами публикуются с временным лагом не

менее 6 месяцев. Чувствительность процессов ценообразования на мировых финансовых рынках к действиям крупнейших игроков (к которым, учитывая объем активов, можно отнести и Банк России) высока, и это особенно заметно в текущих рыночных условиях.

В приложении к настоящему выпуску приведен материал об эффективности управления золотовалютными резервами Банка России (по итогам проверки, проведенной Счетной палатой Российской Федерации), а также краткий обзор рынка немецких облигаций с покрытием — Pfandbriefe.

УВАЖАЕМЫЕ ЧИТАТЕЛИ!

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

1. Какова сфера Ваших профессиональных интересов?

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

- А. Да.
- Б. Нет.

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

- А. Управление валютными активами Банка России.
- Б. Приложения.

4. Считаете ли Вы оптимальной подробность изложения материала?

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

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

6. Любые другие замечания и предложения по данному обзору.

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

Благодарим за содействие.

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие	3
Содержание	5
Управление валютными активами Банка России с июля 2008 по июнь 2009 года	7
Приложение 1. Эффективность управления золотовалютными (международными) резервами Банка России (по итогам проверки, проведенной Счетной палатой Российской Федерации)	12
Приложение 2. Рынок немецких обеспеченных облигаций (Pfandbriefe)	14
Глоссарий	23

УПРАВЛЕНИЕ ВАЛЮТНЫМИ АКТИВАМИ БАНКА РОССИИ С ИЮЛЯ 2008 ПО ИЮНЬ 2009 ГОДА

Во II квартале 2009 г. тренды на мировых финансовых рынках изменили направление. После банкротства Lehman Brothers в сентябре 2008 г. последовал полугодовой период высокой волатильности и падения цен на основные активы, дальнейшее наращивание программ государственной поддержки и проведение сверхмягкой денежно-кредитной политики. Однако уже в марте к инвесторам вернулся аппетит к риску и на ведущих мировых рынках возобладала оптимистичные настроения.

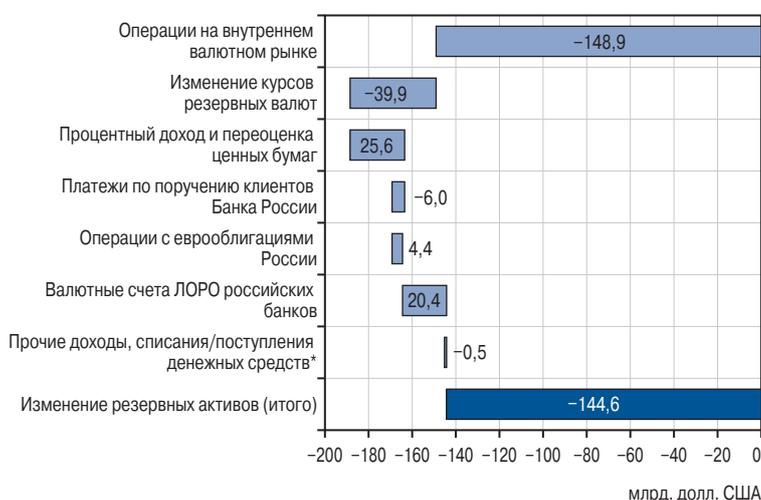
Основными трендами во II квартале 2009 г. стали ослабление доллара США, рост фондовых индексов и цен на биржевые товары, приток капитала на развивающиеся рынки и сужение кредитных спредов.

Новые тенденции в мировой экономике затронули и российские рынки. На фоне притока капитала и роста цен на основные товары отечественного экспорта на валютном рынке предложение иностранной валюты превысило спрос на нее. Девальвационные ожидания участников рынка сменились ожиданиями укрепления национальной валюты. В этих условиях рублевая стоимость бивалютной корзины начала снижаться, и в течение II квартала Банк России осуществлял операции по покупке иностранной валюты. В результате с апреля по июнь резервные активы выросли на 27 млрд. долл. США, что, однако, не компенсировало их снижения за предшествующие три квартала. За рассматриваемый период валютные активы уменьшились на 144,6 млрд. долл. США.

Следующим по значимости фактором изменения величины валютных активов стала валютная переоценка. Вклад данного компонента также имел противоположные знаки во II квартале 2009 г. и за рассматриваемый период в целом. Рост стоимости доллара США по отношению к другим резервным валютам в течение большей части рассматриваемого периода определил негативный вклад валютной переоценки в изменение валютных активов. В дальнейшем

За рассматриваемый период *валютные активы Банка России в резервных валютах*¹ (далее — валютные активы) сократились на 144,6 млрд. в долларовом эквиваленте – до 406,6 млрд. долл. США. Основным фактором уменьшения валютных активов в рассматриваемый период была продажа Банком России иностранной валюты на внутреннем валютном рынке (см. рисунок 1.1). Дополнительными факторами, повлиявшими на динамику резервных активов, стали получение дохода от операций с активами Банка России в иностранной валюте и драгоценных металлах, изменение курсов к доллару США остальных *резервных валют* (последний фактор оказал на их динамику понижающее воздействие), операции с еврооблигациями Российской Федерации, а также открытие Банком России ЛОРО-счетов в иностранной валюте российским коммерческим банкам.

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



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

Распределение активов Банка России в резервных валютах по видам валют. Валютные активы Банка России в течение рассматриваемого периода были номинированы в долларах США, евро, фунтах стерлингов Соединенного Королевства и японских иенах (см. рисунок 1.2). У Банка России имелись также обязательства, выраженные в резервных валютах: остат-

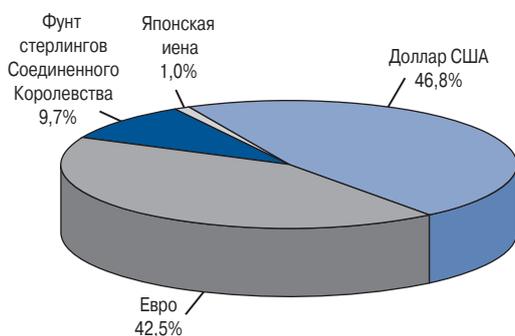
¹ Данные по валютным активам включают в себя нерезервные активы: российские еврооблигации, депозиты в иностранной валюте в российских банках и прочие активы в иностранных валютах.

низкая стоимость финансирования в долларах США и повышение спроса на высокодоходные активы привели к росту привлекательности трансграничных операций, и как следствие – к снижению курса доллара США к основным мировым валютам. В результате вклад валютной переоценки во II квартале существенно улучшил итоговый показатель.

Несмотря на усиление оптимистичных настроений, мировая экономика еще находится в состоянии рецессии, и риски неблагоприятного развития ситуации сохраняются. Среди факторов нестабильности в первую очередь следует отметить слабость рынка труда и недвижимости в ведущих странах, сохранение на балансах кредитных организаций «токсичных» активов, рост кредитных и суверенных рисков, неопределенность в отношении устойчивости наметившегося экономического роста и планов по сворачиванию антикризисных программ.

В этих условиях в отношении управления валютными активами Банк России сохранил принципы, применяемые и в период зарождения кризиса: диверсификация валютной структуры, минимизация кредитного риска и минимизация рыночных рисков.

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



Минимизация кредитного риска осуществлялась преимущественно за счет поддержания значительной доли государственных ценных бумаг при небольшой доле депозитов в коммерческих банках...

ки на счетах клиентов, включая счета Федерального казначейства в Банке России, остатки на валютных ЛОРО-счетах коммерческих банков и денежные средства, полученные по операциям РЕПО с иностранными контрагентами¹.

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

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

Структура валютных активов по видам инструментов. По состоянию на 30 июня 2009 г. валютные активы Банка России были инвестированы в следующие классы инструментов: депозиты и остатки на корреспондентских счетах – 7,7%, сделки РЕПО – 5,2%, ценные бумаги иностранных эмитентов – 87,1% (см. рисунок 1.3). Ценные бумаги иностранных эмитентов представляют собой купонные государственные облигации, эмитированные, в частности, США, Германией, Соединенным Королевством, Францией, Японией, а также бескупонные и купонные ценные бумаги государственных агентств.

Географическое распределение валютных активов по состоянию на 30 июня 2009 г. представлено на ри-

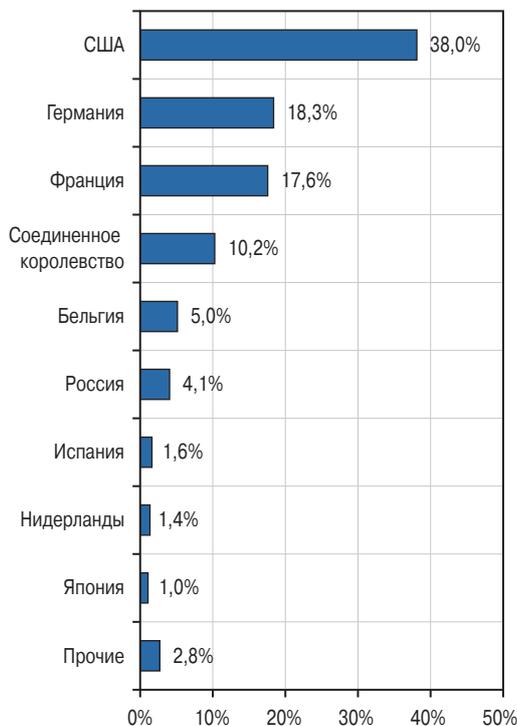
¹ Денежные средства, полученные по операциям прямого РЕПО с иностранными контрагентами, в расчет валютных резервных активов не включаются.

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



...большой доли стран, рынки государственных ценных бумаг которых являются базовыми для ценообразования других ценных бумаг в соответствующей валюте...

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



сунке 1.4. На США приходилось 38,0% активов, Германию – 18,3%, Францию – 17,6%, Соединенное Королевство – 10,2%, на остальные страны – 15,9%.

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

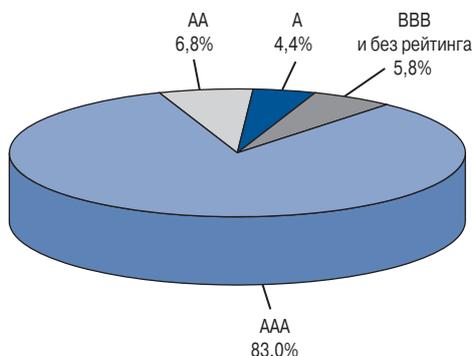
Распределение валютных активов по степени кредитного риска. Кредитный риск ограничивался лимитами, установленными на контрагентов Банка России, а также требованиями, предъявляемыми к кредитному качеству эмитентов ценных бумаг, входящих в состав резервных валютных активов Банка России. Минимально допустимый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

Состав портфелей валютных активов Банка России в зависимости от их *кредитного рейтинга* приведен на рисунке 1.5. По состоянию на 30 июня 2009 г. активы с рейтингом «AAA» составляли 83,0% всех валютных активов, с рейтингом «AA» – 6,8%, с рейтингом «A» – 4,4%, с рейтингом «BBB»¹ – 4,1%. Доля депозитов в Банке международных расчетов и денежных средств, размещенных по сделкам обратного РЕПО с контрагентами без кредитных рейтингов, составила 1,7%. Распределение построено на основе информации о рейтингах долгосрочной кредитоспособности, присвоенных головным конторам банковских групп – контрагентов Банка России по операциям денежного рынка и эмитентам ценных бумаг, входящих в состав валютных активов Банка России, рейтинговыми агентствами Fitch Ratings, Standard & Poor's и Moody's. Если рейтинги контрагента или эмитента по классификации указанных агентств различались, во внимание принимался наиболее низкий рейтинг. Распределение по

¹ Российские еврооблигации, валютные депозиты в российских банках и VTB Europe.

...большой доли инструментов с наивысшим кредитным рейтингом.

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



На второе полугодие 2008 г. пришла основная часть цикла снижения ключевых ставок центральными банками по всему миру. Крайне мягкая денежно-кредитная политика сохранялась и в первом полугодии 2009 года. В результате снижения ставок и эффекта «бегства в качество» на рынках государственных облигаций также наблюдалось масштабное снижение доходностей. При этом основное снижение произошло в первой половине рассматриваемого периода, тогда как в 2009 г. на отдельных рынках наблюдалось даже незначительное повышение доходности.

В результате доходность по одновалютным нормативным портфелям по итогам первого полугодия 2009 г. оказалась заметно ниже, чем по итогам второго полугодия 2008 г., однако в целом за период осталась сравнительно высокой.

уровню кредитного риска представлено по основным рейтинговым категориям «AAA», «AA», «A», «BBB» без детализации рейтинговой шкалы внутри каждой категории¹.

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

Нормативный портфель представляет собой набор инструментов, сформированный путем присвоения определенного веса (доли) в портфеле каждому инструменту, соответствующему установленным внутренними документами Банка России требованиям.

В качестве показателя процентного риска, то есть риска финансовых потерь вследствие изменений процентных ставок по каждой из резервных валют, использовалась *дюрация*. Для ограничения процентного риска устанавливались пределы изменения эффективной дюрации портфелей валютных активов Банка России (до 15.01.2009 – пределы отклонений эффективной дюрации фактических портфелей валютных активов Банка России от аналогичных показателей нормативных портфелей).

Доходность и эффективная дюрация фактических портфелей и соответствующих им нормативных портфелей оценивались на ежедневной основе. Показатели доходности учитывали как реализованные доходы, так и изменения в стоимости входящих в портфели активов. Доходность оценивалась отдельно по каждому одновалютному портфелю. Показатели доходности портфелей валютных резервов Банка России за рассматриваемый период даны в таблице 1.1.

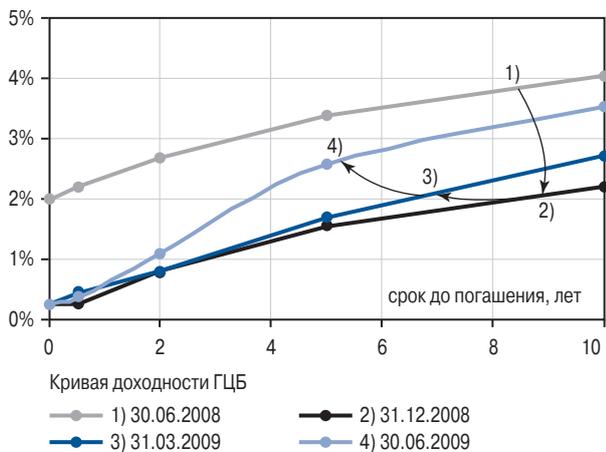
Таблица 1.1. Доходность резервных и нерезервных валютных активов Банка России с июля 2008 по июнь 2009 г. (% годовых)

Активы	Доллары США	Евро	Фунты стерлингов	Японские иены
Фактическая доходность одновалютных портфелей валютных активов	3,6	7,1	9,5	1,2
Нормативная доходность одновалютных портфелей валютных активов	3,8	6,8	9,3	1,2

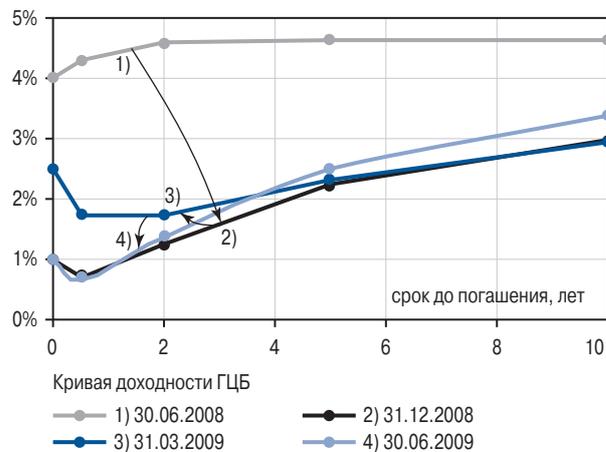
¹ Дополнительно для сравнения рейтингов долгосрочной кредитоспособности внутри каждой рейтинговой категории используются знаки «+» или «-» для рейтинговой шкалы Standard & Poor's и Fitch Ratings и цифры 1, 2, 3 — для рейтинговой шкалы Moody's.

Кривые доходности рынка государственных ценных бумаг в США, еврозоне, Соединенном Королевстве и Японии

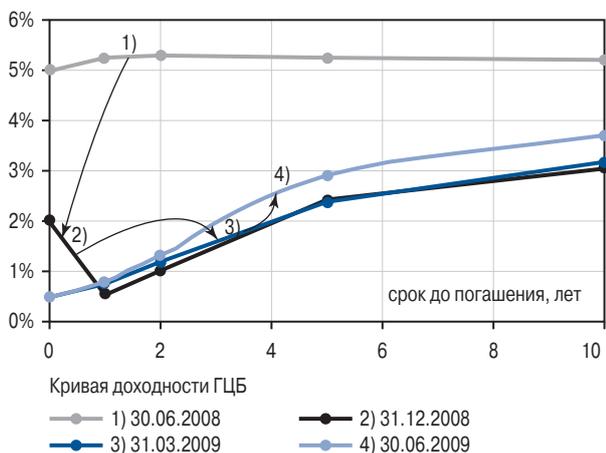
а) США



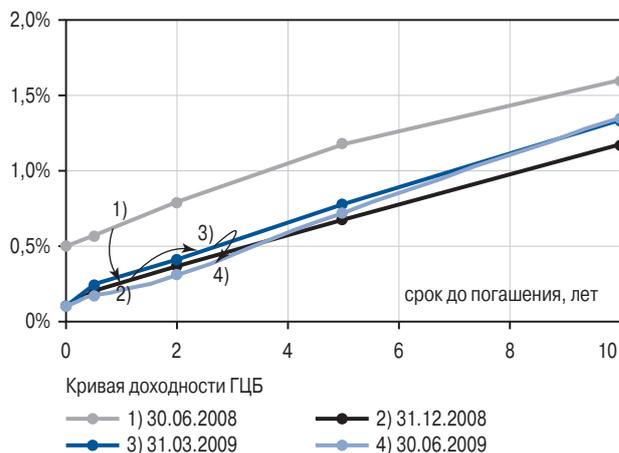
б) еврозона



в) Соединенное Королевство



г) Япония



Приложение 1

ЭФФЕКТИВНОСТЬ УПРАВЛЕНИЯ ЗОЛOTOВАЛЮТНЫМИ (МЕЖДУНАРОДНЫМИ) РЕЗЕРВАМИ БАНКА РОССИИ (ПО ИТОГАМ ПРОВЕРКИ, ПРОВЕДЕННОЙ СЧЕТНОЙ ПАЛАТОЙ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ)

Золотовалютными (международными) резервами (далее – ЗВР) страны называются внешние финансовые 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 для других схожих целей (таких, как сохранение валютной и экономической стабильности в стране, обеспечение основы для финансирования иностранных заимствований).

Существенный объем и адекватность структуры ЗВР свидетельствуют о финансовом благополучии их владельца и оказывают стабилизирующее воздействие на экономику страны.

Еще в начале 2001 г. объем ЗВР Российской Федерации был незначителен и составлял 27,9 млрд. долл. США; по размеру золотовалютных резервов мы находились в конце второго десятка стран мира.

Благодаря проводимой в последующие годы экономической и денежно-кредитной политике на начало 2006 г. размер ЗВР составил 182,2 млрд. долл. США. В этом же году Россия вышла на третье место в мире по их объему.

За 2006–2008 гг. ЗВР Российской Федерации выросли на 244,9 млрд. долл. США, или в 2,3 раза. С учетом существенного увеличения объемов и широкого спектра операций Банка России с финансовыми инструментами проведение Банком России операций на внешнем и внутреннем финансовых рынках требует повышенного внимания с точки зрения выявления рисков и управления ими, а также надлежащей организации контрольных процедур.

Деятельность Банка России на финансовых рынках является областью повышенного риска, и любой ущерб, нанесенный Банку России в этой области, влечет за собой крайне негативные и существенные последствия для национальных интересов и экономики России.

В этих условиях весьма актуальными являются вопросы эффективного управления ЗВР и информационной открытости Банка России в данной области.

Управление ЗВР реализуется в деятельности Банка России по размещению резервных валютных активов и золота на международных финансовых рынках.

Целью деятельности по управлению ЗВР Банка России является обеспечение оптимального сочетания сохранности, ликвидности и доходности активов, обеспечивающих внешнюю ликвидность, то есть способность страны своевременно, без перебоев погашать причитающиеся другим странам платежи.

Проведенное Счетной палатой Российской Федерации контрольное мероприятие «Проверка финансово-хозяйственной деятельности Центрального банка Российской Федерации (Банка России) за 2006–2008 годы в части эффективности управления золотовалютными (международными) резервами Банка России» показало следующее.

1. Проверка и анализ вопросов эффективности управления золотовалютными резервами Российской Федерации, определяемой как оптимальное сочетание сохранности, ликвидности и доходности резервных активов, позволяют сделать вывод о том, что законодательно возложенная на Банк России функция – осуществление эффективного управления золотовалютными резервами – в целом выполнялась.

Сохранность ЗВР обеспечивается надлежащим функционированием в Банке России

системы управления рисками, возникающими при проведении операций с золотовалютными резервами, основанной на существующей внутренней нормативной базе Банка России, а также на своевременном принятии решений Комитетом Банка России по денежно-кредитной политике. Организация в Банке России работы по контролю за рисками по операциям с активами в иностранной валюте и драгоценных металлах осуществляется в соответствии с требованиями действующего законодательства Российской Федерации и нормативными актами Банка России.

Ликвидность резервных активов обеспечивается Банком России путем минимизации рисков неликвидности финансового инструмента и неликвидности рынка и достигается за счет диверсификации структуры резервных активов.

Анализ доходности резервных активов позволяет говорить об эффективном в целом управлении Банком России резервными активами с точки зрения требований, установленных действующими актами Банка России.

2. Банк России осуществлял управление ЗВР с точки зрения их физической сохранности: была обеспечена сохранность монетарного золота, а также активов, выраженных в золоте.

Анализ организации внутреннего контроля операций на финансовых рынках показал, что существующая система внутреннего контроля по указанным операциям позволяет Банку России справляться с текущим объемом операций на финансовых рынках с достаточной эффективностью.

3. По мнению Счетной палаты Российской Федерации, в целом нормативно-правовая база Банка России по вопросам управления ЗВР требует доработки и совершенствования:

– в законодательстве Российской Федерации вопросы, касающиеся золотовалютных резервов, регулируются двумя законами: «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» и «О драгоценных металлах

и драгоценных камнях») содержится недостаточно норм и положений, регулирующих статус золотовалютных резервов;

– понятия «золотовалютные резервы Банка России» и «золотовалютные резервы Российской Федерации», вопросы приобретения, владения, распоряжения, использования (размещения), обслуживания, сохранности и отражения в учете золотовалютных (международных) резервов регламентируются внутренними документами Банка России. Как показала проверка, эти вопросы регламентируются внутренними документами Банка России недостаточно четко и не в полной мере.

Отдельно хотелось бы остановиться на таком активе, входящем в состав ЗВР, как золото, который, на наш взгляд, недооценивается Банком России.

Объем монетарного золота Российской Федерации за 2006–2008 гг. вырос с 386,9 до 519,6 т (или на 34,3%), в том числе монетарного золота Банка России – с 354,5 до 485,5 т (или на 37,0%). Банком России было приобретено 142,7 т монетарного золота, из них 108,3 т – на внутреннем вторичном рынке у банков-резидентов (в том числе 159 кг – у золотодобывающей компании ЗАО «Полюс Золото»). Как следует из приведенных цифр, доля золота, приобретенного непосредственно у производителей драгоценных металлов на внутреннем рынке, крайне незначительна (0,1%). Это существенно сужало возможности Банка России в определении ценовой политики по сделкам приобретения золота на внутреннем рынке в соответствии с принципом экономической целесообразности.

В 2006–2008 гг. в общем объеме ЗВР на долю монетарного золота приходилось от 2,7 до 3,5 %. В наиболее развитых западных странах этот показатель значительно выше.

По результатам контрольного мероприятия Счетной палатой были направлены информационные письма в Правительство Российской Федерации и Банк России с предложениями по совершенствованию работы по вопросам управления золотовалютными резервами.

*Аудитор Счетной палаты
Российской Федерации
В.П. Горегляд*

Приложение 2

РЫНОК НЕМЕЦКИХ ОБЕСПЕЧЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ (PFANDBRIEFE)

Немецкий рынок **обеспеченных облигаций** (Pfandbriefe) представляет собой крупнейший сегмент мирового рынка ценных бумаг данного типа. Обеспеченные облигации (covered bonds)¹ – это долговые ценные бумаги, обеспеченные некоторым активом, обычно пулом ипотечных кредитов или государственных обязательств (обеспечением могут служить и другие активы, например заложенные на суда), на которые инвестор имеет преимущественное право требования в случае несостоятельности эмитента.

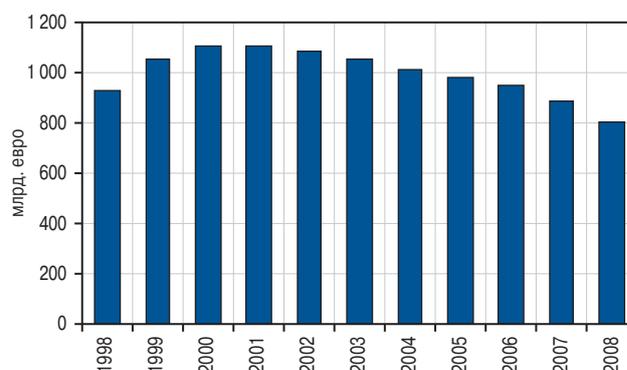
Активы, являющиеся обеспечением, составляют **пул обеспечения** и должны быть включены в специальный реестр (для разных видов обеспеченных облигаций составляются отдельные реестры обеспечения). Выделенные таким образом активы должны удовлетворять ряду требований. Важнейшее из них – требование сверхобеспеченности – состоит в том, что в каждый момент эти активы должны не просто полностью покрывать совокупную стоимость выпущенных обеспеченных облигаций, но как минимум на 2% превышать ее. Поэтому банк может распоряжаться активами – продавать, заменять их – только в тех пределах, в которых это не нарушает установленных ограничений.

В случае банкротства эмитента активы, входящие в пул обеспечения, не участвуют в процедуре банкротства, как прочие активы, а переходят в управление к временному администратору (администраторам), назначаемому решением суда по запросу надзорного органа, а инвесторы – держатели обеспеченных облигаций не стоят в общей очереди кредиторов. Задача администратора пула – обеспечить своевременное осуществление платежей по обеспеченным облигациям вплоть до их погашения. Для решения этой задачи он имеет право распоряжаться активами, входящими в пул обеспечения, представляя интересы дер-

жателей облигаций. Остаток средств после выполнения всех обязательств передается конкурсному управляющему. Администратор пула – это физическое лицо, независимое ни от прежнего руководства банка, ни от конкурсного управляющего, что позволяет избежать конфликта интересов. И только если пул обеспечения оказывается недостаточным для полного удовлетворения требований держателей обеспеченных облигаций, для получения оставшейся части суммы они будут претендовать на другие активы банка-эмитента, но уже наравне с прочими кредиторами.

История существования данного типа инструментов насчитывает свыше 200 лет. В 1769 году, чтобы изыскать средства для восстановления страны после Семилетней войны (1756–1763) и поддержать знать, прусский император Фридрих Великий издал указ о создании долговых обязательств нового типа – прообраза сегодняшних обеспеченных облигаций. В соответствии с королевским указом в Пруссии создавались ассоциации богатых землевладельцев (Landschaften), которые осуществляли рефинансирование долгов своих участников путем выпуска долговых обязательств, аналогичных современным ипо-

Рисунок 1. Динамика совокупного объема немецкого рынка обеспеченных облигаций в 1998–2008 годах



Источник: Ассоциация немецких Пфандбрифбанков.

¹ Далее по тексту под «обеспеченными облигациями», если не указано иное, подразумеваются немецкие обеспеченные облигации.

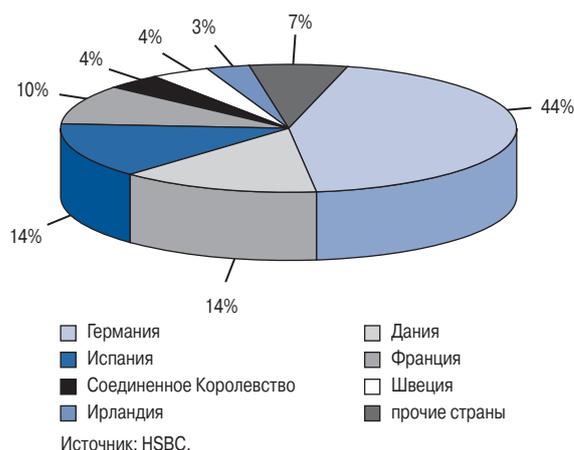
течным обеспеченным облигациям, поскольку кредитор приобретал прямое право требования на заложенное имущество должника.

К концу XIX в. эта система получила широкое распространение также за пределами Пруссии и стала активно применяться для рефинансирования государственных обязательств. Тогда же был основан ряд частных немецких ипотечных банков, которые в 1902 г. объединились в Ассоциацию немецких ипотечных банков – предшественницу современной Ассоциации немецких Пфандбрифбанков (Verband deutscher Pfandbriefbanken), основанной в 2005 году.

В течение более чем ста лет юридической базой для выпуска обеспеченных облигаций были «Закон об ипотечных банках» (Hypothekbankgesetz), принятый в 1900 г., а также более поздние «Закон о государственных обеспеченных облигациях» (Öffentliche Pfandbriefgesetz) и «Закон о корабельных ипотечных банках» (Schiffsbankgesetz), регулировавшие выпуск каждого из видов обеспеченных облигаций. Важной особенностью законодательства было то, что выпуск обеспеченных облигаций в Германии могли осуществлять только специализированные банки (а в случае государственных обеспеченных облигаций – только государственные, например земельные, банки). Кроме того, закон устанавливал строгие ограничения на операции банка. Универсальный «Закон об обеспеченных облигациях» (Pfandbriefgesetz), создавший единую юридическую базу для выпуска обеспеченных облигаций, появился только в 2005 г. (с момента его принятия ранее действовавшие законы утратили силу). Одним из ключевых нововведений этого закона стала отмена принципа специализированных банков и открытие рынка обеспеченных облигаций для банков любых типов. В 2009 г. был принят ряд поправок к закону, призванных прежде всего уточнить стандарты управления рисками, допустимые параметры обеспечения, требования к раскрытию информации и прочие параметры, определяющие качество этих долговых инструментов. Кроме того, в законе было закреплено появление нового типа инструментов – обеспеченных облигаций, выпущенных под обеспечение в виде заложных на самолеты.

К концу 2002 г. совокупный объем немецкого рынка обеспеченных облигаций достиг своего максимального уровня, превысив 1 трлн. евро. Несмотря на некоторое сокращение в последние годы объема размещений и, как следствие, общего объема рынка (в конце 2008 г. он составил чуть более 800 млрд. евро), немецкий рынок обеспеченных облигаций по-прежнему является очень важной составляющей немецкого и мирового рынка капитала. Обеспеченные облигации составляют 25% совокупного объема рынка инструментов с фиксированной доходностью Германии. Кроме того, это крупнейший сегмент мирового рынка обеспеченных облигаций (более 40%). Этот финансовый инструмент получил широкое распространение и за пределами Германии, во многом под влиянием успешного опыта выпуска немецких обеспеченных облигаций. В настоящее время объем мирового рынка обеспеченных облигаций превышает 2 трлн. евро. При этом данный инструмент прижился главным образом в Европе, где обеспеченные облигации выпускаются с 1999 года. Наибольшие после Германии доли рынка обеспеченных облигаций приходится на три страны – Данию, Испанию и Францию, в то время как доля США, где распространены преимущественно ценные бумаги, обеспеченные активами, в частности ипотечные ценные бумаги (об отличиях обеспеченных облигаций от этих инструментов см. ниже), составляет лишь около 1%.

Рисунок 2. Структура мирового рынка обеспеченных облигаций по странам в 2007 году



Рынок немецких обеспеченных облигаций играет важную системообразующую роль в мире благодаря своему масштабу, а также статусу данных облигаций как особенно надежных долговых инструментов. Доходность немецких обеспеченных облигаций является ориентиром по уровню доходности на мировом рынке обеспеченных облигаций. Кроме того, коммерческие банки используют данные об уровне доходности ипотечных обеспеченных облигаций при определении процентных ставок по ипотечным кредитам.

Отличие обеспеченных облигаций от ипотечных ценных бумаг и ценных бумаг, обеспеченных активами

Обеспеченные облигации, а именно ипотечные обеспеченные облигации, часто сравнивают с получившими широкое распространение в США ценными бумагами, обеспеченными активами (Asset-backed securities – ABS), в частности ипотечными ценными бумагами (Mortgage-backed securities – MBS). Однако, несмотря на внешнее сходство, между этими двумя классами финансовых инструментов есть ряд принципиальных различий.

Основное отличие ипотечных обеспеченных облигаций от ABS и MBS состоит в том, что пул кредитов, играющих роль обеспечения, отражается непосредственно на балансе банка-эмитента, в то время как ABS и MBS – это забалансовые финансовые инструменты, выпускаемые не самим банком, а так называемой компанией специального назначения (special purpose vehicle – SPV), созданной банком специально для этой цели, и отражаются они только на балансе этой SPV.

Обязательным условием выпуска обеспеченных облигаций в Германии является сверхобеспеченность – стоимость пула активов в каждый момент времени должна как минимум на 2% превышать стоимость выпущенных обеспеченных облигаций. Соблюдение этого требования предполагает активное управление пулом обеспечения – банк должен постоянно следить за составом обеспечения, пополнять его в случае снижения стоимости, в том числе в результате погашения или де-

фолта по формирующим его кредитам. Держатели MBS приобретают право на часть потоков платежей по кредитам, формирующим пул. При этом у эмитента нет обязательств по поддержанию стоимости обеспечения на некотором уровне, поэтому риски, связанные с уменьшением стоимости или частичным дефолтом по обязательствам, входящим в пул, полностью несут инвесторы.

В случае банкротства эмитента, если пула активов недостаточно для выполнения обязательств перед держателями обеспеченных облигаций, они могут предъявлять требования к прочим активам банка-эмитента наравне с другими кредиторами. Обязательства по отношению к держателям MBS ограничены размером активов SPV-эмитента и не распространяются на активы банка, создавшего его, поэтому инвесторы полностью принимают на себя риски потерь, если стоимость обеспечения снижается.

Рынок обеспеченных облигаций в Германии подлежит достаточно строгому регулированию и надзору со стороны Немецкого федерального банка (Deutsche Bundesbank) и Федеральной службы по финансовому надзору (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin), что проявляется, в частности, в том, что выпуск этих облигаций могут осуществлять только лицензированные кредитные учреждения. Для рынка ABS и MBS специального государственного регулирования не существует.

Выпуск ABS и MBS осуществляется на основе индивидуальных контрактов, что позволяет добиться большей гибкости, но приводит к неоднородности и усложнению инструментов. Обеспеченные облигации в Германии выпускаются в соответствии с законодательно установленными стандартами и имеют более простую и прозрачную структуру.

«Закон об обеспеченных облигациях» устанавливает требования к обеспечению для выпуска обеспеченных облигаций, в данном случае – к пулу ипотечных кредитов. Помимо региональных ограничений (в пул разрешено включать кредиты, выданные в Германии и прочих странах Европейского союза (ЕС) и Европейской экономической зоны (ЕЭЗ)¹, Швей-

¹ В Европейскую экономическую зону входят страны – члены Европейского союза, а также Исландия, Норвегия и Лихтенштейн.

царии, США, Канаде и Японии), существуют ограничения на максимальный объем кредита, который может быть включен в обеспечение (не более 60% кредитной стоимости заложенного объекта, которая представляет собой консервативную оценку стоимости и порядок расчета которой особо оговорен). Если объем кредита превышает установленный порог, он может

быть учтен в обеспечении только частично – в пределах этого ограничения. Строгие требования к обеспечению позволяют достичь высокого кредитного качества обеспеченных облигаций. ABS и MBS используют систему траншей, имеющих разные кредитные рейтинги, которые, однако, как показал опыт последнего кризиса, могут быть весьма ненадежным критерием.

Европейский совет по обеспеченным облигациям

Европейский совет по обеспеченным облигациям (European Covered Bond Council – EСОО) – это организация, объединяющая различных участников рынка обеспеченных облигаций – прежде всего эмитентов, а также, например, аналитиков и рейтинговые агентства. EСОО был образован в 2004 г. Европейской ипотечной федерацией (European Mortgage Federation – EMF). В настоящее время он включает более 100 участников, которые представляют свыше 95% эмитентов европейского рынка обеспеченных облигаций.

EСОО не дает термину «обеспеченные облигации» строгого определения, ограничиваясь формулировкой основных характеристик этого типа инструментов. Возможно, размытость критериев связана с высокой степенью неоднородности облигаций, выпускаемых европейскими эмитентами. EСОО указывает следующие признаки обеспеченных облигаций, которые должны быть законодательно закреплены:

1. Облигации выпускаются кредитным учреждением, подлежащим государственному регулированию и надзору (или держатели облигаций обладают иным безусловным неограниченным правом требования к такому учреждению).

2. Держатели облигаций обладают приоритетным по отношению к прочим кредиторам правом требования на активы, составляющие пул обеспечения.

3. Кредитное учреждение обязуется в каждый момент времени поддерживать пул обеспечения на достаточном уровне, чтобы удовлетворять требования держателей обеспеченных облигаций.

4. Обязательства кредитного учреждения по пулу обеспечения подлежат надзору со стороны государственных или иных независимых органов.

Эти характеристики предлагаются EСОО в качестве минимального набора критериев к обеспеченным облигациям. Немецкие обеспеченные облигации полностью удовлетворяют каждому из перечисленных критериев. Более того, требования немецкого законодательства, которое регулирует рынок обеспеченных облигаций в Германии, более строгие и детализированные.

Основные участники рынка

Выпуск обеспеченных облигаций в Германии могут осуществлять банки, имеющие специальную лицензию (для каждого вида обеспеченных облигаций необходима отдельная лицензия), выданную Федеральной службой по финансовому надзору (BaFin). До принятия в 2005 г. «Закона об обеспеченных облигациях» выпускать облигации данного вида могли только специализированные банки (в случае государственных обеспеченных облигаций – только относящиеся к государственному сектору, например земельные, банки). Закон 2005 г. отменил это ограничение – теперь лю-

бой банк может стать эмитентом, получив соответствующую лицензию. Лицензированные банки подчиняются особому регулированию Федеральной службы по финансовому надзору. Одним из условий предоставления лицензии является регулярный выпуск обеспеченных облигаций (минимум раз в 2,5 года), нарушение этого требования влечет за собой отзыв лицензии. Всего на рынке представлены облигации более чем 60 эмитентов, из которых активными являются чуть более 40 (в большинстве своем они являются членами Ассоциации немецких Пфандбрифбанков – объединения 34 банков, имеющих лицензию

на выпуск обеспеченных облигаций). Банки, входящие в данную ассоциацию, доминируют на рынке: в 2008 г. на них приходилось 95% объема облигаций в обращении и 98% объема эмитируемых облигаций. Рынок обеспеченных облигаций чрезвычайно важен для немецких Пфандбрифбанков: по данным за 2005 г. порядка 80% их активов, в основном ипотечных кредитов и кредитов государственному сектору, финансируется путем выпуска обеспеченных облигаций.

В соответствии с требованиями по обеспечению прозрачности рынка, закрепленными в законе, Пфандбрифбанки регулярно публикуют информацию, касающуюся выпущенных ими обеспеченных облигаций. В частности, публикуется информация о стоимости выпущенных банком облигаций и их структуре по сроку до погашения, о составе обеспечения – региональном распределении активов и недвижимости, являющейся залогом по включенным в пул кредитам, а также о составе должников из государственного сектора. Кроме того, с 2003 г. Ассоциация немецких Пфандбрифбанков ежедневно публикует данные по доходности обеспеченных облигаций, с 2009 г. – отдельно для двух сегментов: государственных и ипотечных обеспеченных облигаций.

Высокая надежность этих долговых инструментов (обеспеченные облигации, как правило, имеют наивысшие кредитные рейтинги) и ликвидность рынка привлекают широкий круг как внутренних, так и иностранных инвесторов. Так, значительную часть инвесторов составляют страховые компании и пенсионные фонды, главным образом придерживающиеся пассивной стратегии и предпочитающие держать облигации до погашения. С другой стороны, инвесторами являются и коммерческие банки (это основная группа инвесторов – в 2005 г. они выкупили почти половину эмиссии крупных выпусков обеспеченных облигаций в Европе), и инвестиционные компании, которые применяют различные стратегии активного управления портфелями, что обеспечивает высокую ликвидность рынка. Наконец, благодаря своему высокому кредитному

качеству обеспеченные облигации как актив представляют интерес для центральных банков (по данным за 2005 г., они выкупили до 15% объема эмиссии на европейском рынке обеспеченных облигаций).

Основные сегменты немецкого рынка обеспеченных облигаций

В зависимости от типа обеспечения различают ипотечные обеспеченные облигации (Hypothekendarlehenpfandbriefe), обеспеченные пулом ипотечных кредитов, государственные обеспеченные облигации (Öffentliche Darlehenpfandbriefe), выпущенные под обеспечение в виде задолженности государственного сектора, а также обеспеченные облигации, выпущенные под залог закладных на суда (Schiffspfandbriefe) и самолеты¹ (Flugzeugpfandbriefe), которые, однако, составляют лишь незначительную долю рынка.

Несмотря на существенные изменения объема эмиссии облигаций и общего объема рынка в последние годы, доли разных типов облигаций оставались достаточно стабильными.

Основу немецкого рынка обеспеченных облигаций (более 70%) составляют **государственные обеспеченные облигации** – облигации, выпущенные под обеспечение в виде государственных долговых обязательств. Предоставление кредитов государственному сектору является одним из ведущих направлений деятельности Пфандбрифбанков, и его значимость особенно возросла в последние годы. В пул обеспечения могут включаться не только собственно обязательства государственного сектора, но и долги частного сектора, выпущенные с государственной гарантией. Значительную часть банковского портфеля государственных долгов составляют не кредиты, а государственные (или выпущенные с государственной гарантией) долговые ценные бумаги. Пфандбрифбанки имеют право включать в пул обеспечения для выпуска обеспеченных облигаций кредиты как государственному сектору Германии, так и иностранным государственным заемщикам на международном и национальном уров-

¹ Данный тип обеспеченных облигаций был введен только в 2009 году – после принятия соответствующих поправок к «Закону об обеспеченных облигациях».

не: Европейскому экономическому сообществу, Европейскому инвестиционному банку, странам – членам ЕС и странам ЕЭЗ, США, Канаде, Японии и Швейцарии, а также региональным правительствам и местным властям указанных стран.

Второй крупный сегмент рынка формируют **ипотечные обеспеченные облигации** – облигации, обеспеченные пулом ипотечных кредитов на жилую и коммерческую недвижимость. Ипотечные кредиты на приобретение жилья более активно используются в качестве обеспечения – их доля составляет около 60%. Ипотечные обеспеченные облигации составляют более четверти общего объема рынка. В то же время для самих банков, занимающихся выпуском ипотечных обеспеченных облигаций, это наиболее значимый сегмент рынка, поскольку он связан с основным направлением их деятельности – кредитованием рынка недвижимости. Пфандбрифбанки занимают ведущие позиции в этой области: около четверти кредитов на приобретение жилья и половины кредитов на приобретение коммерческой недвижимости выдаются банками – членами Ассоциации немецких Пфандбрифбанков.

Существенно меньшую долю рынка составляют **облигации, обеспеченные закладными на суда**. Допустимым обеспечением для этого типа облигаций являются высококачественные кредиты под залог судов, в том числе строящихся, зарегистрированных в соответствующих государственных реестрах (как немецких, так и иностранных). Максимальная сумма кредита, который может войти в пул обеспечения, составляет 60% кредитной

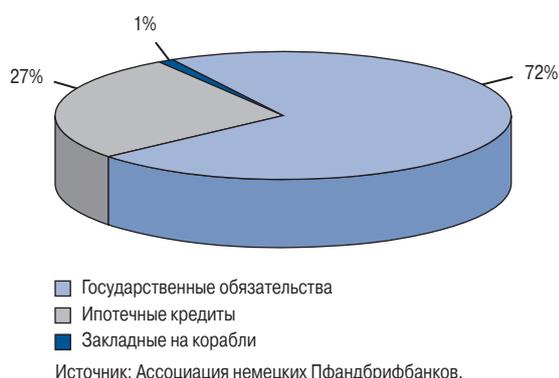
стоимости заложенного объекта, а возраст судна должен быть не более 20 лет (таким образом, срок кредита также не может превышать 20 лет).

Наконец, принятие поправок к «Закону об обеспеченных облигациях» в 2009 г. заложило основу для зарождения нового сегмента рынка – **облигаций, обеспеченных закладными на самолеты**. Начиная с 1980-х годов немецкие банки традиционно занимали лидирующие позиции на рынке авиационного финансирования: из 10 крупнейших в этом сегменте по объему кредитного портфеля кредиторов в мире 5 – это немецкие банки, 4 из которых – Пфандбрифбанки. Правила в отношении закладных на самолеты аналогичны правилам, действующим для закладных на суда, в частности, в отношении ограничения на максимальный возраст и как следствие – на максимальный срок кредита (20 лет), а также на максимальную сумму кредита в пуле обеспечения (60% кредитной стоимости заложенного объекта). Ожидается, что в 2010 г. будут осуществлены первые выпуски облигаций нового типа. Прогнозируемый Ассоциацией немецких Пфандбрифбанков на ближайшие пять лет объем эмиссии в этом сегменте составляет около 44 млрд. евро в год.

Для любого из видов обеспеченных облигаций в пул обеспечения в целях повышения ликвидности могут быть включены обязательства других кредитных учреждений (удовлетворяющих ряду критериев, установленных законом), однако их размер не должен превышать 10% данного пула, при этом на обязательства одного кредитного учреждения в составе пула должно приходиться не более 2%. Кроме того, для решения проблемы несоответствия пула обеспечения и обеспеченных облигаций по валюте, процентной ставке или сроку, в обеспечение могут быть включены (с одобрения особого наблюдателя, назначаемого Федеральной службой по финансовому надзору) производные финансовые инструменты (процентные и валютные свопы). При этом чистая стоимость позиции по заключенным контрактам не может составлять более 12% пула обеспечения.

До середины 1990-х годов, несмотря на большой объем и ликвидность рынка, а так-

Рисунок 3. Структура рынка обеспеченных облигаций по виду обеспечения в 2008 году



же высокую надежность предлагаемых инструментов, рынок обеспеченных облигаций практически не был известен за пределами Германии и не привлекал большого числа иностранных инвесторов, которые предпочитали обеспеченным облигациям государственные долговые ценные бумаги.

Ситуация изменилась с появлением рынка **обеспеченных облигаций, эмитируемых крупными выпусками** (Jumbo-Pfandbriefe)¹ в 1995 году. Большой объем выпусков и высокая ликвидность облигаций привлекают на этот рынок широкий круг международных институциональных инвесторов. В настоящее время на этот сегмент рынка обеспеченных облигаций приходится свыше трети его совокупного объема.

Выпуск обеспеченных облигаций может получить статус крупного только при соблюдении определенных стандартов. Во-первых, существуют требования к форме облигаций – на этом рынке размещаются только стандартизированные по форме обычные облигации с фиксированным купоном. Устанавливается также минимальный объем выпуска: он составляет 1 млрд. евро; в случае если первоначальный объем оказывается ниже указанного порога (в любом случае он должен составлять не менее 750 млн. евро), эмитент обязан увеличить размер выпуска до 1 млрд. евро в течение 180 календарных дней после первичного размещения. Дополнительные выпуски разрешены в объеме не менее 125 млн. евро. Кроме того, по каждому выпуску должно иметься согласие минимум пяти инвестиционных банков принять на себя обязанность по формированию рынка (market making) – постоянно присутствовать на рынке и выставить котировки на покупку и продажу. Кроме того, эти облигации должны торговаться на немецкой или другой европейской бирже.

Несоответствие любому из требований может привести к потере обеспеченными облигациями статуса крупных выпусков. Технически нет никаких различий между обычными обеспеченными облигациями и обеспеченными облигациями, эмитируемыми крупными

выпусками, однако особый статус последних позволяет поддерживать высокую ликвидность облигаций, что привлекает дополнительных инвесторов.

Выпуск облигаций

Рынок обеспеченных облигаций отличается не только большим объемом, но и значительным многообразием форм и условий, на которых может осуществляться выпуск облигаций.

Поскольку рынок обеспеченных облигаций – это прежде всего европейский рынок, эти облигации в основном номинированы в евро, лишь около 3% выпускаемых облигаций номинированы в иных валютах (долларах США, швейцарских франках, японских иенах, австралийских долларах и др.).

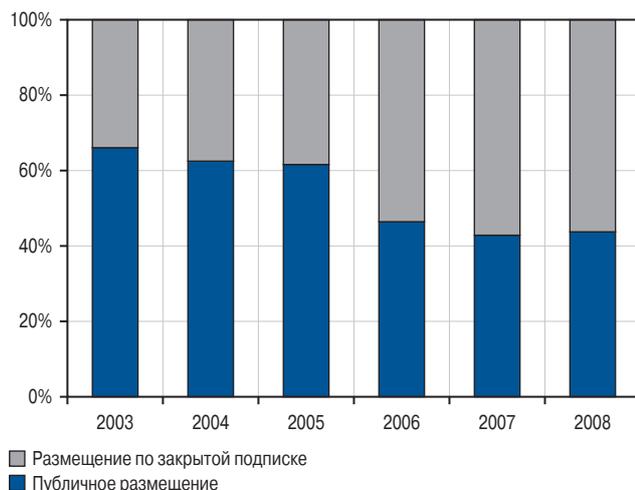
Обеспеченные облигации могут выпускаться в форме именных облигаций (registered bonds), но обычно – примерно в двух третях случаев – выпуск как традиционных обеспеченных облигаций, так и обеспеченных облигаций крупных выпусков осуществляется в форме облигаций на предъявителя (bearer bonds). Последние могут выпускаться исключительно в форме облигаций на предъявителя. Основным отличием облигаций на предъявителя от именных облигаций является возможность передачи их третьему лицу. Облигации на предъявителя могут свободно переходить от одного собственника к другому путем обычной продажи. При продаже именных облигаций требуется перерегистрировать собственность на имя нового владельца с соответствующим уведомлением эмитента. Поэтому именные облигации приобретаются, как правило, инвесторами с долгосрочным инвестиционным горизонтом, прежде всего страховыми компаниями и пенсионными фондами, которые держат облигации до погашения. Ликвидность облигаций на предъявителя, особенно обеспеченных облигаций, эмитируемых крупными выпусками, намного выше, поэтому они привлекают активных инвесторов, ориентированных на регулярную покупку и продажу ценных бумаг с минималь-

¹ Название данного типа облигаций – «Джамбо» – распространенная кличка слонов в цирках и зоопарках в память о легендарном огромном слоне Джамбо, жившем в Лондонском зоопарке в конце XIX века. Свое имя слон получил от поймавших его в Африке охотников. На языке суахили «джамбо» (или «юмбо») означает «вождь». В современном английском языке это слово часто используется в значении «гигантский, огромный».

ными спредами, а также консервативных инвесторов, заботящихся о поддержании высокой ликвидности своего портфеля активов, например центральных банков.

Существенная доля обеспеченных облигаций, эмитируемых крупными выпусками, в совокупном объеме рынка и наличие ряда ограничений для данного типа ценных бумаг в значительной мере определяют и ряд других характеристик обеспеченных облигаций, помимо формы выпуска. Как уже упоминалось выше, обеспеченные облигации крупных выпусков могут выпускаться только в форме простых облигаций с фиксированным купоном, и в целом на рынке обеспеченных облигаций большая часть (порядка 85%) облигаций имеет фиксированную ставку купона.

Рисунок 4. Структура эмиссии обеспеченных облигаций по способу размещения в 2003–2008 годах



Источник: Ассоциация немецких Пфандбрифбанков.

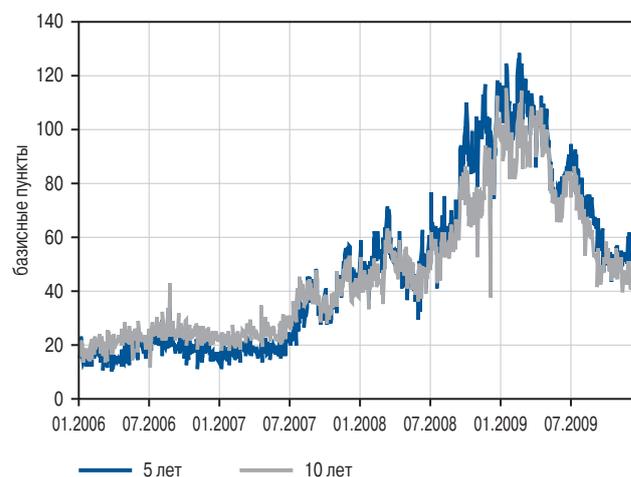
Размещение обеспеченных облигаций на рынке может осуществляться по закрытой подписке (*private placement*) или быть публичным (*public placement*). В первом случае выпуск распределяется среди ограниченного круга инвесторов. Этот способ размещения применяется как для именных облигаций, так и для облигаций на предъявителя, однако он никогда не применяется для обеспеченных облигаций, эмитируемых крупными выпусками, поскольку обязательным условием для этого типа облигаций является обращение на бирже. Как правило, размещение по закрытой

подписке применяется для нестандартных по условиям (сроку до погашения, порядку выплаты купона, валюте) облигаций. Такой способ размещения особенно привлекателен для инвесторов, предпочитающих держать облигации в портфеле до погашения. Если еще четыре года назад большая часть (около 60%) выпусков эмитировалась путем публичного размещения, то теперь существенно большее распространение получило размещение по закрытой подписке, а к публичному размещению прибегают примерно в 40% случаев, в основном в секторе обеспеченных облигаций крупных выпусков.

Немецкий рынок обеспеченных облигаций в условиях мирового финансового кризиса

Мировой финансовый кризис, практически парализовавший финансовые рынки после банкротства американского инвестиционного банка Lehman Brothers в сентябре 2008 г., не обошел стороной и немецкий рынок обеспеченных облигаций. Наблюдавшееся в первой половине 2008 г. впервые за несколько лет увеличение выпуска облигаций (в основном за счет сегмента ипотечных обеспеченных облигаций, объем эмиссии в котором вырос по отношению к первой половине 2007 г. более чем вдвое) после сентября 2008 г. сменилось резким сокращением. Объем эмиссии зна-

Рисунок 5. Динамика спредов между доходностями немецких обеспеченных облигаций и немецких государственных облигаций по срокам до погашения в 2007–2009 годах



Источники: Ассоциация немецких Пфандбрифбанков, Bloomberg.

чительно уменьшился, а в результате существенного роста несклонности инвесторов к риску и их «бегства в качество» спреды доходностей по отношению к суверенным облигациям расширились.

Перспективы развития рынка обеспеченных облигаций были омрачены также опасениями участников рынка, что обеспеченные облигации будут потеснены с лидирующих позиций государственными ценными бумагами, объем эмиссии которых постоянно увеличивается, а также новым конкурентом – долговыми обязательствами частного сектора, гарантированными государством (сами немецкие обеспеченные облигации не были включены в программу предоставления государственной гарантии).

Однако эти опасения в основном не подтвердились – масштаб и продолжительность спада на рынке обеспеченных облигаций по сравнению со многими другими сегментами рынка капитала были сравнительно небольшими. Решающую роль в обеспечении стабильности рынка сыграл особый статус немецких обеспеченных облигаций как высоконадежного инструмента, что позволило со-

хранить достаточно широкий круг инвесторов в условиях усиления неприятия риска в мировом масштабе.

В целом по итогам 2008 г. совокупный объем эмиссии даже вырос (на 13%) по отношению к предыдущему году. С начала 2009 г. немецкий рынок обеспеченных облигаций стал уверенно восстанавливать утраченные позиции. Одним из факторов, оказавших поддержку рынку обеспеченных облигаций, стало принятие в мае 2009 г. Европейским центральным банком (ЕЦБ) Программы выкупа обеспеченных облигаций объемом 60 млрд. евро. Эмиссия ипотечных обеспеченных облигаций в первой половине 2009 г. выросла по отношению к тому же периоду прошлого года на 11%, а по отношению к первому полугодию 2007 г. – почти втрое, хотя общий объем эмиссии обеспеченных облигаций по-прежнему был ниже предкризисных уровней за счет сокращения эмиссии государственных обеспеченных облигаций. Параллельно с восстановлением объемов эмиссии восстанавливается и вторичный рынок – спреды доходностей уменьшаются, а объем операций растет.

ГЛОССАРИЙ

Базовая инфляция	Индикатор инфляции, «очищенный» от влияния изменения цен на товары, стоимость которых подвержена существенным сезонным или конъюнктурным колебаниям, не связанным с общеэкономическим положением в стране. В США, Соединенном Королевстве, Японии и европейском Экономическом и валютном союзе при расчете базовой инфляции не учитываются цены на энергоносители и продукты питания.
«Бегство в качество» (Flight to Quality)	Переток средств инвесторов из более рискованных активов в менее рискованные, прежде всего в государственные облигации стран с развитыми экономиками, вызванный снижением склонности к риску в условиях роста неопределенности на финансовых рынках и повышения волатильности их основных показателей.
Биржевые товары	Товары (материальные активы), легко стандартизируемые и торгуемые на товарных биржах, например, металлы, нефть, газ, рис, молоко.
Валютные активы Банка России в резервных валютах	Активы, номинированные в <i>резервных валютах Банка России</i> . Данные по валютным активам включают в себя <i>резервные валютные активы</i> и <i>нерезервные валютные активы</i> .
Валютный своп	Финансовый контракт, по которому стороны обмениваются обязательствами, номинированными в разных валютах.
Вариационная маржа	Дополнительное гарантийное обеспечение, ежедневно уплачиваемое сторонами срочной сделки при неблагоприятном изменении цен.
Волатильность	Характеристика изменчивости показателя.
Дезинфляция	Снижение темпов инфляции.
Денежная база	Наличные деньги в обращении (вне центрального банка) плюс средства кредитных организаций на счетах в центральном банке и иные обязательства центрального банка перед кредитными организациями.
Дефлятор конечного потребления	Один из показателей инфляции. Рассчитывается на основе индекса Пааше, то есть представляет собой отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в текущий период к его стоимости в базовый период. В отличие от основного индикатора инфляции – ИПЦ, для подсчета дефлятора конечного потребления используется список товаров, включающий в себя более 2000 единиц: данные, используемые в расчете ИПЦ, индексов цен товаров корпораций и сельского хозяйства.
Дефляция	Процесс, обратный инфляции, – снижение уровня цен.
Дефолтный своп	Финансовый контракт, по которому одна сторона осуществляет фиксированный платеж, а другая сторона осуществляет платеж в случае, если с базовым активом происходит какое-либо событие, снижающее его кредитное качество (например, снижение рейтинга эмитента). Размер платежа определяется исходя из изменения стоимости базового актива в результате события.

Дюрация	Средневзвешенный срок до погашения актива (портфеля активов). Рассчитывается как взвешенная сумма сроков до будущих выплат по активу (портфелю активов), где в качестве весов используются доли приведенной к текущему моменту времени стоимости соответствующих выплат в общей приведенной стоимости актива (портфеля активов).
Золотовалютные резервы Банка России	Разность между суммой резервных валютных активов Банка России, принадлежащего Банку России <i>монетарного золота</i> и золота на счетах в зарубежных банках и обязательствами Банка России перед зарубежными контрагентами: <ul style="list-style-type: none">• в резервных иностранных валютах;• в долговых ценных бумагах зарубежных эмитентов, номинированных в резервных иностранных валютах;• в золоте. Измеряется в долларах США.
Инвестиционный портфель резервных валютных активов Банка России	Портфель, включающий купонные ценные бумаги иностранных эмитентов, номинированные в резервных валютах. Управление инвестиционным портфелем направлено на получение дополнительной доходности при соблюдении установленных ограничений по сохранности и ликвидности резервов.
Индекс потребительских цен (ИПЦ)	Основной индикатор инфляции. ИПЦ отражает изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые для непроизводственного потребления. Данный индекс рассчитывается как отношение текущей стоимости фиксированного в базовый период набора товаров и услуг к его стоимости в базовый период.
Индекс розничных цен	Один из показателей инфляции, используемый в Соединенном Королевстве. Отражает изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые для непроизводственного потребления. В отличие от ИПЦ корзина для расчета индекса включает цены на недвижимость. Индекс рассчитывается как отношение текущей стоимости фиксированного в базовый период набора товаров и услуг к его стоимости в базовый период.
Индекс стоимости фрахтовых перевозок (Baltic Dry Index)	Индекс, отражающий динамику фрахтовых ставок (стоимость фрахтовых перевозок) в крупнейших мировых портах.
Индекс MSCI world	Индекс, отражающий изменение совокупной капитализации крупнейших рынков акций развитых и развивающихся стран, рассчитываемый компанией Morgan Stanley. По состоянию на конец IV квартала 2007 года в расчете индекса использовалась информация о капитализации рынков акций 49 стран.
Индикаторы деловой активности (индикатор текущей активности, индикатор ожидаемой активности, индекс деловой конъюнктуры)	Индексы, рассчитываемые на основе опросов представителей фирм относительно оценки текущей ситуации на их рынках или их ожиданий того, какова будет ситуация в будущем. В основе каждого индекса лежит соотношение доли респондентов, ответивших, что деловая активность на их рынках повышается, и доли респондентов, указавших на ее снижение.

Кастодиан	Банк или другая организация, принимающая на хранение финансовые активы или другие ценности; может выполнять функции агента по кредитованию.
Ключевая ставка центрального банка	<p>Ставка, устанавливаемая центральным банком в целях оказания прямого или опосредованного воздействия на уровень процентных ставок в экономике в целом. Изменение ключевой ставки, как правило, является основным способом достижения целей денежно-кредитной политики.</p> <p>Примеры ключевых ставок, используемых ведущими центральными банками:</p> <ul style="list-style-type: none">• 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 <i>многоценового аукциона</i> в случае моноценового аукциона заявки удовлетворяются по цене/доходности, единой для всех инвесторов.
Нерезервные валютные активы Банка России	Российские еврооблигации, депозиты в иностранной валюте в российских банках и прочие активы в резервных валютах, не являющиеся <i>резервными активами</i> .
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.

Процентный своп

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

**Реальный курс
национальной валюты
к иностранной валюте**

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

**Реальный эффективный
курс национальной валюты**

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

**Резервные валютные
активы Банка России**

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

**Резервные валюты
Банка России**

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

Реконституция

Операция, обратная *стрипованию*, то есть объединение набора бескупонных инструментов, представляющих собой процентные платежи (interest-only strip) и/или номинал (principal-only strip), в одну ценную бумагу.

Своповая линия

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

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

Способ размещения ценных бумаг, при котором первичное размещение происходит через группу финансовых институтов (синдикат по закрытой подписке, или андеррайтинг, underwriting syndicate), которые затем продают данные ценные бумаги более широкому кругу инвесторов.

Спред индекса EMBI+	Индекс EMBI+ представляет собой доходность государственных долговых обязательств развивающихся стран, номинированных в иностранной валюте, взвешенную по объему в обращении этих обязательств. Спред индекса EMBI+ – это разница между доходностью индекса и доходностью государственных облигаций США.
Среднесписочная численность занятых	Расчетный показатель госстатистики, исчисляется путем суммирования списочной численности работников за каждый календарный день месяца и деления полученной суммы на число календарных дней месяца.
Стрипование	Разбиение купонной облигации на несколько ценных бумаг.
Стрипы (STRIPS)	Ценные бумаги, образовавшиеся при разбиении купонной облигации на несколько ценных бумаг, представляющих собой процентные платежи (interest-only strip) или номинал (principal-only strip) и обращающихся независимо друг от друга.
Счет текущих операций платежного баланса	Сальдо всех экономических операций с товарами и услугами, доходов от инвестиций и оплаты труда, а также текущих трансфертов, имевших место между резидентами и нерезидентами в течение отчетного периода.
Чистый экспорт (товаров и услуг)	Сальдо всех экономических операций с товарами и услугами между резидентами и нерезидентами в течение отчетного периода. Чистый экспорт равен экспорту за вычетом импорта.

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

Выпуск 1 (13)

Подписано в печать 14.01.2010
Формат 60x90/8. Объем 3,5 печ. л. Зак. № 142

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