

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

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

*Выпуск 1 (9)*

Москва  
2009

При использовании материала ссылка на Центральный банк  
Российской Федерации обязательна

© Центральный банк Российской Федерации, 2009  
107016, Москва, ул. Неглинная, 12  
e-mail: reservesmanagement@mail.cbr.ru

## ПРЕДИСЛОВИЕ

Вашему вниманию предлагается очередной выпуск обзора. Первый раздел посвящен результатам управления Банком России резервными валютными активами за период с июля 2007 по июнь 2008 года. В течение большей части данного периода управление активами осуществлялось в условиях нестабильности на мировых финансовых рынках. Это обстоятельство обусловило большинство изменений структуры резервных активов и в значительной мере – изменения динамики их доходности.

Результаты управления резервными валютными активами публикуются с временным лагом не менее чем 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.

Второй раздел содержит краткий анализ текущих тенденций в мировой экономике и на финансовых рынках. Сквозной темой вставок в данном разделе стали меры центральных банков и правительств разных стран по противодействию финансовым кризисам в предыдущие годы.

В приложениях к настоящему выпуску приведена информация о рынках государственных ценных бумаг Японии и еврозоны.

В следующем выпуске обзора будут рассматриваться результаты управления валютными резервными активами за период с IV квартала 2007 по III квартал 2008 г. включительно. В рамках информации о рынках, на которых работает Банк России, будет опубликован обзор международных валютного и денежного рынков.



## СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие .....	3
Содержание .....	5
1. Управление резервными валютными активами Банка России с июля 2007 по июнь 2008 года .....	7
2. Обзор конъюнктуры мировых финансовых рынков в июле–декабре 2008 года .....	13
2.1. Глобальные тенденции .....	13
2.2. Соединенные Штаты Америки .....	19
2.3. Экономический и валютный союз .....	25
2.4. Соединенное Королевство .....	30
2.5. Япония .....	33
2.6. Рынок золота .....	37
Приложение 1. Рынок ценных бумаг стран еврозоны .....	40
Приложение 2. Рынок государственных ценных бумаг Японии .....	47
Глоссарий .....	53



## 1. УПРАВЛЕНИЕ РЕЗЕРВНЫМИ ВАЛЮТНЫМИ АКТИВАМИ БАНКА РОССИИ С ИЮЛЯ 2007 ПО ИЮНЬ 2008 ГОДА

С 1 апреля 2008 г. применявшееся ранее в целях оптимизации управления деление резервных валютных активов на портфели по их предназначению (на *операционный* и *инвестиционный* портфели) было заменено на такую структуру, при которой активы сгруппированы в портфели, каждый из которых объединяет все инструменты, номинированные в одной резервной валюте, вне зависимости от типа долгового инструмента и срока до его погашения (одновалютные портфели).

Деление активов на одновалютные портфели расширяет возможности по управлению процентным риском за счет использования всех разрешенных инструментов, номинированных в одной валюте, то есть возможности достижения более высокой доходности вложений в условиях принятых ограничений. Ранее управляющие одновалютными компонентами операционного и инвестиционного портфелей могли использовать соответственно только краткосрочные либо только долгосрочные разрешенные инструменты: управление процентным риском операционного и инвестиционного портфелей осуществлялось отдельно.

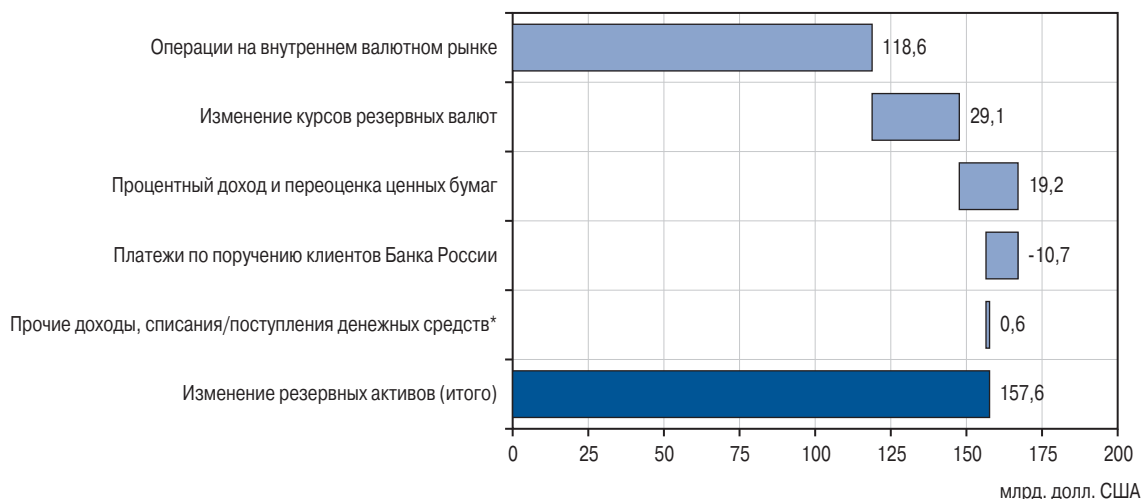
В результате изменения принципа деления резервных валютных активов на портфели изменилась структура соответствующих *нор-*

*мативных портфелей*, которые также стали одновалютными, и структура данных о достигнутой доходности резервных валютных активов: показатели доходности (нормативной и фактической) теперь рассчитываются только для одновалютных портфелей.

За период с июля 2007 по июнь 2008 г. резервные валютные активы Банка России выросли на 157,6 млрд. долл. США – до 550,7 млрд. долл. США. Основным фактором увеличения резервных валютных активов в рассматриваемый период была покупка Банком России иностранной валюты на внутреннем валютном рынке (см. рисунок 1.1). Дополнительными факторами, оказавшими влияние на динамику резервных активов, стали получение дохода от операций с активами Банка России в иностранной валюте и драгоценных металлах и изменение курсов остальных резервных валют к доллару США.

**Распределение активов Банка России в резервных валютах по видам валют.** Резервные 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 также имелись обязательства, выраженные в резервных валютах: остатки на

**Рисунок 1.1. Факторы изменения величины активов Банка России в резервных валютах с июля 2007 по июнь 2008 года**



\* 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.

**Рисунок 1.2. Распределение активов Банка России в резервных валютах по видам валют по состоянию на конец периода**



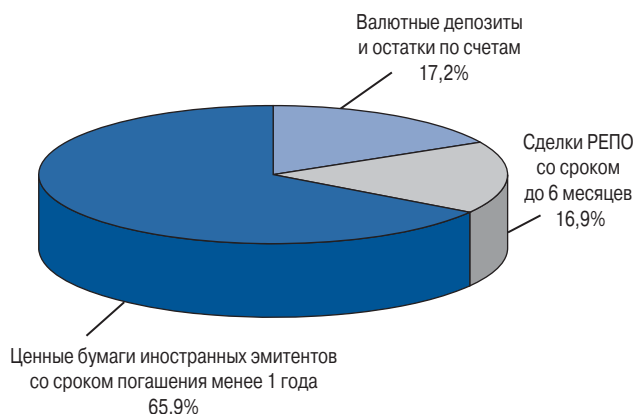
счетах клиентов, включая счета Федерального казначейства в Банке России, и денежные средства, полученные по операциям РЕПО с иностранными контрагентами<sup>1</sup>.

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

Нормативная валютная структура валютных резервов Банка России в рассматриваемый период не менялась.

С июля 2007 по июнь 2008 г. на международном валютном рынке Банком России проводились конверсионные сделки с долларом США, евро, фунтом стерлингов и японской иеной. Благодаря значительным объемам по-

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



купки долларов США на внутреннем валютном рынке и изменению величины и структуры обязательств Банка России в иностранных валютах (счета Федерального казначейства) основной объем сделок приходился на продажи долларов США против других резервных валют для приведения их доли в величине чистых валютных активов в соответствие с нормативным показателем.

**Структура резервных валютных активов по видам инструментов.** По состоянию на 30 июня 2008 г. резервные валютные активы Банка России были инвестированы в следующие классы инструментов: депозиты и остатки на корреспондентских счетах – 17,2%, сделки РЕПО – 16,9%, ценные бумаги иностранных эмитентов – 65,9% (см. рисунок 1.3). Ценные бумаги иностранных эмитентов представляют собой в основном купонные государственные облигации США, Германии, Соединенного Королевства, Франции, Нидерландов, Австрии, Бельгии, Испании, Финляндии, Ирландии, бескупонные и купонные ценные бумаги агентств указанных стран.

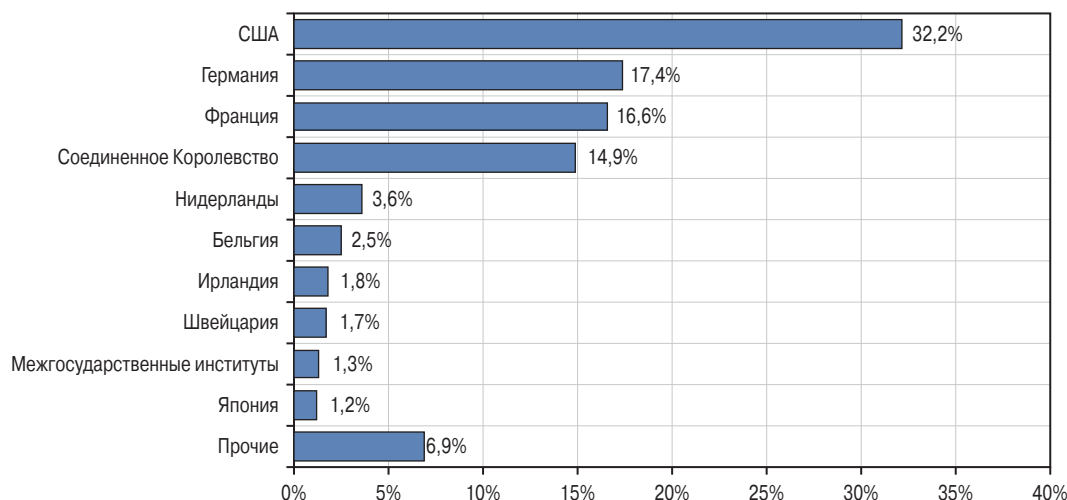
**Географическое распределение резервных валютных активов** по состоянию на 30 июня 2008 г. представлено на рисунке 1.4. На США приходилось 32,2% активов, Германию – 17,4%, Францию – 16,6%, Соединенное Королевство – 14,9%, на остальные страны – 18,8%.

Распределение построено по признаку местонахождения головных контор банковских

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



**Рисунок 1.4. Географическое распределение активов Банка России в резервных валютах по состоянию на конец периода**



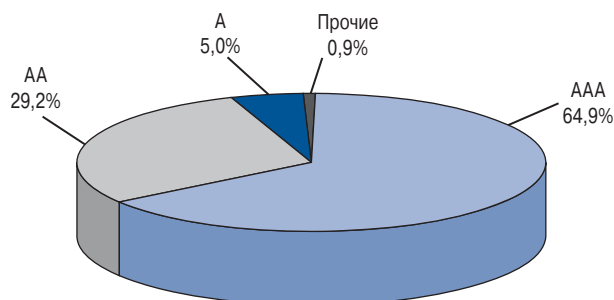
групп – контрагентов Банка России по операциям денежного рынка и эмитентов ценных бумаг, входящих в состав портфелей резервных валютных активов Банка России.

**Распределение резервных валютных активов по степени кредитного риска.** Кредитный риск ограничивался лимитами, установленными на контрагентов Банка России, а также требованиями, предъявляемыми к кредитному качеству эмитентов ценных бумаг, входящих в состав резервных валютных активов Банка России. Минимально допустимый рейтинг долгосрочной кредитоспособности контрагентов и должников Банка России по операциям с резервными валютными активами Банка России установлен на уровне «А» по классификации рейтинговых агентств Fitch Ratings и Standard & Poor's (либо «А2» по классификации рейтингового агентства Moody's). Минимальный рейтинг выпусков долговых

ценных бумаг (или эмитентов долговых ценных бумаг) установлен на уровне «АА–» по классификации рейтинговых агентств Fitch Ratings и Standard & Poor's (либо «Аа3» по классификации рейтингового агентства Moody's). Сделки, связанные с управлением резервными валютными активами, заключались с включенными в соответствующий перечень иностранными контрагентами в пределах установленных на них лимитов по кредитному риску.

Состав портфелей резервных валютных активов Банка России в зависимости от их *кредитного рейтинга* приведен на рисунке 1.5. По состоянию на 30 июня 2008 г. активы с рейтингом «ААА» составляли 64,9% всех резервных валютных активов, с рейтингом «АА» – 29,2%, с рейтингом «А» – 5,0%. 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 портфелей резервных валютных активов Банка России, рейтинговыми агентствами Fitch Ratings, Standard & Poor's и Moody's. Если рейтинги контрагента или эмитента по классификации указанных агентств различались, во внимание принимался наихудший из них. Распределение по уровню кредитного риска представлено по основным рейтинговым категориям «ААА», «АА», «А» без детализации рейтинговой шкалы внутри каждой категории<sup>1</sup>.

**Рисунок 1.5. Распределение резервных активов Банка России по кредитному рейтингу по состоянию на конец периода**



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

**Таблица 1.1. Доходность валютных резервных активов Банка России (% годовых)**

Активы		Доллары США	Евро	Фунты стерлингов Соединенного Королевства	Японские иены
Доходность одновалютных портфелей за апрель–июнь 2008 г.	фактического	-0,57	-0,71	-1,47	-0,27
	нормативного	-0,33	-0,46	-1,15	-0,28
Фактическая доходность одновалютных портфелей с июля 2007 по июнь 2008 г.		5,68	4,04	6,30	2,51

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

С 1 апреля 2008 г. ребалансировка нормативных портфелей осуществлялась еженедельно. Нормативный портфель представлял собой набор инструментов, сформированный путем присвоения определенного веса (доли) в портфеле каждому инструменту, соответствующему установленным внутренними документами Банка России требованиям. Вес инструмента в нормативном портфеле определялся в зависимости от емкости рынка данного инструмента.

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

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

лютных нормативных портфелей за период с июля 2007 по март 2008 года, так как нормативное соотношение между операционным и инвестиционным портфелями не устанавливалось и доходность рассчитывалась отдельно для инвестиционного и операционного портфелей по каждой из валют.

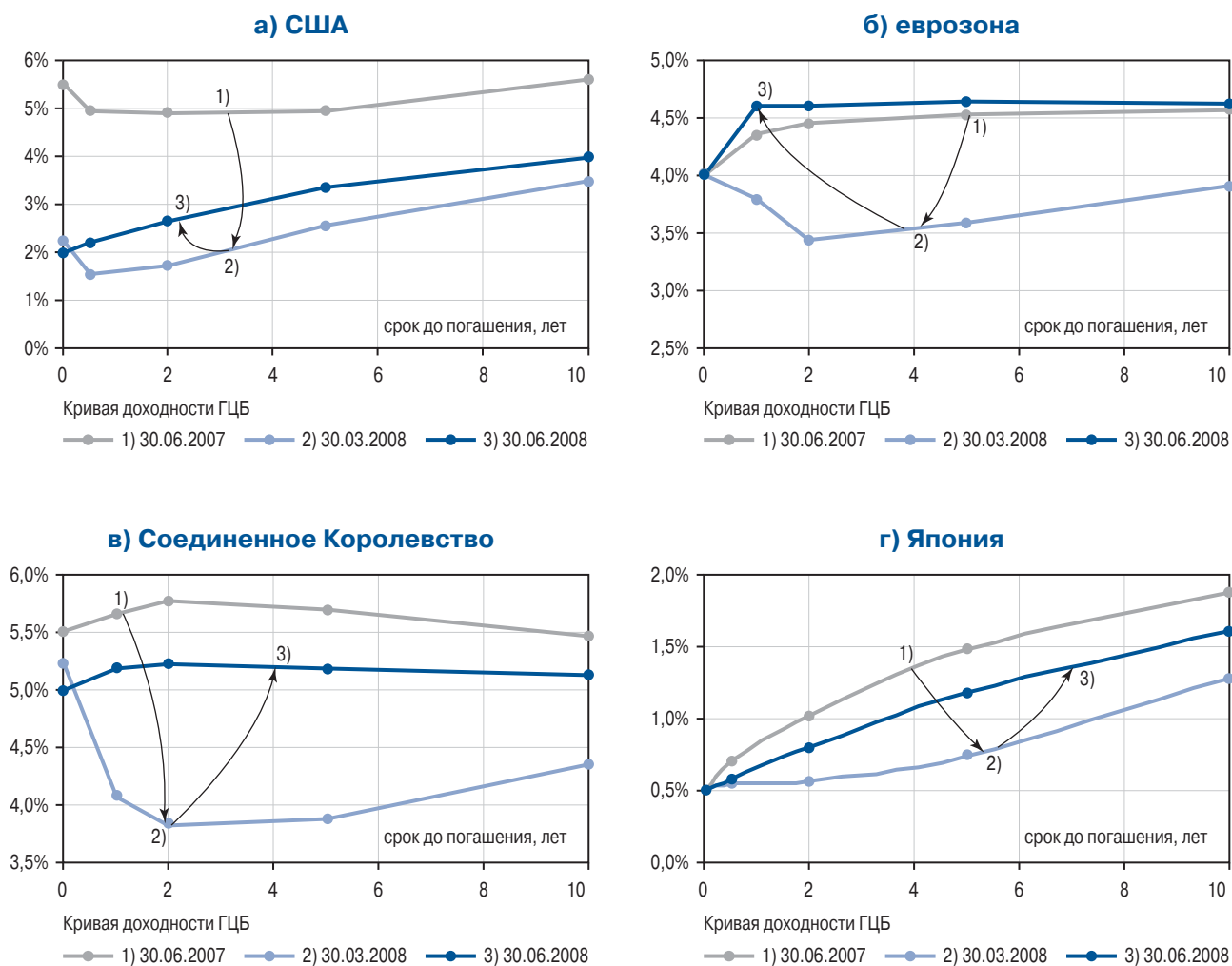
В рассматриваемый период Банк России продолжал принимать меры, направленные на минимизацию негативного влияния кризиса на стоимость резервных валютных активов: была сокращена доля активов с рейтингом ниже «АА», установлены более жесткие требования к контрагентам и срокам по депозитным операциям, дополнительно ограничены объемы операций с иностранными контрагентами, увеличен объем операций, обеспеченных залогом. В этот период Банк России уделял повышенное внимание мерам по обеспечению сохранности резервных активов. На фоне снижения доверия инвесторов к негосударственным ценным бумагам сокращены их объемы в составе валютных резервных активов в пользу более краткосрочных инструментов и государственных облигаций, установлены дополнительные ограничения на объемы вложений в негосударственные ценные бумаги.

Эффект «бегства в качество», который наблюдался по мере развития финансового кризиса, в первую очередь сказался на динамике ставок по государственным облигациям. Существенное снижение ставок в США и Соединенном Королевстве по всей *кривой доходности* определило высокие значения фактической доходности по всем одновалютным портфелям за весь рассматриваемый период. Однако во II квартале 2008 г. на финансовых рынках наблюдался рост доходностей

государственных ценных бумаг (см. рисунок 1.6). Это было связано с временной стабилизацией на финансовых рынках и ростом инфляционных ожиданий. В этот период ожидания участников рынка сместились в сторону

повышения *ключевых ставок* ведущими центральными банками, что вызвало снижение цен и определило отрицательные доходности нормативных и фактических портфелей с апреля по июнь 2008 года.

**Рисунок 1.6. Кривые доходности рынка государственных ценных бумаг в США, еврозоне, Соединенном Королевстве и Японии**



## Влияние кризиса на текущие тенденции управления международными резервами

По мере распространения финансового кризиса за пределы экономики США рост мировых международных резервов постепенно замедлялся. В течение I квартала 2008 г. росту резервов способствовали снижение курса доллара США к основным мировым валютам и сохранявшиеся на тот момент темпы роста мировой экономики. Однако в середине 2008 г. ситуация кардинально изменилась, когда кризис перешел в качественно новую стадию – кризисные явления глубоко затронули как финансовый, так и реальный секторы остальных регионов мира. В апреле–июле скорость накопления международных резервов уменьшилась на 80%, а в августе впервые за период с 2001 г. их рост сменился падением. Отток капитала из стран с формирующимися рынками, вызывавший удешевление национальных валют этих стран, обусловил проведение их центральными банками валютных интервенций.

### Распределение международных резервов по направлениям вложения

	В млрд. долл. США		В % от общей суммы	
	июнь 2007 г.	август 2008 г.	июнь 2007 г.	август 2008 г.
Депозиты	849,1	777,1	25,3	20,0
– в межгосударственных финансовых организациях	169,1	272,5	5,0	7,0
– в коммерческих банках	680,0	504,6	20,3	13,0
Ценные бумаги	2 502,6	3 116,1	74,7	80,0
Всего	3 351,7	3 893,2	100,0	100,0

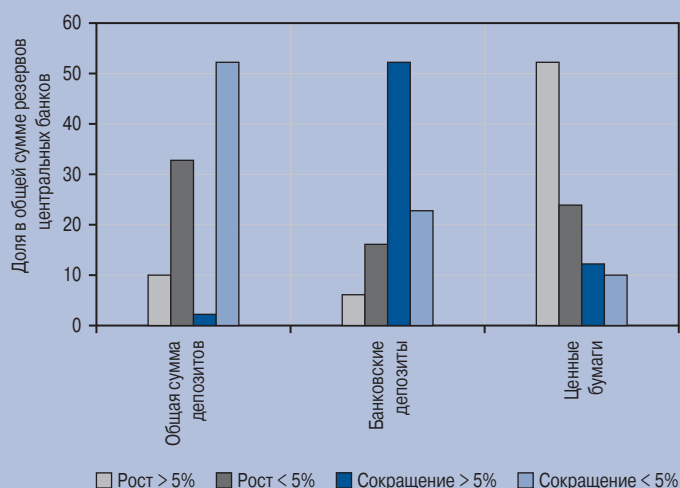
Источник: МВФ, расчеты J. P. Morgan.

Согласно данным Международного валютного фонда (МВФ) в течение первых четырех кварталов с начала кризиса (до июня 2008 г.) валютная структура резервных валютных активов изменилась следующим образом: евро несколько ослабил свои позиции в пользу доллара США, иены и фунта стерлингов.

По основным классам сформированных активов до начала финансового кризиса центральные банки, по данным МВФ, около 25% своих валютных резервов размещали на депозитах и около 75% – в ценных бумагах. В условиях растущих кредитных рисков доля активов на депозитах была снижена до 20%. При этом центральные банки существенно сократили долю текущих счетов и депозитов в коммерческих банках, переведя счета в межгосударственные финансовые организации. Изменилась также структура вложений в ценные бумаги. До кризиса, по данным Федерального резервного банка Нью-Йорка, увеличивался объем вложений в бумаги федеральных агентств США (см. раздел 3 Выпуска 3 (7) «Обзора деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами»), в то время как объем вложений в казначейские векселя США не менялся.

С декабря 2007 по июнь 2008 г. объемы средств, вкладываемых в эти два вида обязательств, были примерно на одном уровне. Однако начиная с июля 2008 г. центральные банки стали уменьшать свои вложения в агентские ценные бумаги (в основном за счет прямых продаж) и увеличивать вложения в казначейские ценные бумаги США. Таким образом, по мере распространения финансового кризиса структура международных резервов меняется в сторону высоконадежных ценных бумаг.

### Изменения в структуре портфелей центральных банков с июня 2007 по август 2008 года (в % от всех опрошенных банков)



Источник: МВФ, расчеты J. P. Morgan.

## 2. ОБЗОР КОНЪЮНКТУРЫ МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ В ИЮЛЕ–ДЕКАБРЕ 2008 ГОДА

### 2.1. Глобальные тенденции

**Во втором полугодии 2008 года финансовый кризис распространился на мировую экономику в целом...**



**...что спровоцировало очередной виток роста кредитного риска и взаимного недоверия участников...**



**...а также рост показателей изменчивости финансовых рынков**



Очередная волна финансового кризиса, начавшаяся с банкротства Lehman Brothers в середине сентября 2008 г., превратилась в цунами. В зоне действия кризиса оказалась вся мировая экономика, а сам кризис перестал быть исключительно финансовым, затронув и реальный сектор. Основной ареной событий являются развитые страны, где высокая степень развитости финансового рынка определяет быстрое распространение кризиса на реальный сектор и экономику в целом. Ожидается, что влияние кризиса на экономический рост будет наиболее негативным в странах с высокоразвитыми финансовыми рынками – США и Соединенном Королевстве, в несколько меньшей степени будут затронуты страны еврозоны и Япония (следует отметить, что в Японии ожидается наименьшее снижение темпов роста в силу того, что экономические агенты данной страны более приспособлены к ситуации стагнации или даже рецессии в экономике).

Тенденции, наметившиеся в середине 2008 года, во втором полугодии усилились. Взаимное недоверие участников рынка, истощение источников финансирования, повышенная чувствительность рынка к новостям, а также неопределенность относительно дальнейшего развития ситуации привели к тому, что показатели напряженности на финансовом рынке обновили свои исторические максимумы. В течение рассматриваемого периода продолжался рост стоимости дефолтных свопов и происходило дальнейшее расширение кредитных спредов. Несмотря на практически фронтальное снижение ставок ведущими центральными банками ставки межбанковского кредитования снижались существенно медленнее, а ставки кредитования реального сектора даже росли. При этом на ключевых сегментах финансового рынка сохраняется высокая изменчивость показателей, усиливающаяся низкой ликвидностью рынков ценных бумаг.

Распространение кризиса на страны с формирующимися рынками происходит преимущественно по двум направлениям. Во-первых, – через мировую торговлю. В 2008 г., особенно во втором полугодии, наблюдалось существенное снижение внешнеэкономической активности. По прогнозам МВФ, темпы роста объемов мировой торговли товарами и услугами уменьшатся с 7,2% в 2007 г. до 2,1% в 2009 г.; почти вдвое снизятся темпы роста объемов экспорта из развивающихся стран. О заметном сокращении объемов межконтинентальной торговли свидетельствует также динамика *индекса стоимости фрахтовых перевозок (Baltic Dry Index)*: с начала 2008 г. он снизился почти в 10 раз. Для стран с формирующимися рынками сужение рынков сбыта в развитых странах может стать ключевым фактором снижения темпов их экономического роста вплоть до отрицательных значений.

Во-вторых, распространение кризиса на развивающиеся страны идет через потоки капитала. Финансовые институты развитых стран, испытывая трудности с доступом к финансированию и минимизируя собственные риски, агрессивно сокращают инвестиции по всему миру и вкладывают средства в государственные ценные бумаги ведущих стран.

Затрудненный доступ к внешним источникам финансирования может создать для развивающихся стран проблемы с рефинансированием внешнего долга в случае дефицита собственных ресурсов – международных резервов или притока капитала по текущим счетам. По состоянию на декабрь 2008 г. дефолт объявил только Эквадор, однако проблемы с обслуживанием внешнего долга возникают и у ряда других стран. Чтобы не допустить череды дефолтов по государственным долгам, нуждающимся странам оказывается финансовая поддержка, в первую очередь через международные финансовые организации.

Центральные банки развивающихся стран последовали за ведущими центральными банками, расширяя возможности по рефинансированию банковского сектора. Вместе с тем многие из этих стран в той или иной степени придерживаются режима управляемого валютного курса. Соответственно, чтобы защитить национальную валюту от оттока капитала

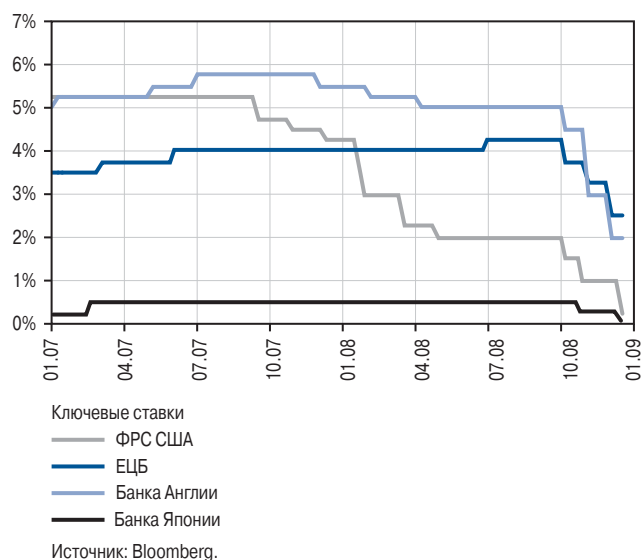
### Оборот мировой торговли сокращается, в частности, стремительно падает спрос на международные грузовые перевозки



### Отток капитала и снижение внешнеэкономической активности негативно сказывается на экономическом росте стран с формирующимися рынками

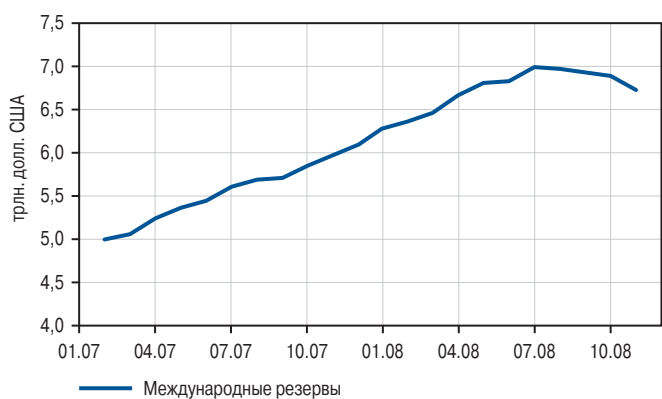


### Ведущие центральные банки продолжают снижать ключевые ставки и расширять доступ к инструментам рефинансирования



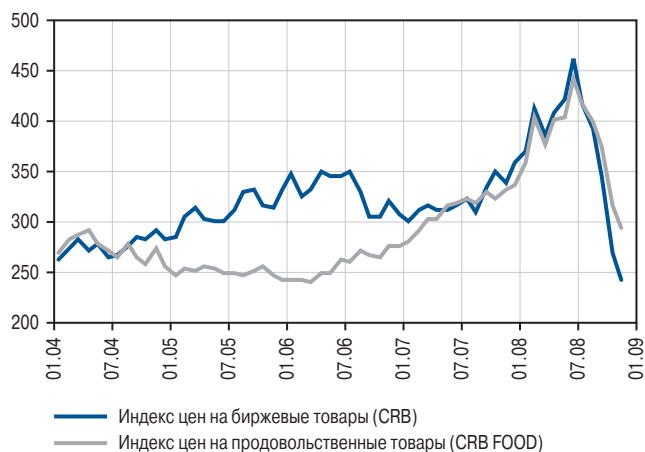


### Развивающиеся страны используют международные резервы для защиты валютных курсов



Источник: Bloomberg.

### Снижение экономической активности приводит к падению цен на товарных рынках



Источник: Bloomberg.

### Цены на нефть снизились до уровня 2005 года



Источник: Bloomberg.

и снизить нагрузку на международные резервы, рядом центральных банков принимались решения о повышении *ключевых ставок*. Как правило, это центральные банки, испытывающие массированную спекулятивную атаку на национальную валюту.

Между тем на фоне падения мировой экономической активности все большую силу набирает угроза *дефляции*. В течение рассматриваемого периода наблюдалось снижение цен на *биржевые товары*, в первую очередь на углеводородное сырье и сельскохозяйственную продукцию. При этом снижение было достаточно резким, например, цены на нефть за несколько месяцев вернулись к уровню 2005 года. Индекс цен биржевых товаров (индекс CRB) за период с июля по декабрь 2008 г. снизился на четверть. Кроме того, общему снижению уровня цен способствовало начавшееся сокращение потребительского спроса. Так, за ноябрь в ряде развитых стран снижение темпов роста *индекса потребительских цен* составило более 1 процентного пункта, хотя базовые индексы потребительских цен ведущих стран пока остаются на долгосрочных средних уровнях. По прогнозам МВФ, в 2009 г. возможно снижение темпов роста цен в развитых странах до 1,4%. Для развивающихся стран прогнозируется рост цен на 7,2%, что ниже аналогичного показателя 2007 г. на 2 процентных пункта. Вместе с тем для стран с формирующимися рынками сохраняется опасность значительного замедления роста экономики и роста инфляции в результате недостаточного предложения товаров и услуг.

Дефляция служит катализатором рецессии, так как на фоне снижения цен население, как правило, имеет меньшую склонность к потреблению и предпочитает больше сберегать. Это, в свою очередь, ведет к еще большему сокращению совокупного спроса и дальнейшему снижению цен – образуется порочный круг. С подобной ситуацией США столкнулись во время Великой депрессии. Стагнация, сопровождаемая дефляцией, более десяти лет наблюдалась в японской экономике. Кроме того, в условиях дефляции реальные ставки постоянно находятся в области положительных значений даже при нулевом уровне но-

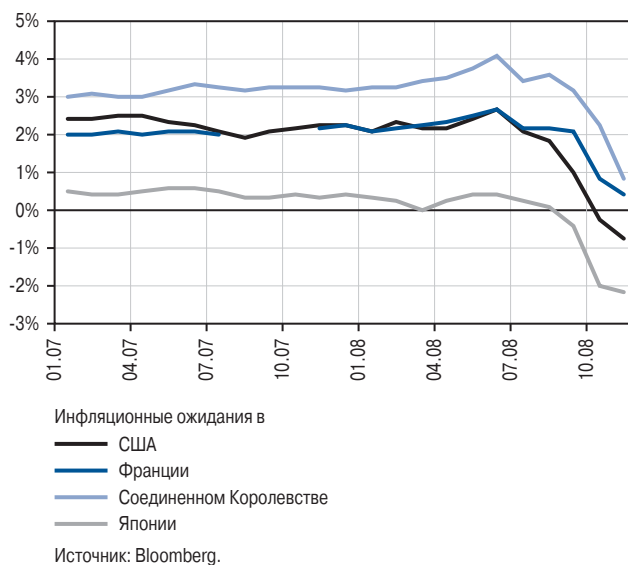
минальных ставок, что заметно ограничивает возможности денежно-кредитной политики по стимулированию экономической активности.

Для того чтобы угроза дефляции реализовалась, необходимо формирование устойчивых ожиданий снижения цен. Поэтому ведущие центральные банки, и в первую очередь Федеральная резервная система США (ФРС США), стараются действовать на опережение, проводя максимально мягкую денежно-кредитную политику, чтобы не допустить длительного периода снижения цен и, следовательно, формирования дефляционных ожиданий. Похожая ситуация складывается в Соединенном Королевстве и, естественно, в Японии. С этой точки зрения ключевым событием стало принятое 16 декабря 2008 г. решение ФРС США, которым в стране фактически введен режим политики нулевых процентных ставок. При этом режиме центральный банк стремится обеспечить такой уровень *денежной базы*, чтобы ставки денежного рынка были минимальными. После непродолжительного периода повышения ставок Банк Японии также был вынужден вернуться к такой политике. В соответствии с ожиданиями участников рынка следующим членом «клуба бесплатных денег» станет Банк Англии.

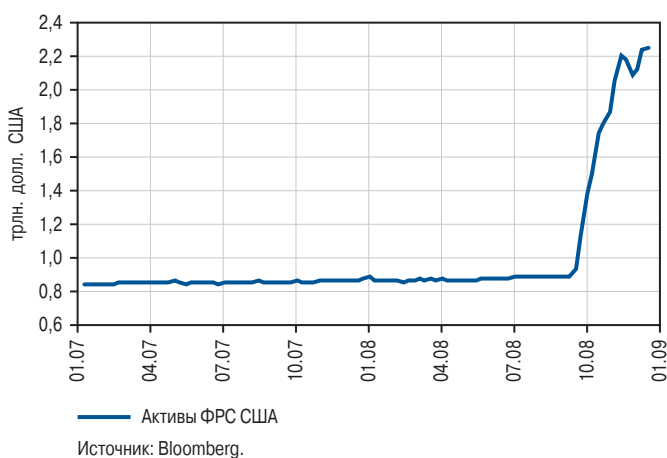
При проведении политики нулевых процентных ставок центральный банк смещает приоритеты от управления процентными ставками к управлению непосредственно денежным предложением, а основным способом проведения стимулирующей денежно-кредитной политики становится накачка экономики деньгами. В англоязычной экономической литературе такую политику называют «a helicopter drop<sup>1</sup>», отождествляя интенсивную эмиссию денег с их сбрасыванием с вертолетов.

Тем временем все большую значимость приобретают антикризисные меры бюджетно-налоговой политики. Объем средств, выделяемых государством для поддержки экономики, продолжает увеличиваться как в развитых странах, так и в странах с формирующимися рынками. Расширяются также программы помощи финансовому и реальному секторам экономики. При этом финансирование «спа-

**В результате снижения потребительского спроса по всему миру в считанные месяцы высокое инфляционное давление сменилось угрозой дефляции...**



**...для предотвращения которой ведущие центральные банки осуществляют мощную денежную накачку национальных экономик**



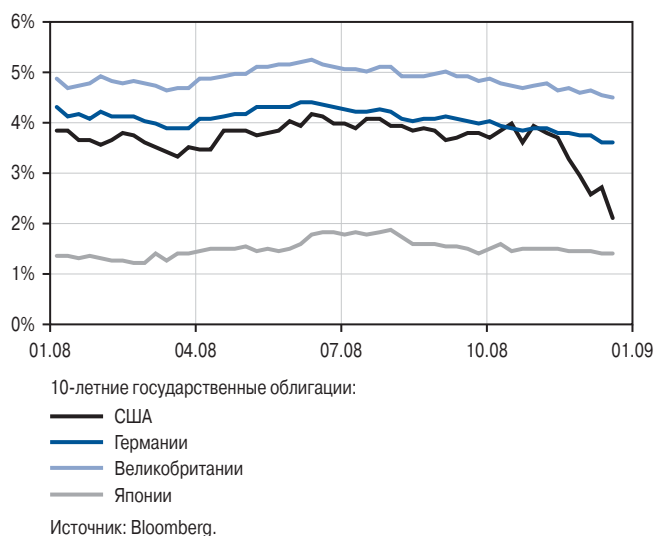
**Стимулирование экономики посредством смягчения денежно-кредитной политики усиливается мерами бюджетно-налоговой политики**

**Расширяются программы поддержки как финансового, так и реального сектора экономики**

<sup>1</sup> Буквально – сбрасывание грузов с вертолета (англ.).



**В силу действия эффекта «бегства в качество» доходности государственных облигаций продолжают снижаться...**



**...однако спред между краткосрочными и долгосрочными ставками остается значительным. Растут опасения участников рынка относительно платежеспособности ключевых эмитентов рынка государственного долга...**



**...особенно на фоне сокращения государственных сбережений и роста государственных расходов по всему миру**

сательных» мероприятий сопровождается ростом государственного долга, что сказывается на стоимости его привлечения. Так, ставки по долгосрочным государственным облигациям снижаются медленнее, чем краткосрочные ставки, в то же время растет количество несостоявшихся аукционов.

Пока поддержку спросу на высоконадежные государственные облигации оказывает эффект «бегства в качество»: доходности государственных облигаций США снизились до уровней 1940–1950-х годов. Похожая картина наблюдается и на других значимых рынках государственных облигаций. Однако растущий государственный долг вызывает у участников рынка все большие опасения. Стоимость *дефолтных свопов* по долгам Германии приближается к 50 базисным пунктам, по долгам США – превысила 70 базисных пунктов. Для сравнения, до кризиса меньшую стоимость имели дефолтные свопы по обязательствам, например, России или Мексики. В предшествующее кризису десятилетие среди основных держателей государственного долга развитых стран существенно возросла доля иностранных инвесторов, в первую очередь центральных банков и суверенных фондов. Углубление кризиса заставляет их использовать накопленные государственные сбережения для сдерживания оттока капитала и поддержания стоимости национальных валют – впервые с 2001 г. уровень международных валютных резервов стал снижаться. Уже в среднесрочной перспективе возможно существенное уменьшение спроса со стороны иностранных инвесторов и как следствие – рост стоимости обслуживания государственного долга развитых стран.

**Таблица 1.1. Основные макроэкономические индикаторы некоторых стран по итогам III квартала 2008 года**

Страна	ВВП на душу населения, тыс. долл. США <sup>1</sup>	Темп роста реального ВВП, % в год	Темп роста потребительских цен, % в год	Уровень безработицы на конец периода, %	Сальдо торгового баланса, % ВВП <sup>1</sup>	Ключевая ставка денежно-кредитной политики на 01.12.2008, % годовых
США	47,0	0,7	4,9	6,1	-4,6	1,00
Экономический и валютный союз	43,9	0,6	3,6	7,6	-1,2	3,25
Соединенное Королевство	45,7	0,3	5,2	5,8	-3,6	3,00
Япония	37,9	-0,5	2,1	4,0	4,0	0,30
Китай	3,2	9,9	4,6	4,0	9,5	5,58
<b>Россия</b>	<b>12,6</b>	<b>6,2</b>	<b>15,0</b>	<b>5,3</b>	<b>6,5</b>	<b>9,00</b>

**Таблица 1.2. Валютные резервы центральных банков по состоянию на 1 декабря 2008 года<sup>2</sup>**

	Страна	Объем резервов, млрд. долл. США	Доля в совокупных мировых резервах, %	Прирост за год, %
1	Китай <sup>3</sup>	1906,0	27,5	33,0
2	Япония	976,9	14,5	3,3
3	Россия	455,7	6,8	-1,7
4	Тайвань	280,7	4,2	3,9
5	Индия	239,0	3,5	-9,7
6	Бразилия	207,3	3,1	17,1
7	Южная Корея	200,5	3,0	-23,5
8	Гонконг	165,9	2,5	10,3
9	Сингапур	165,7	2,5	3,1
10	Алжир <sup>4</sup>	136,5	2,0	31,8
<i>Справочно</i>				
	США	38,6	0,6	-16,1
	Европейский центральный банк	51,1	0,8	20,2
	Германия <sup>4</sup>	40,8	0,6	0,4
	Соединенное Королевство <sup>4</sup>	41,4	0,6	-9,4
	Франция <sup>4</sup>	39,3	0,6	-20,9
	Италия <sup>4</sup>	34,4	0,5	19,7
	<i>Совокупный объем резервов</i>	<i>6733,8</i>	<i>100</i>	<i>12,8</i>

<sup>1</sup> По оценкам МВФ за 2008 год.

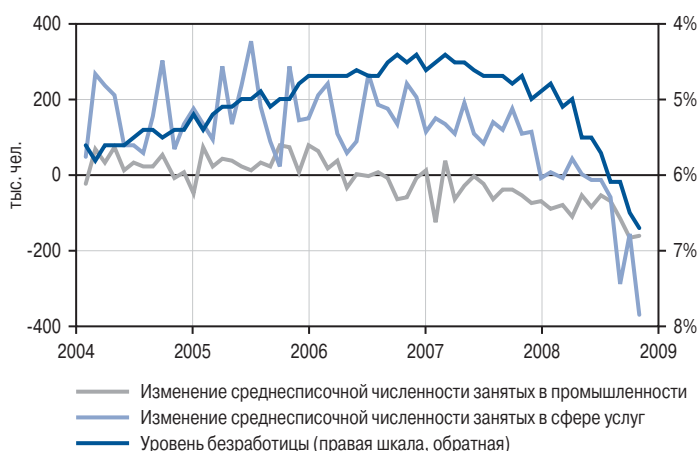
<sup>2</sup> По данным информационного агентства Bloomberg на декабрь 2008 года.

<sup>3</sup> По состоянию на 1 октября 2008 года.

<sup>4</sup> По состоянию на 1 ноября 2008 года.

## 2.2. Соединенные Штаты Америки

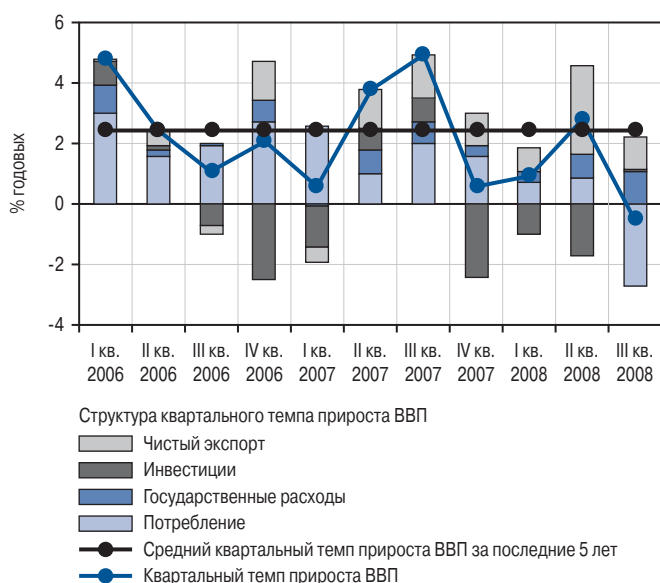
### Во второй половине 2008 года ситуация на рынке труда ухудшалась все более высокими темпами...



### ...что оказывает сдерживающее влияние на потребительские расходы домохозяйств



### ...и увеличивает вероятность рецессии в американской экономике в 2008–2009 годах



Рецессия американской экономики, по всей видимости, будет носить более глубокий и затяжной характер, чем предполагалось ранее – таков прогноз правительства США, обнародованный 25 ноября 2008 года. Об этом свидетельствует также динамика ряда макроэкономических индикаторов, в том числе показателей рынков труда, жилья и промышленного производства.

Опубликованные в декабре 2008 г. показатели рынка труда подтверждают эти прогнозы. По последним данным, количество рабочих мест в американской экономике в ноябре уменьшилось на 533 тыс. человек. Такое сокращение рабочей силы за месяц является максимальным за последние 34 года. В результате процент безработных в ноябре вырос до 6,7%, что является максимальным значением данного показателя за период с 1993 года. Учитывая сохранение проблем в финансовом секторе и ослабление реального сектора экономики, можно предположить, что ситуация на рынке труда США в ближайшее время будет только ухудшаться.

Кризис затронул широкие слои населения. Домохозяйства, ощутив масштабы кризиса, значительно сокращают расходы. В III квартале 2008 г. темпы роста потребительских расходов снизились на 3,7% в годовом выражении. Следует отметить, что уменьшение потребительских расходов произошло впервые за последние 17 лет. Негативные новости с рынка труда могут заставить потребителей сокращать свои расходы еще интенсивнее.

Темпы прироста ВВП в III квартале текущего года снижаются на фоне сокращения потребительских расходов. По предварительным оценкам, за указанный период ВВП снизился на 0,5% в годовом выражении, а не на 0,3%, как прогнозировалось в октябре. Снижение ВВП, по мнению большинства аналитиков, продолжится, причем ускоренными темпами: на данный момент существует риск снижения ВВП в IV квартале 2008 г. на 4% (в годовом выражении).

Динамика показателей деловой активности указывает на ее снижение в США. Индекс

опережающих индикаторов США понизился в октябре на 0,8% (в годовом выражении – на 3,2%). *Индикатор деловой активности*, рассчитываемый Ассоциацией менеджеров Чикаго, в ноябре 2008 г. составил 33,8 пункта – это самое низкое значение данного индекса за период с 1982 года. Индикатор деловой активности в производственной сфере в ноябре упал до 36,2 пункта – минимального значения за последние 26 лет. Снижение данных показателей сигнализирует о новых проблемах в потребительском и реальном секторах экономики.

Ослабление экономики в сочетании с падением мировых цен на энергоносители способствует снижению инфляционного давления. Индекс потребительских цен в ноябре 2008 г. понизился на 1,7%. Годовые темпы инфляции при этом составили 1,1% против 3,7% месяцем ранее. Темпы прироста базового *дефлятора конечного потребления*, являющегося для ФРС США основным индикатором инфляции, на конец октября 2008 г. составили 2,1% (относительно октября предыдущего года). Дальнейшее ослабление инфляционного давления со стороны внешних и внутренних экономических процессов грозит США развитием дефляционного сценария.

Продолжается спад в строительном секторе американской экономики. Объем строительства новых домов в ноябре сократился на 4,5%. По сравнению с пиком, достигнутым в начале 2006 г., объем строительства новых домов сократился на 65%. Число разрешений на строительство новых домов в октябре уменьшилось на 12% и составило 708 тыс., что является самым низким значением данного показателя с 1960 года. Продолжают сокращаться объемы продаж на первичном и вторичном рынках жилья, снижаются цены на жилье. Поэтому строители настроены крайне пессимистично, о чем свидетельствует и достигший рекордно низкого уровня индекс деловой конъюнктуры строительной отрасли.

Во второй половине 2008 г. нестабильность в финансовом секторе усилилась. В связи с этим ужесточаются требования, предъявляемые банками к заемщикам.

### Индикаторы деловой активности также свидетельствуют о начале рецессии в экономике США



### Ослабление экономики и падение мировых цен на энергоносители способствуют снижению инфляционного давления

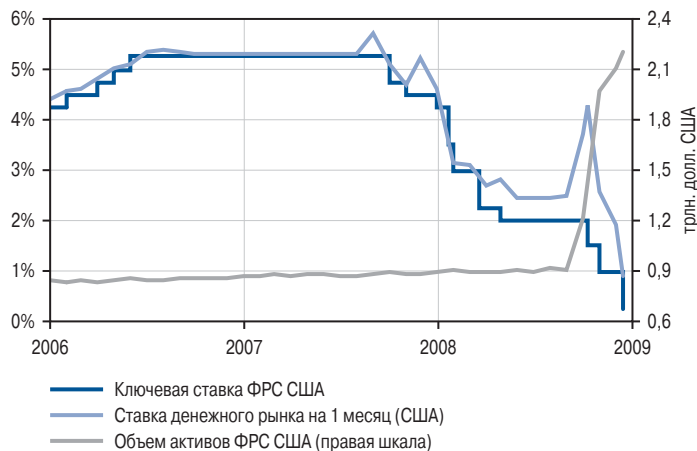


### Продолжающийся спад на рынке жилья...

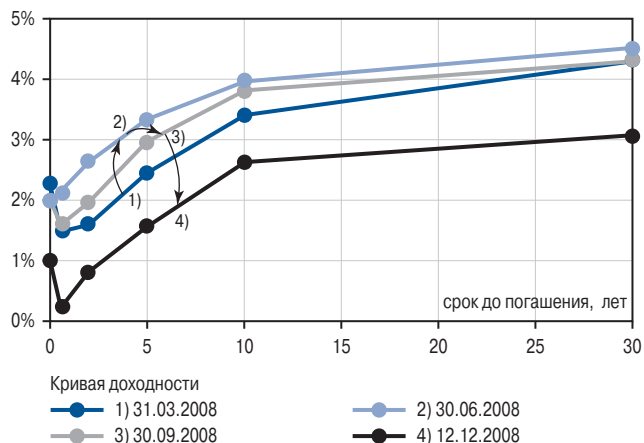


### ...нестабильность на финансовых рынках и ужесточение условий кредитования в экономике...

**...вынуждают ФРС США разрабатывать все новые меры для поддержки американских рынков, а также активно использовать инструменты денежно-кредитной политики для стимулирования деловой активности**



**Динамика ставок на рынке государственных ценных бумаг США во второй половине 2008 года характеризовалась последовательным снижением ставок вдоль всей кривой доходности**



**Доходность 10-летних государственных облигаций США находится на беспрецедентно низком уровне**



Из-за продолжающегося спада на рынке жилья крупнейшие ипотечные брокеры США оказались в затруднительном положении.

Для поддержки переживающего кризис рынка американской недвижимости и финансового рынка страны ФРС США в ноябре объявила о запуске новой программы помощи ипотечному рынку, в рамках которой она выкупит обязательства на 600 млрд. долл. США, а также программы поддержки выпуска обеспеченных активами ценных бумаг на 200 млрд. долл. США. Таким образом, с учетом «плана Полсона» общая сумма заявленной государственной помощи слабеющей американской экономике по данным направлениям составила 1,5 трлн. долл. США. Каков будет экономический эффект от такой политики в среднесрочной перспективе, аналитики предсказывать не берутся.

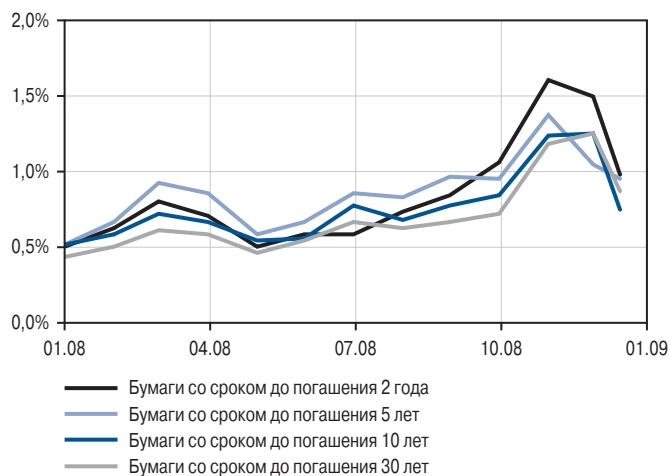
Для нормализации ситуации на финансовом рынке ФРС США продолжает активно использовать инструменты денежно-кредитной политики. Во II–III кварталах 2008 г. в условиях относительной стабилизации экономики и высокой инфляции ФРС США удерживала ключевую ставку на уровне 2,00%. После банкротства Lehman Brothers и последующего очередного витка «кризиса доверия» на рынках в течение двух октябрьских заседаний, одно из которых являлось внеочередным, ФРС США снизила ключевую ставку на 1 процентный пункт – до 1,00%. Из-за плохой работы каналов трансмиссионного механизма ФРС США на декабрьском заседании снизила целевой ориентир базовой ставки до 0–0,25%, заявив о намерении удерживать ставку на низком уровне в течение продолжительного периода. Переход финансовых властей США фактически к политике нулевых процентных ставок не оставляет ФРС США пространства для маневра, и дальнейшие меры поддержки рынков могут осуществляться преимущественно за счет роста активов ФРС.

Динамика ставок на рынке государственных ценных бумаг США во второй половине 2008 г. определялась состоянием мировых рынков. Частичная стабилизация ситуации на мировых финансовых рынках и изменение

отношения инвесторов к риску во II квартале 2008 г. во второй половине года сменились ожиданиями смягчения денежно-кредитной политики вместе с очередной волной бегства мировых инвесторов в активы высокого кредитного качества. Это привело к снижению доходностей государственных ценных бумаг США до исторических минимумов. Особенно резко понизилась доходность 10-летних бумаг, которая не опускалась ниже 3% на протяжении последних 50 лет.

Правительственная помощь государственным агентствам США немного успокоила участников рынка, что привело к уменьшению спредов облигаций агентств к государственным облигациям США в ноябре–декабре 2008 года.

**Спреды долговых обязательств государственных агентств США по мере преодоления панических настроений, преобладавших осенью 2008 года, постепенно сужаются**





## Рецессия в экономике США в 1990–1991 годах

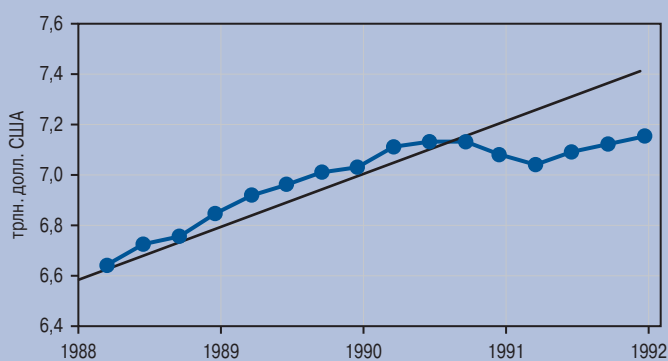
В «черный понедельник» (19 октября 1987 г.) произошел беспрецедентный обвал фондового рынка США: индекс Доу Джонса (Dow Jones Industrial Average) за день снизился на 22,6 процентного пункта – больше, чем во время Великой депрессии. Тем не менее первые проявления рецессии были быстро подавлены начавшейся в США президентской избирательной кампанией, и экономика начала довольно быстро восстанавливаться.

Однако вскоре после этого начался второй этап рецессии, который длился с июля 1990 г. по март 1991 года. В этот период темпы роста экономики были самыми низкими со времен Великой депрессии. На рисунке видно, что объем реального ВВП начал сокращаться со второй половины 1990 года, сильно отклонившись от тренда долгосрочного роста<sup>1</sup>.

До сих пор нет единого мнения относительно того, что именно послужило основной причиной рецессии:

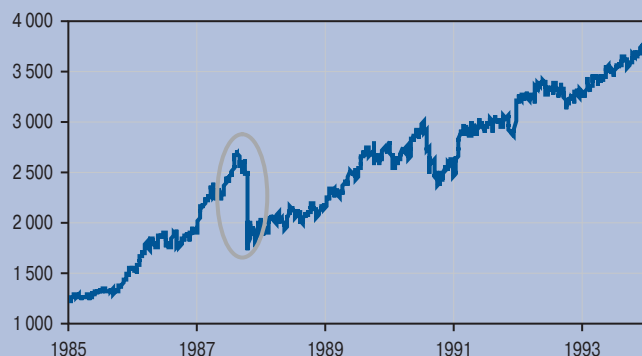
- неэффективное применение инструментов фискальной и монетарной политики;
- негативное влияние изменений, произошедших в мировой экономике, на ВВП США;
- кредитный кризис, вызвавший сокращение инвестиций;
- рост цен на нефть (в результате войны в Персидском заливе), спровоцировавший инфляцию.

### Отклонение реального ВВП США от долгосрочного тренда



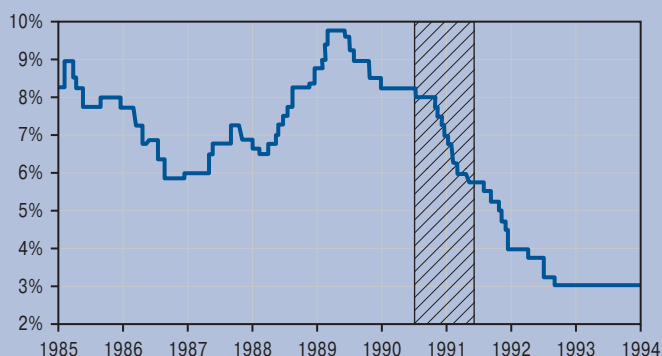
Рецессия в экономике США крайне негативно отразилась на стабильности банковской системы страны: начиная с 1985 г. были закрыты почти 900 банков. Банковская система не была такой слабой со времен Великой депрессии. Пытаясь уменьшить свои риски, банки сокращали объемы кредитования, что, в свою очередь, привело к кредитному кризису, который еще больше ослабил экономику. Правительство США стало искать решение для выхода из сложившейся ситуации.

### Динамика индекса Доу Джонса в октябре 1987 года



При первых признаках негативных изменений экономической конъюнктуры со второй половины 1989 г. ФРС США начала снижать учетные ставки. Однако плавное смягчение денежно-кредитной политики не помогло: в середине 1990 г. в экономике началась рецессия (ВВП снижался три квартала подряд: с III квартала 1990 г. по I квартал 1991 г.). В условиях экономического спада снижение ставки приобрело агрессивный характер. Стимулирующая монетарная политика проводилась и после завершения спада. В итоге за три года – с середины 1989 г. до середины 1992 г. – учетная ставка была снижена на 675 базисных пунктов (до 3%).

### Динамика базовой ставки США



<sup>1</sup> Средний темп прироста ВВП за период с 1978 по 1988 г. составлял примерно 2,3% в год.

8 февраля 1989 г. президент США Джордж Буш ст. анонсировал Закон о реформировании, поддержке и оздоровлении финансовых институтов (Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act – FIRREA), который был принят 6 месяцев спустя. В соответствии с этим законом были упразднены некоторые государственные регулирующие органы, часть оставшихся наделена новыми полномочиями, а также создано государственное агентство по ликвидации проблемных активов финансовых институтов (Resolution Trust Corporation – RTC). Перед ним были поставлены беспрецедентные на тот момент задачи. Основной функцией агентства была помощь в ликвидации активов ссудо-сберегательных ассоциаций (в основном активов, связанных с рынком недвижимости, в том числе ипотечных займов). Закон FIRREA постановил, что RTC (срок действия полномочий которой был ограничен пятью годами) будет управлять и принимать решения в отношении всех институтов, застрахованных Федеральной корпорацией страхования сбережений и займов (Federal Savings and Loan Insurance Corporation), которые были переданы под ее попечительство в период с 1 января 1989 г. по 9 августа 1992 года. Сама Федеральная страховая корпорация была ликвидирована этим актом.

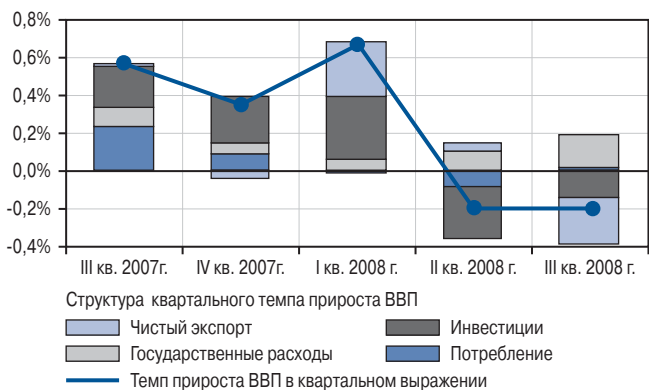
RTC первой начала участвовать в так называемых «долевых партнерствах», помогающих в ликвидации финансовых активов неплатежеспособных сберегательных учреждений. Суть этого нововведения состояла в следующем: пулы активов частично приобретались частными инвесторами, которые затем ликвидировали их и делили прибыль с RTC. Поскольку активы агентства продавались постепенно, вместо того чтобы быть разом выброшенными на финансовый рынок, издержки по ликвидации компаний для налогоплательщиков были значительно ниже, чем изначально предполагалось.

В период с 1989 г. до середины 1995 г. RTC реформировала (или ликвидировала) 747 сберегательных учреждений с общей суммой активов 394 млрд. долл. США. По оценкам специалистов из Федеральной корпорации по страхованию депозитов, помощь RTC обошлась американским налогоплательщикам в 150 млрд. долл. США (в ценах 1989 г.), или 2,75% ВВП.



## 2.3. Экономический и валютный союз

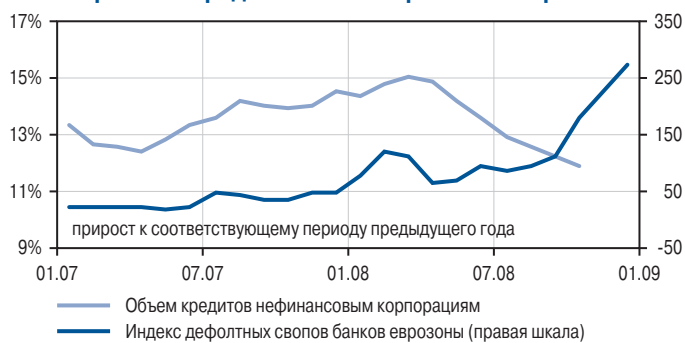
**В III квартале 2008 года ВВП еврозоны продолжал сокращаться. Основной вклад в замедление экономического роста внесло уменьшение объема чистого экспорта и инвестиций...**



**...в результате снижения мирового спроса на продукцию европейских экспортеров...**



**...и затрудненного доступа к источникам финансирования на фоне неопределенности на финансовых рынках**



**Резкое снижение уровня инфляции в III–IV кварталах 2008 года на фоне падения цен на сырье и энергоносители положительно повлияло на динамику расходов на потребление...**



В III квартале 2008 г. продолжилось сокращение в абсолютном выражении ВВП стран еврозоны. По сравнению со II кварталом 2008 г. ВВП уменьшился на 0,2%, прирост ВВП к соответствующему периоду предыдущего года составил всего 0,6%. Основным вклад в падение ВВП в III квартале 2008 г. внесло сокращение в абсолютном выражении объемов *чистого экспорта* и инвестиций.

Продолжающиеся со второй половины 2007 г. общемировое снижение уровня деловой активности, замедление экономического роста и уменьшение объемов потребления домохозяйств в III квартале 2008 г. привели к существенному сокращению объема чистого экспорта стран еврозоны. Так, по итогам квартала объем чистого экспорта стран еврозоны уменьшился по сравнению с II кварталом 2008 г. более чем на 13%. Согласно прогнозам продолжительности снижения темпов экономического роста в ближайшие кварталы динамика чистого экспорта не окажет существенного влияния на динамику ВВП. Неопределенность на мировых финансовых рынках и недостаток ликвидности у большинства их участников усложняют доступ к заемным средствам для всех экономических агентов. Так, во второй половине 2008 г. продолжилось начавшееся во II квартале этого года сокращение объема кредитов нефинансовым корпорациям. В совокупности с падением спроса на экспорт это ведет к снижению инвестиционной активности.

Падение цен на сырье и энергоносители, а также общемировое замедление экономического роста привели к резкому снижению инфляции: в ноябре 2008 г. она составила 2,1% в годовом выражении, вплотную приблизившись к границе целевого диапазона ЕЦБ. При этом *базовая инфляция*, не учитывающая эффекты изменения цен на продукты питания и энергоносители, остается в пределах комфортной для ЕЦБ зоны – в ноябре 2008 г. она составила 1,9% в годовом выражении.

Объем расходов на потребление домохозяйств, несмотря на ухудшение экономического положения как в еврозоне, так и в мире

в целом, в III квартале 2008 г. практически не изменился по сравнению с предыдущим кварталом. Основной причиной этого стало резкое снижение темпов инфляции в III квартале 2008 года: рост или падение темпов инфляции непосредственно влияют на оценку потребителями уровня своего располагаемого дохода и как следствие – на объем потребления. Тем не менее затрудненный доступ к заемным средствам и сокращение объемов потребительского кредитования, а также уменьшение спроса на труд со стороны работодателей сводят на нет положительный вклад от снижения инфляции.

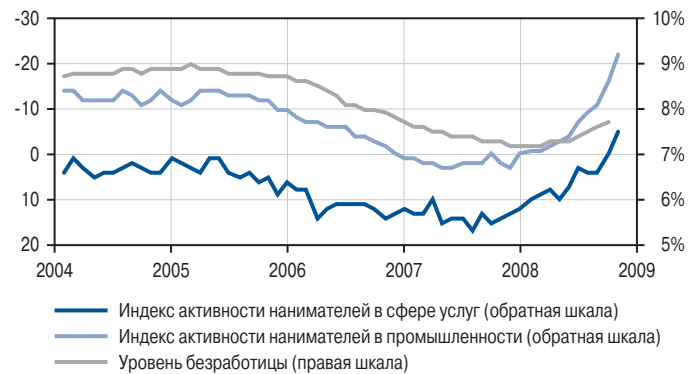
После нескольких лет сравнительно высоких темпов экономического роста безработица остается на относительно низком уровне. Тем не менее уменьшение спроса на продукцию европейских экспортеров снижает потребность компаний в рабочей силе, что уже привело к росту безработицы на 0,5 процентного пункта с начала 2008 г. и к заметному снижению индексов настроений нанимателей по сравнению с максимальными уровнями, достигнутыми в III–IV кварталах 2007 г. и, скорее всего, приведет к дальнейшему росту уровня безработицы в ближайшие кварталы.

Резкое ухудшение ситуации в экономике и на финансовых рынках вынудило ЕЦБ пойти на крайне резкое снижение ставок: на заседаниях 6 ноября и 4 декабря 2008 г. ключевая ставка ЕЦБ была снижена соответственно на 0,5 и 0,75 процентного пункта и составила 2,5%<sup>1</sup>. Усиление ожиданий продолжительного цикла дальнейших понижений ключевой ставки ЕЦБ и центральными банками других развитых стран, а также общемировой рост спроса на высоконадежные ликвидные активы обусловили глубокое снижение доходностей государственных ценных бумаг в III–IV кварталах 2008 года.

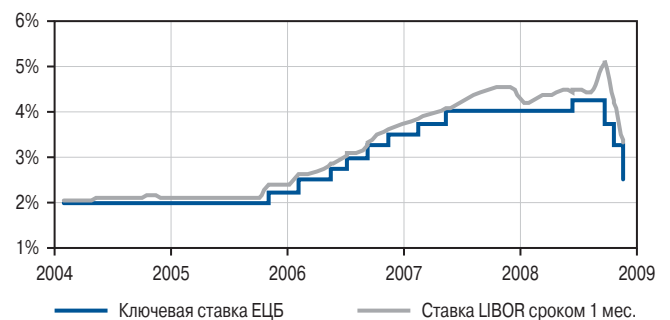
**...однако уменьшение объемов потребительского кредитования и рост пессимистических настроений среди потребителей сводят на нет положительный вклад от снижения инфляции**



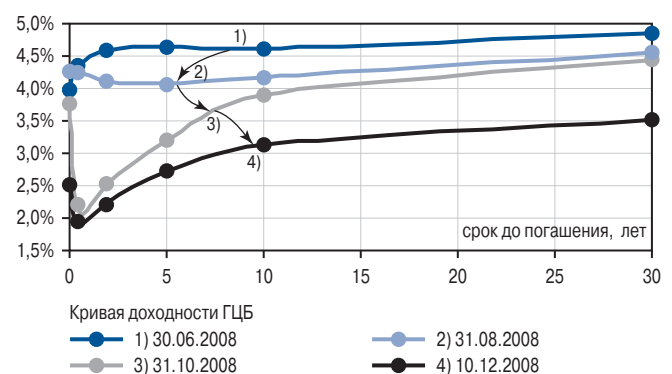
**Безработица выросла с начала года на 0,5%, и динамика индикаторов активности нанимателей на рынке труда говорит о том, что рост безработицы может продолжиться**



**Быстрое ухудшение ситуации в экономике и на финансовых рынках вынудило ЕЦБ пойти на крайне резкое снижение ставок...**



**...в результате доходности государственных ценных бумаг по всем срокам до погашения снизились**



<sup>1</sup> Во время подготовки настоящего обзора к печати ЕЦБ снизил ключевую ставку до 2%.

## Финансовые кризисы 1988–1994 годов в странах Северной Европы

Конец 1980-х годов был временем бурного экономического подъема в странах Северной Европы, а также бума на финансовых рынках (в значительной мере обусловленного происходившей в то время финансовой либерализацией) и рынках недвижимости. Цены на жилье в Норвегии, Швеции и Финляндии за пятилетний период, предшествовавший кризису, повысились более чем вдвое в номинальном выражении. В реальном выражении наиболее резкий рост цен на недвижимость наблюдался в Финляндии – порядка 80% по сравнению с 44 и 38% в Швеции и Норвегии соответственно.

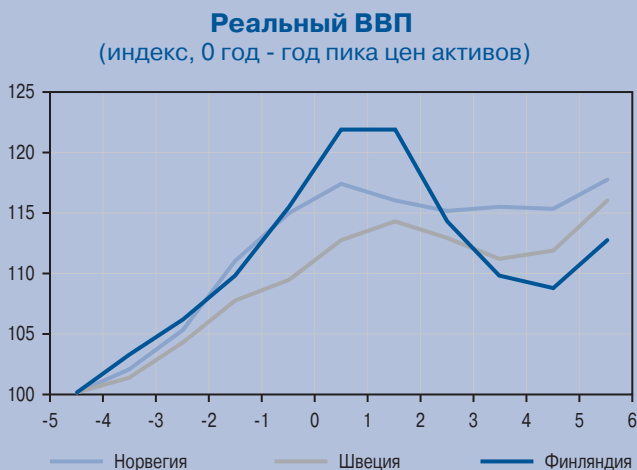
Значительное повышение цен активов, а также ослабление регулирования способствовали быстрому росту объемов кредитования: номинальный долг частного нефинансового сектора за те же пять лет увеличился на 87% в Финляндии, на 67% в Швеции и на 52% в Норвегии. В свою очередь, расширение кредита способствовало быстрому росту потребления и инвестиций и в итоге – перегреву экономики. Такое развитие событий было обусловлено также чрезмерно мягкой макроэкономической политикой. Центральные банки указанных стран были связаны обязательствами по поддержанию фиксированных обменных курсов национальной валюты, и потому не могли пойти на значительное ужесточение денежно-кредитной политики, чтобы бороться с нарастающим перегревом экономики. Более того, фискальная политика также способствовала увеличению объемов кредитования: согласно действовавшему законодательству процентные платежи вычитались из налогооблагаемой базы.

Перегрев экономики и активное наращивание долгов усиливали уязвимость экономик этих стран. Последовавшее как реакция на перегрев экономики и кредитный бум ужесточение монетарной и фискальной политики стало сильнейшим внутренним шоком. Наряду с внешними шоками это привело к возникновению кризиса.

Норвегия первой из указанных стран столкнулась с кризисом. Ужесточение монетарной политики, начатое центральным банком в 1986 г. для ослабления инфляционного давления и поддержания фиксированного курса валюты, быстро привело к ухудшению кредитных условий и падению цен активов.

Дополнительным ударом для экономики стало существенное снижение цен на нефть в 1986 году. В 1988 г. началась рецессия, которая длилась 2 года и привела к сокращению реального ВВП более чем на 4%. Кризис длился до 1992 г., общие потери от него оцениваются Международным валютным фондом (МВФ) в 9,8% ВВП<sup>1</sup>.

Кризисы в Швеции и Финляндии, последовавшие за норвежским, развивались по похожему сценарию. Более жесткая монетарная и фискальная политика спровоцировали сокращение объемов кредитования, снижение цен активов и в итоге – уменьшение расходов. Начавшаяся в 1991 г. рецессия в Швеции привела



к сокращению реального ВВП на 5,8% и значительному росту уровня безработицы (на 6,8 процентного пункта). Последствия кризиса в Финляндии были намного более масштабными. Перегрев экономики в этой стране был особенно сильным, как и сопутствовавшие ему расширение кредита и рост цен активов.

Дополнительным фактором, оказавшим негативное воздействие на реальный сектор Финляндии, стал распад Советского Союза – одного из основных торговых партнеров страны. Последовавшая девальвация валюты поддержала реальный сектор, но усугубила финансовый кризис, поскольку доля обязательств в иностранной валюте была значительной. Рецессия, начавшаяся в 1990 г. и длившаяся чуть более 3 лет, привела к сокращению реального ВВП на 13,3%, что более чем вдвое превышает аналогичные показатели в двух других странах. По оценке МВФ, в Финляндии потери от кризиса составили 22,4% ВВП.

<sup>1</sup> Здесь и далее – отклонения темпа роста ВВП от тренда.

Режим фиксированного валютного курса стал основным ограничением действенности монетарной политики. Если в условиях экономического подъема и притока капитала политика была слишком мягкой, в условиях кризиса она стала слишком жесткой: центральные банки не могли в достаточной мере смягчить политику для поддержания национальной экономики без девальвации валюты, которая нарушила бы действовавший валютный режим. Политика поддержания фиксированных валютных курсов становилась все более неэффективной, поэтому в 1992 г. все три страны отказались от поддержания фиксированных курсов.

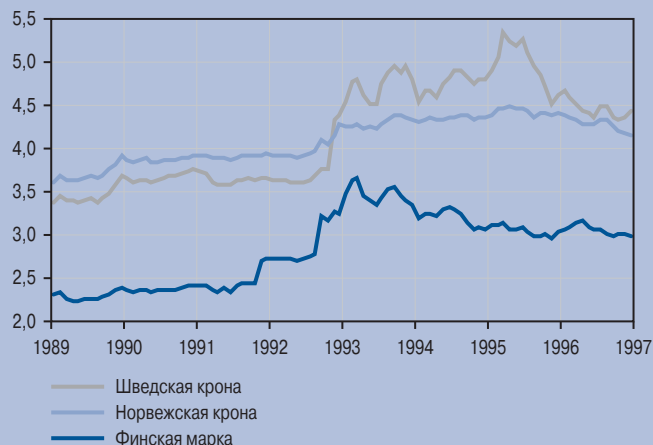
Действия, направленные на преодоление кризиса, включали как стандартные шаги по смягчению монетарной и фискальной политики – снижение ключевых ставок (составившее порядка 6 процентных пунктов в Норвегии, 7 процентных пунктов в Швеции и 8 процентных пунктов в Финляндии) и мощный фискальный стимул<sup>1</sup> (около 6% ВВП в Финляндии, 7% в Норвегии и 9% в Швеции), так и целенаправленные меры по поддержанию банковского сектора. Во всех рассматриваемых странах государство предоставило банковской системе значительные объемы ликвидности.

На раннем этапе кризиса принимаемые государством меры не носили систематического характера. В качестве первой неотложной меры крупным банкам, оказавшимся на грани банкротства, была оказана финансовая поддержка, и лишь затем начали создаваться специальные государственные гарантийные фонды и управляющие компании, предоставляться государственные гарантии. Так, в Финляндии в 1991 г. был национализирован Skopbank – крупнейший коммерческий банк, игравший роль основного кредитора для сберегательных банков.

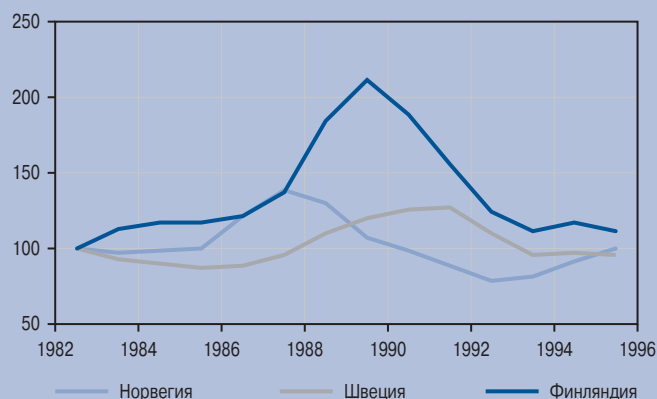
Затем в 1992 г. государство предоставило банкам дополнительный капитал на общую сумму 8 млрд. финских марок путем покупки привилегированных акций, которые могли быть конвертированы в голосующие акции при нарушении условий возврата средств<sup>2</sup>. В том же 1992 г. был создан Государственный гарантийный фонд, уполномоченный оказывать финансовую поддержку банкам в виде гарантий или акционерного капитала. Данный фонд получал средства из государственного бюджета.

В Швеции в 1991–1992 гг. три крупнейших банка страны – Första Sparbanken, Nordbanken и Gota Bank – один за другим оказались в тяжелой финансовой ситуации и получили помощь от государства в виде особых кредитных линий, гарантий по вкладам или гарантированной государством дополнительной эмиссии акций, как в случае с Nordbanken, в котором государство еще до кризиса владело 71% акций. Как в Швеции, так и в Финляндии государством были созданы особые управляющие агентства, куда переводились проблемные активы банков, получавших государственную поддержку. Другим важным шагом стало предоставление полной государственной гарантии не только по депозитам в указанных банках, но и по прочим их обязательствам (за исключением обязательств перед акционерами)<sup>3</sup>.

### Курсы валют стран Северной Европы к немецкой марке



### Реальные цены на недвижимость (индекс, 1982 г. = 100)



<sup>1</sup> Оценка по скорректированному на циклическую составляющую бюджету.

<sup>2</sup> На практике случаев конвертации акций не было.

<sup>3</sup> В Швеции гарантия действовала до июля 1996 г., в Финляндии – до декабря 1998 года.

Центральный банк Швеции использовал свои валютные резервы для предоставления банковской системе дополнительной ликвидности через размещение валютных депозитов в банках, а также выдачу банкам необеспеченных займов. Несмотря на то что в Швеции большую часть помощи государства получили всего два крупных банка – Nordbanken и Gota Bank, предпринятых шагов в сочетании с такими дополнительными мерами, как государственная гарантия, оказалось достаточно для поддержания доверия к банковской системе в целом. Другие банки получили возможность привлечь финансирование из частных источников, и им не потребовалась помощь государства.

В Норвегии меры по выходу из кризиса несколько отличались от аналогичных мер в двух других странах. На первом этапе кризиса поддержание платежеспособности банков осуществлялось их собственными коллективными гарантийными фондами. Позже, в 1991 году, когда частные фонды были практически истощены, был основан особый государственный гарантийный фонд, который оказывал банкам финансовую поддержку, но полной государственной гарантии по их долгам не предоставлялось. Не было создано и особого агентства, куда переводились бы проблемные активы банков (однако подобные структуры существовали внутри некоторых из банков).

В 1991–1992 годах несколько норвежских банков, включая три крупнейших коммерческих банка страны (их совокупная доля в общих активах банковского сектора достигала 54%), были национализированы. Отличительной особенностью проведенной национализации было то, что предварительно акционерный капитал этих банков был списан до нуля. Частные акционеры не получали от национализации никаких выгод, а государство становилось единственным собственником банка (таким образом было осуществлено списание убытков). В Финляндии и Швеции при национализации не происходило списания акционерного капитала, поэтому акционеры несли часть убытков. Правительство Норвегии аргументировало такой подход к проблеме необходимостью соблюдать интересы налогоплательщиков. В результате национализации нескольких банков доля государства в акционерном капитале коммерческих и сберегательных банков Норвегии выросла с 0% в декабре 1990 г. до 59% в феврале 1994 года<sup>1</sup>.

По данным исследования, проведенного Банком Норвегии в 2004 г., фискальные затраты на рекапитализацию банковского сектора в Финляндии достигли 8,9% ВВП<sup>2</sup>, в Швеции – 3,6% ВВП. Затраты Норвегии, где принимаемые меры были менее масштабными, составили лишь около 2% ВВП.

Источники: Norges Bank, Riksbank, Bank of Finland, J. P. Morgan Chase Bank.

<sup>1</sup> После выхода экономики из кризиса государство постепенно распродало находящиеся у него в собственности акции. Один из национализированных банков был продан в 1995 г., остальные два также были проданы в последующие годы. Лишь в одном из этих банков государство по-прежнему имеет долю около 30%. К октябрю 2003 г. доля государства в акционерном капитале банков сократилась до 15%.

<sup>2</sup> Здесь и далее – дисконтированная стоимость затрат относительно ВВП 1997 года.



## 2.4. Соединенное Королевство

К концу 2008 г. экономическая ситуация в Соединенном Королевстве серьезно ухудшилась. По итогам III квартала 2008 г. прирост ВВП уменьшился до отрицательного значения (-0,5% к предыдущему кварталу), что означает снижение годового темпа роста ВВП до 0,3%. Отрицательное значение квартального темпа роста в III квартале после нулевого роста во II квартале 2008 г. фактически означает наступление рецессии в экономике Соединенного Королевства.

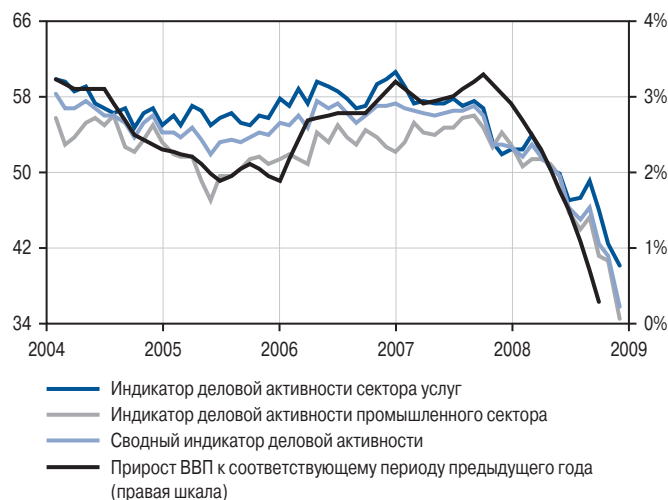
По итогам октября промышленное производство сократилось на 1,7%, а за 12 месяцев снижение данного показателя составило 5,2%. Продолжается спад на рынке недвижимости: в ноябре цены на жилье снизились на 0,4% (всего за год – на 13,9%).

В IV квартале 2008 г. и в 2009 г. ожидается еще более глубокий спад в экономике – *индикаторы деловой активности* в ноябре 2008 г. достигли очередных исторических минимумов. Опрошенные Банком Англии экономические агенты полагают, что сокращение объемов кредитования экономики банковским сектором, уменьшение спроса со стороны ключевых торговых партнеров на товары британского экспорта и снижение потребительской активности приведут к отрицательным темпам прироста ВВП в течение ближайших нескольких кварталов.

Схожих оценок придерживается и Международный валютный фонд (МВФ), опубликовавший 6 ноября обновленный прогноз перспектив глобальной экономики. Эксперты МВФ ожидают, что падение британского ВВП в 2009 г. составит примерно 1,3%, что является наихудшим показателем среди «семерки» ведущих промышленно развитых стран.

После долгого периода стабильности на рынке труда в III квартале 2008 г. его показатели заметно ухудшились: уровень безработицы в сентябре 2008 г. повысился до 5,8%, причем прирост количества безработных достиг максимума за период с начала 1990-х годов. Опросы работодателей говорят о высокой вероятности продолжения этой тенденции в ближайшем будущем.

**Отрицательный прирост ВВП в III квартале и индикаторы деловой активности, отражающие крайний пессимизм экономических агентов, говорят о приближении серьезной рецессии**



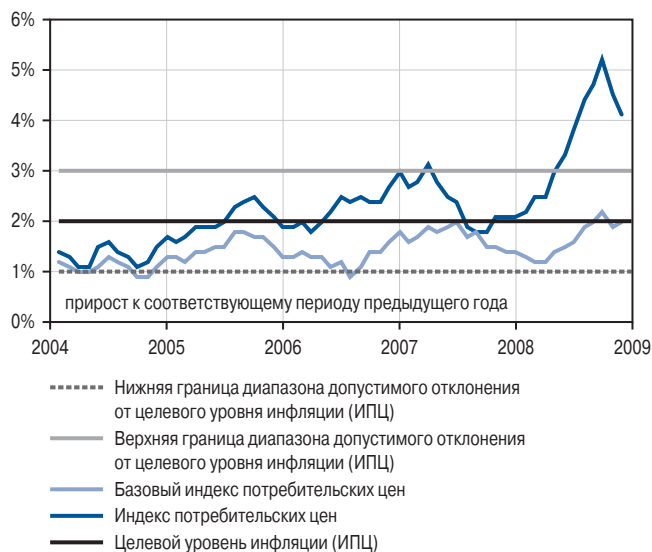
**Экономические агенты ожидают, что в течение ближайших нескольких кварталов темпы прироста ВВП будут отрицательными**

**По прогнозам экспертов МВФ, снижение британского ВВП в 2009 году составит примерно 1,3% (это наихудший показатель среди «семерки» ведущих промышленно развитых стран)**

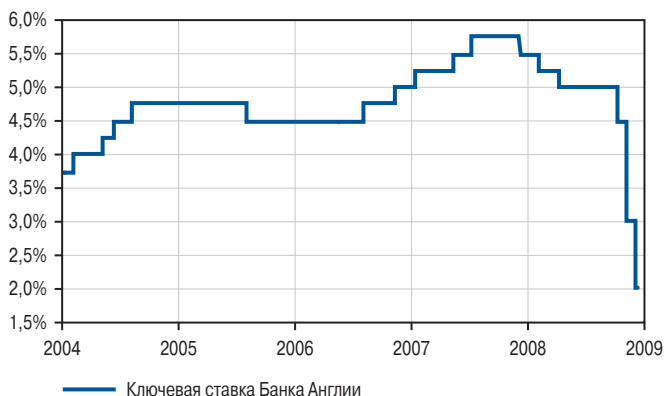
**Показатели рынка труда указывают на его значительное охлаждение**



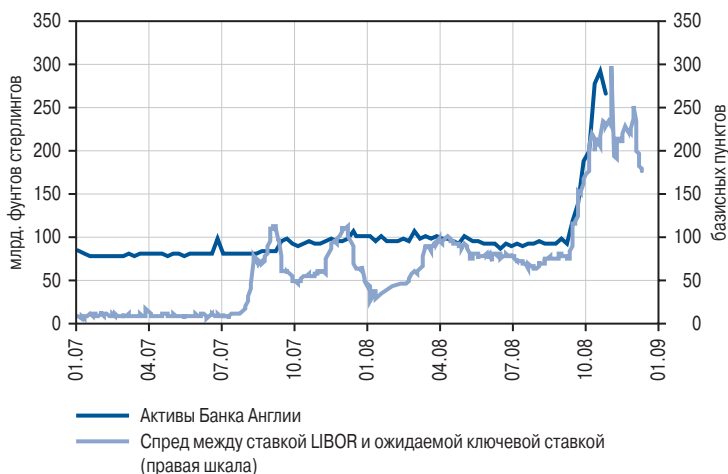
### Инфляция в Соединенном Королевстве начала снижаться, усиливаются дефляционные ожидания



### За ноябрь–декабрь 2008 года Банк Англии снизил ставку на 3 процентных пункта



### С середины сентября 2008 года Банк Англии активизировал антикризисные мероприятия, увеличив свои активы в 2,5 раза, что позволило частично снизить напряженность на денежном рынке



С октября 2008 г. угроза высокой инфляции в Соединенном Королевстве сменилась ожиданиями дефляции. Как и ожидалось, сентябрьское значение инфляции (5,2%) стало пиковым, и в октябре инфляция резко снизилась (до 4,5%), а в ноябре опустилась до 4,1%, что связано с падением цен на нефть более чем вдвое за последние несколько месяцев и благоприятной ценовой конъюнктурой на рынке продовольственных товаров.

По итогам 2008 г. инфляция, скорее всего, будет превышать верхнюю границу допустимого диапазона – 3%, однако в 2009 г. в условиях существенного спада экономической активности ожидается кардинальное изменение ситуации: по прогнозам Банка Англии, вероятно снижение инфляции до уровня даже ниже 1%. Более того, среди экономических агентов усиливаются ожидания в 2009 г. дефляции.

В условиях резкого ухудшения перспектив экономического роста, углубления кризиса в финансовой системе и существенного ослабления инфляционного давления в IV квартале 2008 г. Банк Англии принял решение радикально снизить ключевую ставку. В ноябре 2008 г. ставка была понижена сразу на 1,5 процентного пункта (до 3%), а в декабре – еще на 1 процентный пункт (до 2%). Такой масштаб единовременного снижения ключевой ставки стал максимальным с 1981 г. (тогда ставка была снижена на 2 процентных пункта), а текущий уровень ставки является самым низким с 1939 года.

Тем не менее даже такого решительного снижения ставки может быть недостаточно для поддержания экономической активности в 2009 г., так что высока вероятность очередного уменьшения ставки в ближайшее время. Банк Англии уже публично обсуждает вопросы проведения денежно-кредитной политики при нулевой процентной ставке.

С середины сентября 2008 г. в ответ на переход финансового кризиса на качественно новый уровень Банк Англии активизировал проведение операций по поддержке финансового сектора и банковской сферы (за полтора месяца валюта баланса Банка Англии выросла более чем в 2,5 раза). Результатом стало некоторое снижение напряженности на

денежном рынке: кредитные спреды, в начале ноября взлетевшие до почти 300 базисных пунктов, к середине декабря опустились ниже 200 базисных пунктов, что тем не менее является достаточно высоким уровнем.

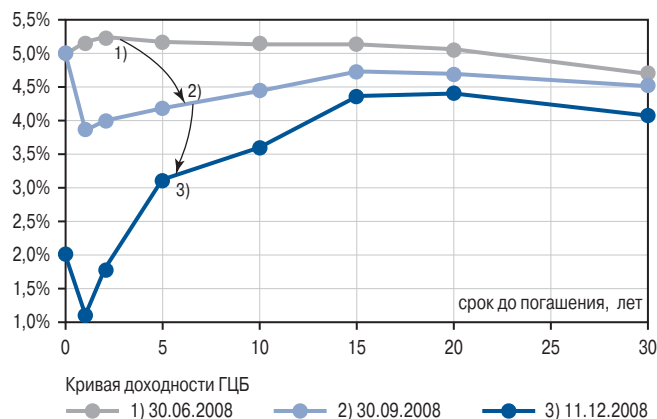
В представленном Министерством финансов в ноябре текущего года докладе о предварительных параметрах бюджета также содержится комплекс стимулирующих мер на сумму 20 млрд. фунтов стерлингов. Оценка чистых государственных заимствований была увеличена с 43 до 77,6 млрд. фунтов стерлингов на 2008/2009 финансовый год и с 38 до 118 млрд. фунтов стерлингов на 2009/2010 финансовый год. Отношение госдолга к ВВП в результате вырастет в 2009/2010 финансовом году до 48% с текущих 42,9%.

Одна из основных мер – снижение НДС на 2,5 процентного пункта – с 17,5 до 15% (вводится в качестве временной меры, в 2010 г. планируется ее отменить). По прогнозам Банка Англии, это может стать одним из основных факторов существенного замедления инфляции в 2009 г. наряду с эффектом от снижения цен на мировых товарных рынках и спадом экономической активности.

Под влиянием ожиданий снижения ключевой ставки и продолжающегося «бегства в качество» кривая доходности государственных ценных бумаг в течение III квартала 2008 г. двигалась вниз. После решений Банка Англии о снижении ключевой ставки доходность госбумаг со сроком до 15 лет резко упала, в результате чего кривая доходности на участке от 2 до 15 лет приобрела заметный положительный наклон. Форма кривой на коротком участке отражает ожидания участниками рынка дальнейшего снижения ключевой ставки.

**В ноябре 2008 года Министерство финансов представило доклад о предварительных параметрах бюджета, содержащий комплекс стимулирующих мер**

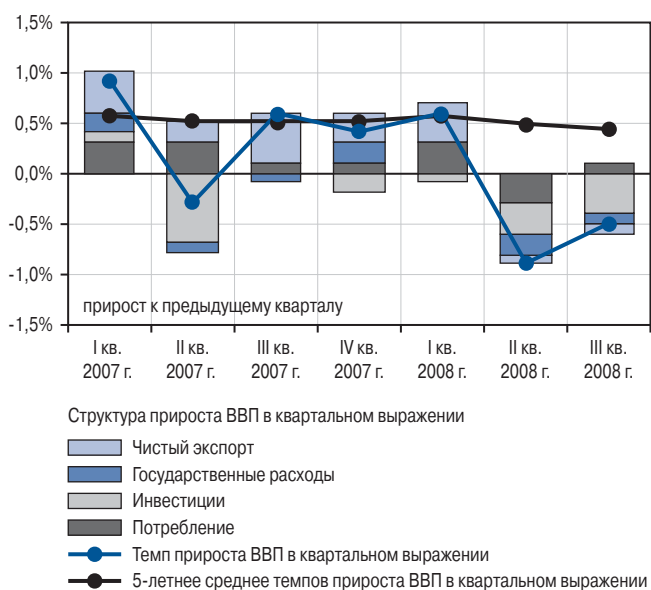
**В III квартале 2008 года кривая доходности государственных ценных бумаг постепенно смещалась вниз; после принятия Банком Англии решений о снижении ключевой ставки в ноябре–декабре этот процесс резко ускорился**



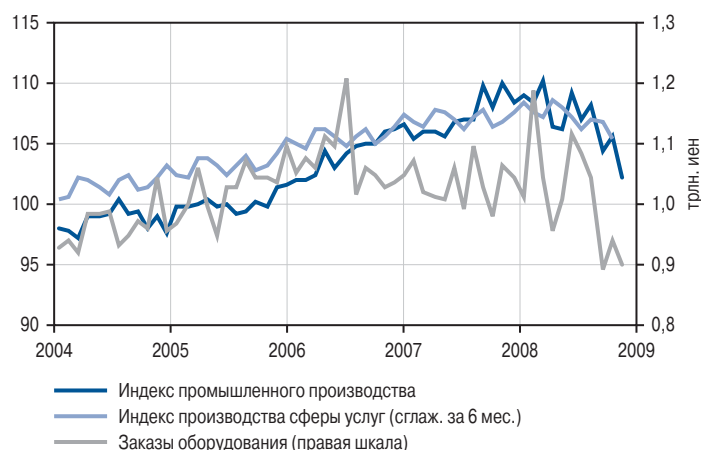


## 2.5. Япония

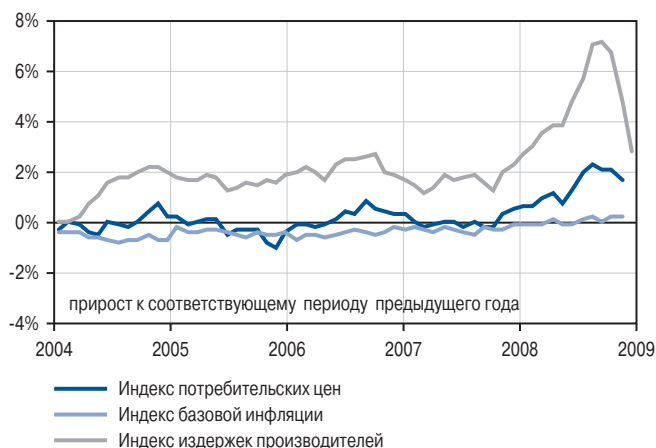
**В течение двух кварталов подряд ВВП Японии снижается, что фактически означает наступление рецессии**



**На фоне снижения промышленного производства и сокращения выпуска в сфере услуг...**



**...в III квартале инфляция начала замедляться под влиянием падения цен на энергоносители и продукты питания**



Данные о росте ВВП в III квартале 2008 г. говорят о наступлении рецессии в экономике Японии. В течение двух кварталов подряд японский ВВП демонстрирует отрицательный темп прироста (к предыдущему кварталу):  $-0,9\%$  во II квартале и  $-0,5\%$  в III квартале.

Ускоряющееся падение производства было зафиксировано как в секторе промышленности (с  $0\%$  в годовом выражении в августе до  $-7\%$  в октябре 2008 г.), так и в сфере услуг (с  $-0,1\%$  в июле до  $-0,9\%$  в октябре 2008 года).

Падение ВВП было вызвано сокращением инвестиций ( $-0,4\%$  к предыдущему кварталу), чистого экспорта и госрасходов (по  $-0,1\%$ ) на фоне небольшого положительного темпа прироста потребления ( $0,1\%$ ).

Рост потребления наблюдался на фоне неожиданного снижения безработицы (с  $4,0\%$  в июле до  $3,7\%$  в октябре 2008 г.) и реальной заработной платы, масштаб сокращения которой уменьшился с  $-2\%$  в июле до  $-1,8\%$  в октябре 2008 года. Снижение уровня безработицы наблюдалось на фоне сокращения количества рабочих мест, поэтому в ближайшие месяцы ожидается ее рост.

Снижение спроса на японские товары, прежде всего автомобили и высокотехнологичные товары для дома<sup>1</sup>, со стороны США, еврозоны и стран Азии (включая Китай) привело к значительному уменьшению экспорта (на  $7,7\%$  в годовом выражении в октябре 2008 г.).

Падение внешнего и внутреннего спроса привело к снижению инвестиционных расходов. В июле–октябре продолжилось сокращение заказов на оборудование со стороны частного сектора, задающих вектор прироста инвестиций в ближайшие несколько кварталов.

В условиях снижения внутреннего и внешнего спроса и падения цен на нефть и другие энергоносители, а также продукты питания темпы инфляции снизились с  $2,3\%$  в июле до  $1,7\%$  в октябре 2008 года.

В данных экономических условиях Банк Японии дважды снизил ключевую ставку: в октябре с  $0,5$  до  $0,3\%$  в декабре – до  $0,1\%$ .

<sup>1</sup> Домашние кинотеатры и широкоэкранные телевизоры, компьютеры.

Этот шаг сильно сужает возможности дальнейшего снижения ключевой ставки, так как это может привести к нарушению функционирования рынка краткосрочных заемных средств.

Для поддержки финансовой системы Банк Японии расширил спектр операций по предоставлению дополнительной ликвидности: увеличил частоту и размер предоставляемых средств по операциям РЕПО, а также расширил список принимаемого обеспечения. Кроме того, активно обсуждаются условия проведения операций кредитования по ключевой ставке Банка Японии.

Благодаря принятым мерам в июне–ноябре 2008 г. японский денежный рынок оставался относительно стабильным по сравнению с рынками США и еврозоны. Ставки по банковским кредитам находились на умеренных уровнях, а темп роста объемов банковского кредитования в октябре–ноябре повысился.

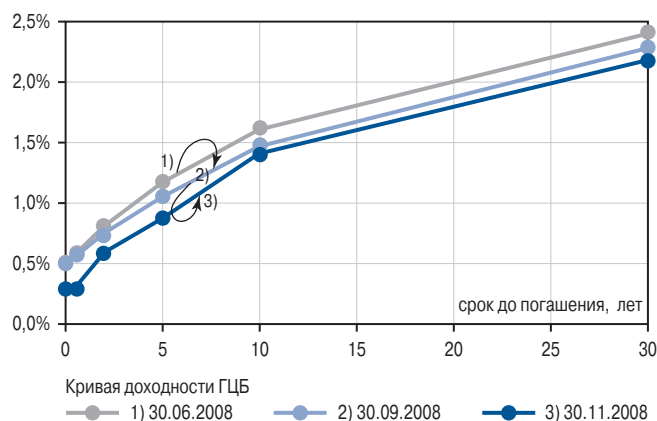
В текущих экономических условиях большинство участников рынка склонны ожидать сохранения ключевой ставки на текущем уровне как минимум в течение 2009 года.

Под воздействием произошедшего снижения ключевой ставки и процесса «бегства в качество» кривая доходности гособлигаций Японии продолжала снижаться на всех участках.

### Ситуация на денежном рынке Японии остается относительно стабильной по сравнению с рынками США и еврозоны



### Кривая доходности государственных ценных бумаг продолжила движение вниз под воздействием снижения ключевой ставки и продолжающегося процесса «бегства в качество»



## Антикризисные меры японских властей в период рецессии 1990-х годов

После активной экспансии в 1980-х годах (среднегодовой прирост ВВП на протяжении десятилетия составлял 4,0%) японская экономика в 1990-е годы вступила в полосу затяжного экономического кризиса, подобного которому она не переживала за весь послевоенный период. Ежегодные темпы роста экономики в 1990–2000 годах снизились до 1,5%, причем за это время было зафиксировано 5 технических рецессий, когда ВВП сокращался на протяжении двух и более кварталов подряд. Уровень безработицы вырос с 2,2% в январе 1990 г. до 5,4% в марте 2003 года. Медленное оживление хозяйственной конъюнктуры началось только в 2003 году.

Отправной точкой кризиса принято считать коллапс японского фондового рынка в 1990 г. (к середине 1992 г. ведущие индексы упали более чем на 60%), вслед за которым последовало снижение цен на землю и недвижимость (около 40%). По мнению экспертов, крайне завышенная стоимость финансовых активов накануне биржевого краха 1990 г. сформировалась, во-первых, под воздействием чрезмерного оптимизма среди инвесторов относительно дальнейших перспектив экономического развития Японии, во-вторых, из-за смягчения банковских стандартов и резкого роста кредитования в 1980-е годы, спровоцированного серьезными пробелами в системе надзора за банковским сектором, правилах бухгалтерской отчетности и законодательстве о банкротстве.

В свою очередь, лопнувший пузырь на рынке ценных бумаг спровоцировал кризис ликвидности и доверия на межбанковском рынке (баланс большинства банков оказался обременен множеством проблемных займов, обеспечением по которым нередко служили акции или объекты недвижимости – их доля составляла порядка 9% в общем объеме выданных кредитов), резко ограничил возможности корпоративного сектора, особенно малых и средних предприятий, по привлечению инвестиций.

В сложившихся условиях Правительство Японии основной упор сделало на стимулирование экономической активности, используя для этого меры налогово-бюджетной политики, а также ряд структурных реформ (административную, пенсионную, корпоративного управления, регулирования финансовых рынков и пр.). На первом этапе приоритет был отдан снижению налогового бремени и наращиванию госрасходов (абсолютный рекорд поставили принятые в апреле и ноябре 1998 г. пакеты антикризисных мер совокупным размером 8% ВВП, включавшие масштабные инфраструктурные и высокотехнологичные проекты, выделение средств для пополнения капитала финансовых учреждений, гарантирования банковских вкладов и новых долговых обязательств корпоративного сектора). Обратной стороной этих мер стал рост бюджетного дефицита, достигавшего в разные годы 4–8% ВВП, и госдолга, который увеличился за десятилетие с 40 до 100% ВВП.

Продолжающееся ухудшение макроэкономических показателей вынудило власти пересмотреть приоритеты в области денежно-кредитной политики, в первой половине 1990-х годов недостаточно активно применявшейся для борьбы с финансовым кризисом и фактически способствовавшей его углублению. Первым шагом стало предоставление Банку Японии в 1998 г. независимости и отмена его формального подчинения правительству.

Главным элементом нового монетарного курса стал переход к удержанию ставки по депозитам овернайт фактически на нулевом уровне (zero interest rate policy – ZIRP была официально провозглашена 12 февраля 1999 года)<sup>1</sup>. Однако усиление дефляционных тенденций и достаточно острая ситуация с ликвидностью заставили японские монетарные власти пойти еще дальше и первыми среди ведущих развитых стран применить таргетирование размера остатков на корреспондентских счетах коммерческих банков в Банке Японии (quantitative monetary easing policy – QMEP начала проводиться 19 марта 2001 года). Результатом стало снижение ставки по депозитам овернайт сначала до 0,01%, а затем и до 0,001%; ощутимо сократились ставки по средне- и долгосрочным гособязательствам.

Для увеличения остатков на корсчетах (с марта 2001 г. по январь 2004 г. они были увеличены с 5 до 35 трлн. иен, что более чем в 5 раз превысило норматив обязательных резервов кредит-

<sup>1</sup> Официальная ставка рефинансирования снижена с 6% в 1991 г. до 0,5% в 1995 г. и 0,1% в 2001 году.

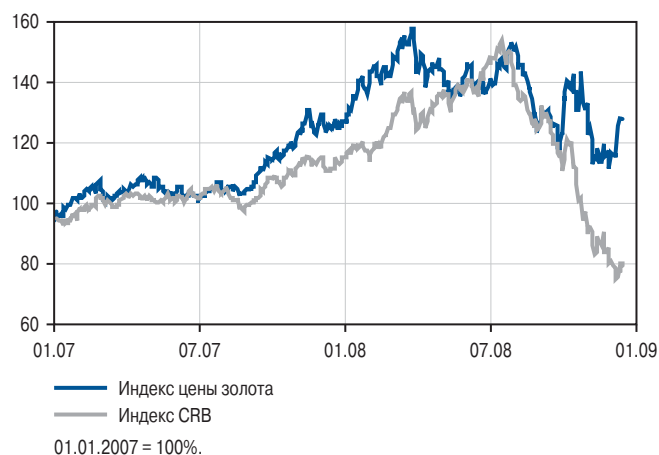
ных организаций) Банк Японии активно применял широкий спектр операций, включая покупку долгосрочных гособлигаций (лимиты по таким операциям регулярно повышались).

Кроме того, в 2000 г. была произведена реорганизация Службы надзора за финансовым рынком, длительное время сопротивлявшейся принятию мер по оздоровлению банковской системы, таких как пополнение капитала кредитных учреждений и выкуп находящихся на их балансе проблемных активов (всего на эти цели было выделено свыше 70 трлн. иен). Государство предприняло и такие шаги, как закрытие ряда крупных банковских институтов (например, «Hokkaido Takushoku Bank») и их национализация (в частности, «Long-Term Credit Bank» и «Nippon Credit Bank», впоследствии проданных частным инвесторам). В 2002 г. была разработана программа выкупа у банковских учреждений находящихся на их балансе акций объемом 3 трлн. иен, с тем чтобы помочь им снизить стоимость этих активов до уровня капитала первого порядка (в 2001 г. акции в распоряжении банковских институтов превосходили размер их капитала примерно в 1,5 раза, или на 8 трлн. иен).

В конечном итоге перечисленные выше меры позволили выйти на положительные (хотя и невысокие) темпы экономического роста на протяжении 2003–2007 годов. Тем не менее в 2008 г. страна оказалась на пороге новой рецессии, что повышает вероятность возврата финансовых властей к политике «нулевых ставок». В контексте мирового финансового кризиса японский опыт борьбы с экономическим спадом и дефляцией может оказаться актуальным и для других стран, особенно США и Соединенного Королевства, где начинают проявляться похожие симптомы.

## 2.6. Рынок золота

**Во второй половине 2008 года на рынке золота, как и на других товарных рынках, преобладала тенденция к снижению цен**

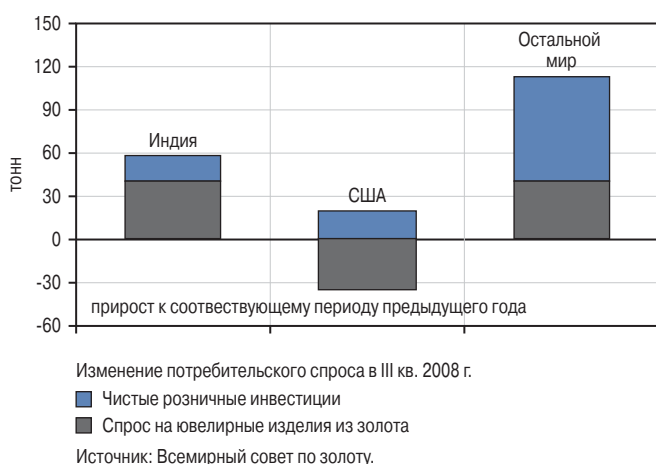


**Снижение цен и нестабильность мировой экономики стали основными факторами роста инвестиционной составляющей спроса на золото**



Источник: Всемирный совет по золоту.

**Изменение потребительского спроса на ювелирные изделия из золота было разнонаправленным в разных странах. В США и ряде других развитых стран он заметно снизился**



Источник: Всемирный совет по золоту.

На фоне ухудшающегося состояния мировой экономики во второй половине 2008 г. наблюдалось значительное снижение цен на биржевые товары. Динамика цен на золото на протяжении рассматриваемого периода была разнонаправленной: наблюдались непродолжительные периоды как роста цен, так и их падения, однако тенденция к снижению цен доминировала. По сравнению с первым полугодием 2008 г. средняя цена на золото за период с 1 июля по 1 декабря 2008 г. снизилась почти на 10%. Достигнутая к началу декабря цена (815 долл. США за унцию) сопоставима с уровнем начала 2008 года.

После нескольких кварталов снижения в III квартале 2008 г. спрос на золото в весовом выражении продемонстрировал уверенный рост (на 18% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года). В стоимостном выражении за тот же период спрос вырос на 51% – до нового рекордного значения (превысив максимум, достигнутый во II квартале 2008 г., на 45%). Общий рост стал результатом увеличения инвестиционного спроса (на 56%) и спроса со стороны ювелирной промышленности (на 8%), вызванного снижением цены на золото, а также наступлением сезона свадеб в Индии (см. вставку). Ухудшение состояния мировой экономики и усиливающееся недоверие к финансовым рынкам способствовали увеличению привлекательности золота как надежного актива, традиционно пользующегося повышенным спросом со стороны инвесторов в периоды нестабильности на рынках. Тем не менее эти факторы обусловили существенное снижение спроса на золото со стороны промышленности (на 11%).

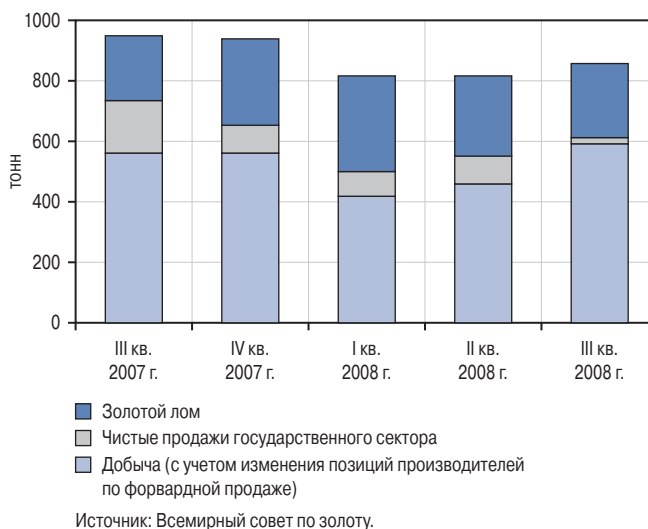
В разрезе по странам наблюдалась разнонаправленная динамика спроса на золото. Наиболее значительное повышение спроса было отмечено в Индии, в то время как потребительский спрос на ювелирные изделия из золота в США резко снизился. Впрочем, это снижение было в значительной мере скомпенсировано ростом инвестиционного спроса.

Предложение в весовом выражении в III квартале 2008 г. сократилось по сравнению с уровнем предыдущего года на 10%, в

значительной степени за счет существенно-го уменьшения продаж золота центральными банками. За год – с начала октября 2007 до конца сентября 2008 г. – продажи участников Соглашения о золоте между центральными банками (см. Выпуск 4 (8) «Обзора деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами», с. 36) составили всего 357 тонн, что намного ниже минимального допустимого уровня (500 тонн). Это самое низкое значение данного показателя за период с 1999 г., когда было подписано Соглашение о золоте.

Ожидается, что сохранение неблагоприятного экономического фона будет способствовать дальнейшему снижению спроса на золото как на товар, с одной стороны, и росту привлекательности золота как актива – с другой. Однако инвестиционная составляющая спроса очень чувствительна к смене настроений участников рынка и потому может быть нестабильной. Сочетание этих факторов, а также высокая спекулятивная активность будут способствовать сохранению высоких показателей изменчивости цен на рынке.

**Предложение золота в III квартале 2008 года сократилось по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 10%. Основным фактором этого сокращения стало резкое уменьшение объема продаж золота центральными банками**





## Спрос на золото в Индии

В настоящее время крупнейшим мировым потребителем золота является Индия. На нее приходится более 25% общемирового спроса на золото в весовом выражении. Высокий спрос на золото в этой стране объясняется культурно-религиозными традициями, и его динамика имеет свою специфику.

Население Индии отличается особенной религиозностью. Господствующей религией в стране является индуизм: его исповедует около 80% населения. Золото в этой религии рассматривается как символ богатства и процветания. Богиня Лакшми, олицетворяющая собой изобилие, плодородие и процветание, изображается в образе женщины с кожей золотого цвета, одетой в расшитые золотом наряды, из рук которой сыплются золотые монеты. Согласно верованиям индуистов те, кто почитают Лакшми, живут в богатстве и процветании, поэтому золото считается благословенным металлом. Его предпочитают покупать для себя или в подарок близким людям во время различных религиозных праздников. Наиболее важный праздник индуистов – Дивали, являющийся началом нового индуистского года (обычно он приходится на октябрь или ноябрь) и праздник Акшайя Трития, проходящий в апреле–мае, являются в соответствии с верованиями индуистов благоприятным временем для покупки золота. Особенности культурно-религиозных традиций Индии вместе с растущим в последнее десятилетие уровнем благосостояния жителей способствуют значительному росту продаж золота в периоды праздников в этом регионе.

Кроме того, золото играет важную роль в свадебных церемониях. Во время свадьбы жених и невеста часто украшены золотом с ног до головы. Большая часть этих украшений обычно является подарком родителей невесты и представляет собой приданое. Согласно индуистским правилам все семейное состояние наследуют сыновья, поэтому золото, подаренное дочерям во время свадьбы, позволяет родителям быть спокойными за финансовое благополучие дочери после свадьбы и обеспечивает поддержание ее уровня жизни не ниже стандартов родительской семьи. Все подаренные золотые украшения остаются в полном распоряжении женщины и после свадьбы, в то время как в финансовые дела семьи ее могут даже не посвящать. Поскольку в Индии ежегодно празднуется порядка 10 млн. свадеб, «свадебный» спрос на золото со стороны этой страны является значимым фактором в масштабах мирового рынка. Большая часть этого спроса приходится на «сезон свадеб». Экономисты шутят, что о наступлении индийского сезона свадеб сигнализирует повышение цен на золото на мировых биржах. В соответствии с астрологическими предписаниями большинство свадеб в Индии празднуются в строго ограниченный период: с октября по январь и в апреле–мае. На практике закупки золота населением начинаются заблаговременно, часто за месяц–два до свадьбы. В связи с этим вторая половина года, особенно его последние три месяца, в Индии традиционно являются периодом пикового спроса на золото. Обычно спрос начинает расти с сентября. В этот период спрос на ювелирное золото в Индии является одним из основных факторов ценообразования на мировом рынке данного драгоценного металла.

## Приложение 1

**РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ СТРАН ЕВРОЗОНЫ****РЫНКИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ АВСТРИИ, БЕЛЬГИИ, ГЕРМАНИИ, ИРЛАНДИИ, ИСПАНИИ, ИТАЛИИ, НИДЕРЛАНДОВ, ФИНЛЯНДИИ И ФРАНЦИИ**

В данном разделе рассматриваются рынки ряда стран еврозоны (Австрии, Бельгии, Германии, Ирландии, Испании, Нидерландов, Финляндии и Франции), государственные ценные бумаги которых входят в перечень разрешенных классов инвестиционных инструментов Банка России, а также рынок гособязательств Италии (для справки).

Введение в 1999 г. евро в качестве единой валюты стран – членов Экономического и валютного союза (далее – ЭВС) в рамках Европейского союза послужило мощным катализатором процесса интеграции национальных рынков гособлигаций, которые до этого были фрагментированы. Именно уменьшение валютного риска, а также целенаправленные усилия властей ЭВС по внедрению унифицированных правил выпуска гособязательств, гармонизации налогообложения, упрощению процедур торговли и снижению трансграничных барьеров на пути капитала способствовали резкому росту объемов рынка суверенных заимствований стран еврозоны и росту его популярности у инвесторов. Благодаря этому в настоящее время основными держателями госбумаг 9 рассматриваемых стран (кроме Испании) являются зарубежные, а не национальные институты – центральные и коммерческие банки, компании по управлению активами (взаимные, хеджевые фонды и пр.), страховые и пенсионные фонды.

От такого положения дел больше всего выиграли так называемые малые страны (Бельгия, Нидерланды, Ирландия и др.), получившие возможность серьезно расширить круг потенциальных покупателей своих обязательств и повысить их ликвидность. Но, пожалуй, главным следствием ускорившейся интеграции на европейских финансовых рынках стало резкое усиление конкуренции между эмитентами государственных ценных бумаг, в свою очередь, способствующее конвергенции ключевых аспектов управления долговыми инструментами.

Упомянутое усиление конкуренции, а также заметные в последние годы усложнение характеристик финансовых продуктов и их растущее разнообразие подтолкнули финансовые власти большинства государств еврозоны к делегированию функций по управлению госдолгом специализированным агентствам, обладающим значительной автономностью в принятии решений и как следствие – более высоким уровнем профессионализма (см. таблицу 2). Как правило, они разрабатывают стратегию управления госдолгом, определяют параметры конкретных выпусков ценных бумаг и обеспечивают ликвидность вторичного рынка. Даже в тех случаях, когда эти функции выполняются не внешней организацией, а, например, департаментами в структуре министерств финансов или экономики, проявляется тенденция к росту их независимости. При этом головное ведомство, как правило, обязано задавать общие целевые ориентиры в области бюджетно-долговой политики, оставляя выбор конкретных инструментов их достижения на усмотрение агентств или казначейских структур.

Следует также отметить схожесть приоритетов деятельности большинства национальных долговых агентств. К таким приоритетам относятся прежде всего повышение эффективности управления госдолгом, включая снижение стоимости заимствований и чувствительности к колебаниям процентных ставок, недопущение резких скачков ежегодных выплат, обеспечение прозрачности операций, поддержание на высоком уровне долгосрочного *кредитного рейтинга* страны, а также недопущение установления контроля над ценообразованием гособлигаций одним игроком или группой игроков.

В ряде стран уже установлены вполне конкретные ориентиры долговой политики: например, в Бельгии объем рефинансируемых обязательств не должен превышать 25% от общей суммы долга в течение 12 месяцев и 60% – в течение 60 месяцев; в Нидерландах средний



срок до погашения обращающихся на рынке облигаций должен составлять 7 лет.

В распоряжении агентств имеется широкий набор инструментов, помогающих снизить финансовые риски для государства: *операции РЕПО, процентные и валютные свопы*, «короткие продажи», *стрипование* (кроме Ирландии и Финляндии), деривативы, обратный выкуп облигаций на вторичном рынке и др.

Большая часть государственных долговых обязательств стран еврозоны приходится на средне- и долгосрочные облигации. При этом в последние годы все отчетливее проявляется тенденция к выпуску так называемых бенчмарков, характеризующихся значительным объемом (обычно 4–10 млрд. евро) и, соответственно, повышенной ликвидностью. Так, например, в Ирландии 98% находящихся в обращении облигаций приходится на 5 таких базовых выпусков.

Несмотря на то что выпуск долговых обязательств в иностранной валюте и стрипование облигаций используются сравнительно редко (на них приходится порядка 2% всех выпусков), в некоторых странах эти инструменты становятся все более популярными. В частности, Германия, Испания, Италия, Австрия, Финляндия, Бельгия и Нидерланды в 2007–2008 гг. запустили целый ряд программ, предусматривающих эмиссию ценных бумаг в иностранной валюте, что обусловлено их стремлением избежать перегрузки внутреннего рынка, расширить базу инвесторов, диверсифицировать структуру резервных валютных активов и воспользоваться более выгодной финансовой конъюнктурой, сложившейся на ряде зарубежных рынков.

Первичное размещение гособлигаций в странах еврозоны происходит преимущественно на аукционах, реже используется так называемое *синдицирование* (в основном при выпуске обязательств в иностранной валюте) и такие способы, как размещение по закрытой подписке, через дополнительную эмиссию и т. п. Порядок проведения аукционов и их календарь официально анонсируются, обычно перед началом каждого финансового года. Основной тип аукционов – *многоценовой* (*моноценовые аукционы* применяются реже). Принимаются также неконкурентные заявки, которые удовлетворяются полностью или час-

точно по средневзвешенной цене (или доходности), установленной во время аукциона.

В качестве инфраструктуры торгов используются такие электронные платформы, как MTS, Bloomberg, BondVision, TradeWeb и др. Наиболее часто депозитарно-расчетные функции выполняют организации Euroclear, Clearstream, реже – национальные центральные банки. При этом в последние годы власти ЭВС активно стимулируют расширение спектра электронных торговых площадок и их универсализацию. Отметим также высокий уровень унификации большинства принятых на рынке стандартов: введены единая система обозначения цен и доходностей ценных бумаг для всех рассматриваемых стран, одинаковая периодичность купонных выплат – раз в год (кроме Италии, где они осуществляются с полугодовым интервалом), единая временная база при расчете процентов, схожие сроки расчетов по сделкам (в подавляющем большинстве T+2 для первичного рынка, и T+2 или T+3 для вторичного).

Важной составной частью рынка государственных ценных бумаг в большинстве рассматриваемых стран является институт первичных дилеров. В Германии институт первичных дилеров в его классическом понимании отсутствует – профессиональные участники рынка объединены в Группу участников аукционов по размещению государственных ценных бумаг.

Число первичных дилеров может варьироваться от 9 (в Ирландии) до 24 (в Австрии). Первичными дилерами могут стать как крупные транснациональные структуры типа ABN AMRO, Barclays Capital, Citigroup, Deutsche Bank, HSBC, так и небольшие (региональные) банки. Наибольшее значение этот институт имеет для Ирландии, где на первичных дилеров приходится порядка 95% оборота госбумаг.

В круг обязанностей первичных дилеров входят: обеспечение минимального спроса при проведении аукционов по размещению обязательств (перед эмиссией госбумаг обычно проводится предварительная оценка величины рыночного спроса), поддержание необходимого уровня ликвидности на вторичном рынке гособязательств, предоставление госорганам информации о складывающихся на рынке тенденциях и объемах сделок с долговыми инструментами.

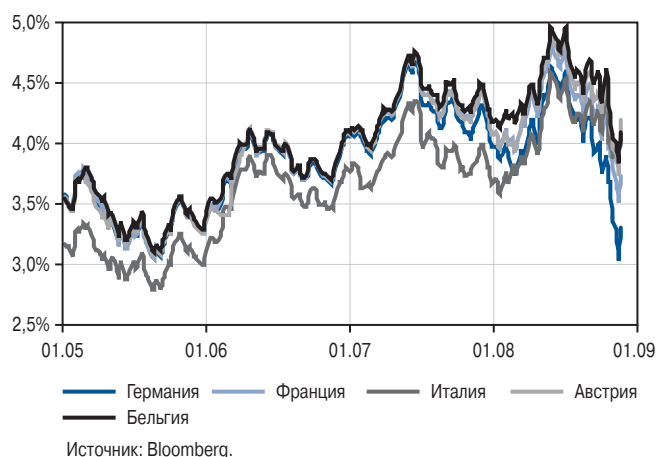
## Текущие тенденции

Начавшийся в августе 2007 г. глобальный финансовый кризис внес существенные коррективы в функционирование рынка государственных ценных бумаг еврозоны. С одной стороны, популярность долговых инструментов, гарантированных государством, резко возросла за счет «бегства в качество». С другой стороны, повысилась чувствительность инвесторов к кредитному риску, что выразилось в существенном увеличении спредов между наиболее надежными (немецкими) и остальными госбумагами (см. рисунок 1). Это затормозило происходивший с момента создания Экономического и валютного союза процесс сокращения спредов. Похоже, что до окончания кризиса будет отложена стартовавшая еще в 2000 г. дискуссия о перспективах скоординированного выпуска так называемых панъевропейских облигаций под гарантии сразу нескольких стран. Наибольшую заинтересованность в таком инструменте проявляют малые страны (в частности, Бельгия), стремящиеся уменьшить размер премии за низкую ликвидность путем объединения с более солидными эмитентами.

Перспективы финансовых рынков стран еврозоны в 2009 г. осложняются планами многих

правительств по существенному увеличению выпуска гособязательств для финансирования масштабных антикризисных мероприятий (см. таблицу 1)<sup>1</sup>. Главный вопрос сейчас – не спровоцирует ли возможный недостаток спроса среди инвесторов увеличение стоимости этих заимствований. Весьма тревожным сигналом в этой связи стала отмена (впервые за последние годы) в октябре–ноябре 2008 г. нескольких аукционов по размещению гособлигаций в Австрии, Бельгии, Испании и Германии.

**Рисунок 1. Доходность 10-летних гособлигаций Германии, Франции, Италии, Австрии и Бельгии**



**Таблица 1. Размер бюджетного дефицита (профицита) и госдолга стран еврозоны (в % к ВВП)**

	Профицит (+) / дефицит (-) бюджета			Уровень госдолга	
	2007 г.	2008 г. (оценка)	2009 г. (прогноз)	2007 г.	2008 г.
Австрия	-0,4	-0,6	-1,2	59,5	57,4
Бельгия	-0,3	-0,5	-1,4	83,9	86,5
Германия	-0,2	0,0	-0,2	65,1	64,3
Ирландия	0,2	-5,5	-6,8	24,8	31,6
Испания	2,2	-1,6	-2,9	36,2	37,5
Италия	-1,6	-2,5	-2,6	104,1	104,1
Нидерланды	0,3	1,2	0,5	45,7	48,2
Финляндия	5,3	5,1	3,6	35,1	31,6
Франция	-2,7	-3,0	-3,5	63,9	65,4
Еврозона в целом	-0,6	-1,3	-1,8	66,1	66,6

Источник: Европейская комиссия, 2008 год.

<sup>1</sup> Особняком среди стран еврозоны стоит Финляндия, где в последние годы обозначилась устойчивая тенденция к профициту бюджета и снижению уровня госдолга. В связи с этим основными задачами для финских финансовых властей становятся поддержание ликвидности рынка госбумаг в условиях сокращения объемов торговли и заблаговременная подготовка к решению долгосрочных демографических проблем (старение населения).

Таблица 2. Основные характеристики рынка государственных ценных бумаг стран еврозоны

Страна (долгосрочный рейтинг по шкале агентств рейтинговых компаний Moody's, Fitch, Standard & Poor's)	Органы управления государством	Объем рынка государственных долговых обязательств, млрд. евро (по состоянию на ноябрь 2008 г.)	Основные виды обязательств и порядок эмиссии	Прочие показатели	Число первичных выпусков на рынке (на начало 2008 г.)	
					векселей	облигаций
Австрия (AAA, AAA, Aaa)	Австрийское федеральное финансовое агентство	157,4	<p><u>Государственные облигации</u> (82% рынка) – краткосрочные (до 1 года), среднесрочные (от 1 года до 5 лет), долгосрочные (свыше 5 лет). На облигации в иностранной валюте приходится менее 5% всех обязательств.</p> <p><u>Программа выпуска долга (DIP, DIP 144A)</u> – обязательства в евро сроком до 50 лет, ориентированные на инвесторов из США, которые не могут приобрести австрийские облигации на аукционах в силу имеющихся ограничений.</p> <p><u>Программа среднесрочных евро нот (EMTN)</u> – выпуск регулируется нормами англо-американского права, могут быть номинированы в любой валюте, срок от 7 дней до 50 лет, именные и на предъявителя. Возможны фиксированные или плавающие процентные ставки. Листинг на Люксембургской бирже или иной площадке. Клиринговые системы – Euroclear, Clearstream, Luxembourg, DTS и др. Пример: размещаемые в США векселя (US Commercial Paper Notes) – дисконтные инструменты со сроком погашения до 397 дней, погашаются по номиналу при наступлении соответствующего срока.</p> <p><u>Программа среднесрочных нот в австралийских долларах</u> создана в мае 2004 г. для использования возможностей рынка так называемых «кенгуру-облигаций», регулируется нормами австралийского права, являются именными, сроком от 7 дней до 50 лет, с фиксированной или плавающей процентной ставкой, листингом на австралийской фондовой бирже. За выпуск, регистрацию и клиринг отвечает организация Austraclear Services Limited.</p> <p><u>Программа выпуска казначейских векселей (ATB)</u> (менее 3% рынка) учреждена в мае 1999 г., регулируется нормами английского права, выпуск обязательств на предъявителя в любой валюте сроком от 7 до 365 дней, размещение через аукцион или неконкурентные торги. Применяются различные типы ставок (включая привязку к ставкам межбанковского рынка или официальным процентным ставкам), листинг не предусмотрен.</p>	9	26	

Страна (долгосрочный рейтинг по шкале рейтингов & Poor's, Fitch, Moody's)	Органы управления государством	Объем рынка государственных долговых обязательств, млрд. евро (по состоянию на ноябрь 2008 г.)	Основные виды обязательств и порядок эмиссии	Прочие показатели	Число первичных дипломов на рынке (на начало 2008 г.)	
					векселей	облигаций
Бельгия (AA+, AA+, Aa1)	Бельгийское долговое агентство (в составе Министерства финансов)	294,7	<p>Федеральные казначейские билеты – ориентированный на розничных инвесторов долговой инструмент со сроком погашения от 1 месяца до 10 лет и доходностью, привязанной к ставкам межбанковского рынка.</p> <p>Государственные облигации (OLOs) – долговые инструменты с фиксированной ставкой и различными сроками погашения (порядка 75% рынка).</p> <p>Казначейские сертификаты (CTS) – номинированные в евро дисконтные ценные бумаги со сроком обращения 3, 6 и 12 месяцев (около 15% рынка).</p> <p>Бельгийские казначейские векселя (BTV) – ценные бумаги, номинированные в евро или иностранной валюте и предназначенные, главным образом, для размещения за пределами Бельгии (менее 2% рынка).</p> <p>Программа среднесрочных евроног (EMTN) (менее 0,5% рынка) аналогична австрийской программе EMTN (см. выше)</p>	Нерезиденты владеют 50% облигаций и 75% сертификатов. На обязательства в иностранной валюте приходится менее 0,5% госдолга	16	
Германия (AAA, AAA, Aaa)	Финансовое агентство Германии, Министерство финансов, Неме	944,5	<p>Федеральные облигации (Bunds) (около 64% рынка), в том числе облигации в долларах США (0,5% рынка) – долгосрочные облигации (срок погашения обычно составляет 10 и 30 лет).</p> <p>Федеральные ноты (около 31% рынка) – федеральные ноты со сроком 5 лет (Boblis) и федеральные казначейские ноты (Schaeitze) со сроком до погашения 2 года.</p> <p>Казначейские дисконтные ценные бумаги (Bubill) (4% рынка) – бескупонные ценные бумаги со сроком до погашения 6 месяцев, выпускаемые с дисконтом к номиналу</p>	Среднедневной объем торгов – около 27 млрд. евро	0	
Ирландия (AAA, AAA, Aaa)	Национальное казначейское агентство	48,5	<p>Облигации (64% рынка) – краткосрочные (до 1 года), среднесрочные (от 1 года до 5 лет), долгосрочные (свыше 5 лет) долговые инструменты с фиксированной ставкой, номинированные в евро.</p> <p>Программа среднесрочных евроног аналогична австрийской программе EMTN (см. выше).</p> <p>Программа казначейских нот (более 4% рынка) – дисконтный долговой инструмент со сроком погашения до 1 года.</p>	Госбумаги с фиксированной процентной ставкой – 83%, с плавающей – 17%. В собственности нерезидентов – 93% гособлигаций. Процентные выплаты составляют около 1,6 млрд. евро в	0	9

			<p>Программа мультивалютных нот в рамках «раздела 69» (менее 1% рынка) учреждена в соответствии с разделом 69 закона о бюджете 1985 г. с целью стимулировать инвестирование свободных средств филиалов зарубежных корпораций в ирландские инструменты. Мультивалютная программа выпуска векселей (нацелена на привлечение краткосрочного финансирования у участников международного денежного рынка) и Программа векселей Жилищно-финансового Агентства Ирландии (менее 2% рынка).</p> <p>Выпуск сельскохозяйственных интервенционных векселей по поручению Министерства сельского хозяйства и продовольствия</p>	год (3,4% собираемых федеральных налогов). Общая стоимость ежегодного обслуживания госдолга – 4,4% ВВП. 100% долга номинировано в евро	11	20
Испания (AAA, AAA, Aaa)	Департамент Казначейства (Министерство экономики и финансов)	328,8	<p>Казначейские облигации (<u>Bonos del Estado</u> и <u>Obligaciones del Estado</u>) – среднесрочные (от 2 до 5 лет) и долгосрочные (свыше 5 лет) облигации с фиксированной процентной ставкой (около 85% рынка, в том числе 10-летние облигации – 38% рынка).</p> <p>Казначейские векселя (<u>Letras del Tesoro</u>) – бескупонные дисконтные ценные бумаги сроком до 24 месяцев, номинированные в евро (11% рынка)</p>	У нерезидентов – 43% долговых обязательств		
Италия (A+, AA-, Aa2)	Департамент Казначейства (директорат внешнего долга) Министерства экономики и финансов	1 363,4	<p>Казначейские облигации (<u>BTPs</u>) (около 60% рынка) – среднесрочные (от 3 до 5 лет) и долгосрочные (10-, 15- и 30-летние) долговые инструменты с фиксированной ставкой (кроме <u>BTP€i</u>, индексированных в соответствии с инфляцией).</p> <p>Кредитные сертификаты Казначейства (<u>CCTs</u>) – ноты с плавающей процентной ставкой и сроком до погашения до 7 лет (около 14% рынка).</p> <p>Казначейские сертификаты (<u>CTZ</u>) – бескупонные векселя (дисконтные) сроком до погашения 2 года (менее 5% рынка).</p> <p>Среднесрочные евроноты и глобальные облигации – по аналогии с австрийской программой <u>EMTN</u> (см. выше).</p> <p>Казначейские векселя (<u>BOIs</u>) (около 11% рынка) – краткосрочные дисконтные инструменты (сроком до 1 года – чаще всего 3, 6 и 12 месяцев).</p> <p>Векселя (<u>CPs</u>) – бескупонные краткосрочные (сроком до 1 года) дисконтные долговые инструменты, размещаемые на зарубежных рынках (в том числе в США) и регистрируемые в соответствии с Законом США о ценных бумагах. Могут быть номинированы в евро и других ведущих валютах</p>	Средний срок до погашения – 7,72 года.	24	
Нидерланды (AAA, AAA, Aaa)	Государственное казначейское агентство Нидерландов (подразделение Министерства финансов)	282,8	<p>Государственные облигации (<u>DSL</u>) – краткосрочные (до 1 года), среднесрочные (от 1 года до 5 лет), долгосрочные (свыше 5 лет) долговые инструменты с фиксированной ставкой, номинированные в евро (67% рынка).</p> <p>Казначейские сертификаты (<u>DTC</u>) – долговые обязательства сроком от 3 месяцев до 1 года (около 19% рынка).</p> <p>Евро-векселя (<u>ESF</u>) (в евро и иностранной валюте) – инструмент денежного рынка со сроком обращения от 1 недели до 3 месяцев (около 9% рынка)</p>	Средний срок до погашения – 7,1 года. Средняя номинальная процентная ставка по облигациям – 4,1% годовых. Процентные платежи – 8,1 млрд. евро в год, около 21,4 млрд. евро ежегодно направляется на погашение ранее выпущенных облигаций	20	13



Страна (долгосрочный рейтинг по шкале агентств & Poor's, Fitch, Moody's)	Органы управления государством	Объем рынка государственных долговых обязательств, млрд. евро (по состоянию на ноябрь 2008 г.)	Основные виды обязательств и порядок эмиссии	Прочие показатели	Число первичных дипломов на рынке (на начало 2008 г.)	
					векселей	облигаций
Финляндия (AAA, AAA, Aaa)	Федеральное казначейство (подчиняется Министерству финансов)	49,5	<p>Государственные облигации – краткосрочные (до 1 года), среднесрочные (от 1 года до 5 лет), долгосрочные (свыше 5 лет) долговые инструменты (свыше 94% рынка).</p> <p>Государственные казначейские векселя (более 5% рынка) – краткосрочные бескупонные долговые инструменты со сроком погашения от 2 недель до 1 года, номинированные в долларах США или евро.</p> <p>Программа среднесрочных еврононот (EMTN) аналогична австрийской программе EMTN (см. выше).</p> <p>Розничные облигации (Yield bonds) – ориентированные на частных инвесторов долговые инструменты, имеют фиксированную ставку</p>	Объем выпуска долгосрочных облигаций – 4 млрд. евро в год, сумма выплачиваемых процентов – 2,1 млрд. евро в год. Выпуск краткосрочных инструментов – 12,2 млрд. евро в год. 79% госбумаг – у нерезидентов	14	
Франция (AAA, AAA, Aaa)	Казначейское агентство (подчинено Департаменту Казначейства Министерства экономики, промышленности и занятости и занятости)	996,4	<p>Казначейские облигации (OATs) (около 67% рынка) – долгосрочные долговые инструменты (со сроком от 7 до 50 лет), среди них: TЕС10 OATs – облигации с переменным купонным доходом, имеющие срок обращения 10 лет и привязанные по доходности к индексу долгосрочных государственных ценных бумаг; OATi – облигации с фиксированной реальной ставкой процента. Ежегодные купоны являются фиксированной долей от номинала, индексируемого с учетом инфляции во Франции; OATe – отличаются от OATi индексацией с учетом инфляции в еврозоне.</p> <p>Казначейские ноты (BTANS) (около 20% рынка) – ценные бумаги со сроком обращения 2–5 лет.</p> <p>Казначейские векселя (BTFs) (порядка 13% рынка) – ценные бумаги со сроком обращения до 1 года (обычно 3, 6 и 12 месяцев)</p>	Средний срок до погашения – 6,9 года. 61% госбумаг находится у нерезидентов	20	



## Приложение 2

## РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ ЯПОНИИ

Рынок государственных долговых ценных бумаг Японии играет в японской экономике важную роль и является значимой частью мирового финансового рынка. Прежде всего это обусловлено высоким кредитным рейтингом этих ценных бумаг (AA по классификации Standard & Poor's) и крупнейшим в мире объемом рынка государственных облигаций. К середине 2008 г. он составил около 770 трлн. иен (7,2 трлн. долл. США); средневзвешенный объем внебиржевых торгов<sup>1</sup> – 12,8 трлн. иен (120,4 млрд. долл. США) за апрель–сентябрь 2008 года.

Совокупный объем государственного долга составляет около 842 трлн. иен (8,0 трлн. долл. США), или 166,1% ВВП Японии.

**Рисунок 1. Динамика объема государственного долга Японии в 1999–2007 финансовых годах**



Из-за большого объема накопленного госдолга эмиссия государственных ценных бумаг играет важную роль в формировании доходных и расходных статей бюджета: так, в 2007 финансовом году<sup>2</sup> выпуск облигаций обеспечил порядка 30,7% средств бюджета и четверть всех расходов была направлена на обслуживание госдолга.

## 1. Виды обязательств

Государственный долг Японии состоит из рыночных и нерыночных долговых инструментов. Их соотношение (9/1) остается стабильным в течение последних лет<sup>3</sup>. К **нерыночным долговым обязательствам** относятся облигации участия в международных организациях, дотационные и сберегательные облигации, а также займы.

Вместо внесения взноса участника международные организации получают от японского правительства специальные облигации участия в международных организациях (Subscription/contribution bonds), которые погашаются при возникновении у данных организаций потребности в наличных средствах. Такие облигации являются беспроцентными и не подлежат передаче другим инвесторам. На сегодняшний день существует 17 выпусков таких облигаций для 12 международных организаций, включая Международный валютный фонд. К середине 2008 г. объем выпущенных облигаций данного типа составил 2,3 трлн. иен, или 0,3% от накопленного госдолга.

Дотационные облигации (Subsidy bonds) выпускаются для передачи их семьям пострадавших или депортированных во время Второй мировой войны вместо выплат денежных пособий. Число получателей таких облигаций ограничено, они являются именными и не подлежат передаче другим лицам. Их объем крайне незначителен, на конец II квартала 2008 г. он составлял лишь 0,07% от суммы накопленного госдолга.

Сберегательные облигации (GBs for retail investors) выпускаются для размещения среди мелких частных инвесторов. Данные облигации имеют сроки до погашения 5 лет (с фиксированным купоном) и 10 лет (с переменной купонной ставкой) и сравнительно небольшой номинал в 10 тыс. иен.

Займы (Borrowings) представляют собой одобренные Парламентом Японии кредиты,

<sup>1</sup> Сумма сделок по покупке и продаже, заключенных членами Japan Securities Dealers Association, за вычетом операций РЕПО.

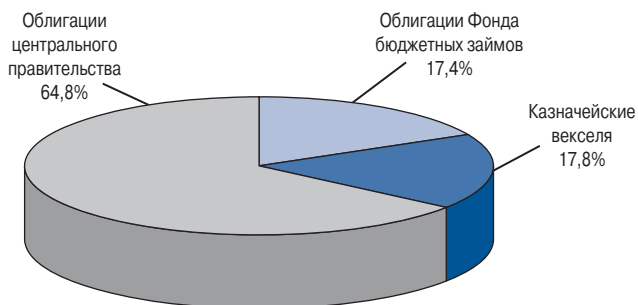
<sup>2</sup> В Японии финансовый год начинается 1 апреля текущего года и заканчивается 31 марта следующего года, например, 2008 финансовый год начинается 1 апреля 2008 г. и заканчивается 31 марта 2009 года.

<sup>3</sup> 2003–2006 финансовые годы.

выдаваемые правительству страны частными финансовыми институтами или Фондом бюджетных займов. На займы приходится большая часть нерыночных долговых обязательств: 56,5 трлн. иен, или 6,7% от накопленного госдолга.

Основная часть государственного долга Японии приходится на **рыночные ценные бумаги**. Они включают инструменты денежного рынка (казначейские векселя), облигации, выпускаемые центральным правительством, и облигации Фонда бюджетных займов.

**Рисунок 2. Структура портфеля рыночных долговых ценных бумаг по состоянию на 30.06.2008**



Источник: Министерство финансов Японии.

Казначейские векселя (Treasury discount bills, или T-bills) представляют собой краткосрочные бескупонные ценные бумаги со сроками до погашения 13 недель, 2, 6 и 12 месяцев и номиналом 10 млн. иен. На данный сегмент приходится 17,8% рынка государственных ценных бумаг Японии.

Остальные рыночные ценные бумаги представляют собой купонные облигации (выплата купона производится каждые 6 месяцев). Большую часть (64,8%) рынка госбумаг составляют облигации центрального правительства (General bonds), включающие строительные облигации, специальные облигации для финансирования бюджетного дефицита и облигации рефинансирования госдолга.

Строительные облигации (Construction bonds) выпускаются для привлечения средств на строительство общественных сооружений, для участия в капитале организаций общественного сектора или выдачи им займов; решение об их выпуске должно быть одобрено Парламентом Японии.

Облигации для финансирования бюджетного дефицита (Special deficit-financing bonds)

выпускаются в крайних случаях, если какие-либо расходы бюджета невозможно покрыть за счет других источников; решение об их выпуске также требует одобрения Парламента.

Облигации рефинансирования (Refunding bonds) позволяют привлекать средства для выплат по погашаемым гособлигациям. Выпуск облигаций данного типа не требует одобрения Парламента Японии, так как при этом не происходит увеличения госдолга: новые облигации замещают погашаемые или выкупаемые ценные бумаги.

Облигации Фонда бюджетных займов (FILP bonds) выпускаются государственной компанией, образованной из государственного трастового фонда (Trust fund bureau) для временного кредитования государственных агентств, которые начинают самостоятельно привлекать средства на долговом рынке посредством выпуска облигаций. Кроме того Фонд Бюджетных займов выдает займы правительству. Выпуск данных облигаций требует одобрения Парламента. На них приходится 17,4% рыночных долговых ценных бумаг.

Среди купонных облигаций преобладают облигации с постоянным купонным доходом. Их номинал равен 50 тыс. иен, а сроки обращения – 2, 5, 10, 20, 30 и 40 лет.

Облигации, индексируемые с учетом инфляции (индекса потребительских цен без учета цен на скоропортящиеся продукты), представлены только 10-летними облигациями с номиналом 100 тыс. иен.

В 2000 г. были выпущены 15-летние облигации с переменной купонной ставкой, рассчитываемой каждые 6 месяцев на основе ставки доходности 10-летних облигаций с поправкой на спред, определяемый при размещении данного типа облигаций. Их номинал также равен 100 тыс. иен.

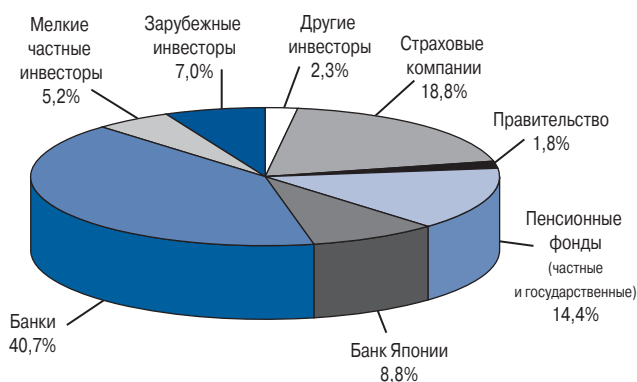
Практически все купонные гособлигации, за исключением 15-летних с плавающей купонной ставкой, сберегательных и индексируемых с учетом инфляции, могут быть преобразованы в набор бескупонных инструментов через стрипование. Возможна и обратная операция – *реконституция* – объединение стрипов обратно в одну ценную бумагу. Стрипование государственных ценных бумаг Японии стало проводиться с января 2003 г. для

того, чтобы увеличить эффективность функционирования рынков дисконтных и купонных облигаций. По состоянию на 30 июня 2008 г. в форме стрипов на выплату номинала находилась лишь незначительная доля гособлигаций: около 262,5 млрд. иен, или 0,03% от общего объема рыночного портфеля. Большая часть из них (50,9%) приходится на номиналы 30-летних облигаций.

## 2. Участники рынка

Агентом Министерства финансов по проведению операций с гособлигациями выступает Банк Японии. Он организует аукционы по размещению облигаций, осуществляет выплату купонов по ним и их погашение.

**Рисунок 3. Структура инвесторов на рынке государственных облигаций Японии по состоянию на 30.06.2008**



Источник: Банк Японии.

Примерно четверть государственных ценных бумаг Японии принадлежит организациям общественного сектора, включающим Государственный пенсионный фонд и другие правительственные фонды (например, социального страхования), а также Банк Японии. Частные держатели государственных ценных бумаг представлены коммерческими банками, частными страховыми компаниями и пенсионными фондами (этой группе принадлежит более 63% гособлигаций), а также мелкими частными инвесторами, зарубежными инвесторами, инвестиционными и трастовыми компаниями.

Основными игроками рынка японских государственных ценных бумаг являются первичные дилеры (JGB market special participants). Институт первичных дилеров был создан в октябре 2004 г. Министерством финан-

сов Японии для обеспечения стабильного финансирования госдолга и поддержания ликвидности государственных ценных бумаг. В группу первичных дилеров входят порядка 25 одобренных Министерством финансов банков и финансовых компаний, занимающихся операциями с ценными бумагами. Первичные дилеры обязаны участвовать в каждом аукционе с заявкой не менее 3% от размещаемого выпуска и обеспечивать размещение на аукционах не менее 1% от эмиссии в каждом из четырех секторов (краткосрочном, среднесрочном, долгосрочном и супердолгосрочном) рынка облигаций за два квартала. Кроме того, они обязаны поддерживать ликвидность на вторичном рынке госбумаг, а также обеспечивать Министерство финансов информацией о рынке госбумаг, в том числе об операциях участников.

Со своей стороны Министерство финансов регулярно проводит встречи с первичными дилерами и инвесторами для выяснения потребностей рынка в ценных бумагах и обсуждения планируемой эмиссии гособлигаций. Кроме того, к привилегиям первичных дилеров относится право на участие в аукционах Министерства финансов по выкупу, доразмещению и размещению облигаций на особых условиях, а также право вносить предложения о стриповании и реконституции ценных бумаг. Помимо этого члены группы первичных дилеров имеют преимущественное право на участие в операциях «процентный своп», проводимых Министерством финансов.

Испытывая постоянную потребность в ценных бумагах, используемых при проведении операций на открытом рынке, Банк Японии участвует в размещении государственных облигаций, но только в объеме погашаемых из его портфеля государственных ценных бумаг.

Из-за большого объема накопленного долга Министерство финансов пытается диверсифицировать базу инвесторов через увеличение долей зарубежных и мелких частных инвесторов. Такие меры, как эмиссия начиная с января 2006 г. специальных 5-летних облигаций для частных мелких инвесторов, увеличение числа финансовых институтов, предлагающих услуги посредников на рынке

ценных бумаг, а также снижение платы за досрочное погашение облигаций<sup>1</sup>, привели к росту доли мелких частных инвесторов с 2,4% в марте 2003 г. до 5,2% в июне 2008 года.

Для продвижения гособлигаций за рубежом Министерство финансов регулярно организует специальные презентации в России, США, странах еврозоны и Азии, а также в других регионах для ознакомления потенциальных инвесторов с японскими ценными бумагами. В результате этих усилий доля гособлигаций у зарубежных инвесторов выросла с 3,4% в марте 2003 г. до 7,0% в июне 2008 года.

### 3. Порядок эмиссии и организация рынка

Плановый объем эмиссии государственных облигаций и векселей в разбивке по видам и срокам на следующий финансовый год определяется Министерством финансов. На основании данного плана и в соответствии с утвержденным Парламентом Японии размером эмиссии по отдельным видам ценных бумаг, а также с учетом консультаций с первичными дилерами формируется план проведения аукционов по размещению госбумаг на ближайший квартал. Стандартный график проведения аукционов приведен в таблице 1.

**Таблица 1. Стандартный график проведения аукционов по размещению рыночных государственных ценных бумаг**

Вид ценной бумаги	Срок до погашения	Частота проведения аукционов
Казначейские векселя	2 месяца	Каждые два месяца
	13 недель	Еженедельно
	6 месяцев	Ежемесячно
	12 месяцев	Ежемесячно
Облигации с фиксированным купоном	2, 5, 10, 20 лет	Ежемесячно
	30 лет	Ежеквартально
	40 лет	Дважды в год
	10 лет	Каждые два месяца
Облигации, индексируемые с учетом инфляции	10 лет	Ежеквартально
Облигации с плавающей ставкой	10 лет	Ежеквартально
	15 лет	Ежеквартально

Для разных типов облигаций используются различные методы проведения аукционов по первичному размещению. Основная часть облигаций размещается через *многоценовой аукцион*. 40-летние и индексируемые 10-летние облигации размещаются через *моноценовой аукцион* по наименьшей цене (или наибольшей доходности) удовлетворенных заявок.

Инвесторы также могут подавать неконкурентные заявки, которые удовлетворяются по средневзвешенной цене победивших в ходе аукциона конкурентных заявок. Общий объем удовлетворенных неконкурентных заявок не может превышать 10% выпуска.

Кроме того, у первичных дилеров есть дополнительная возможность приобретения облигаций по средневзвешенной цене удовлетворенных в ходе аукциона конкурентных заявок на особых условиях.

Первичное размещение госбумаг среди мелких частных инвесторов осуществляется при посредничестве финансовых институтов через систему внебиржевых торгов.

Основной объем торгов на вторичном рынке государственных ценных бумаг приходится на внебиржевой рынок. При проведении сделок Японская ассоциация дилеров по ценным бумагам рекомендует придерживаться правил добросовестной деловой практики; кроме того, данная организация ежедневно публикует рекомендуемые для внебиржевых сделок цены облигаций, рассчитываемые на основе данных своих членов и других финансовых институтов.

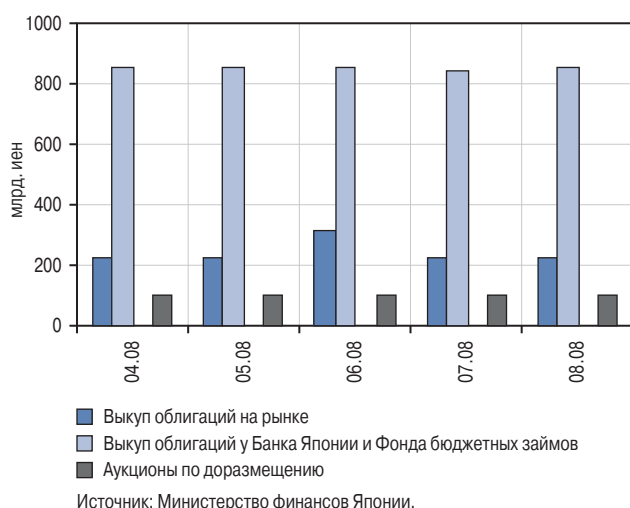
Помимо этого, небольшие объемы 2-, 5-, 10-, 20- и 30-летних облигаций продаются через фондовые биржи Токио, Осаки и Наго.

Министерство финансов является активным участником вторичного рынка гособлигаций: проводит регулярный выкуп ценных бумаг для сглаживания во времени будущих выплат по погашению облигаций, а значит, и объемов эмиссии облигаций рефинансирования. Министерством финансов проводятся также аукционы по дополнительному размещению для повышения ликвидности отдельных выпусков облигаций.

<sup>1</sup> Для того чтобы сумма, получаемая при досрочном погашении, была не меньше цены облигации при размещении.



**Рисунок 4. Объемы выкупа и доразмещения государственных облигаций Японии за месяц**



На сегодняшний день Министерство финансов Японии может выкупать все типы гособлигаций. Основная их часть (79%) приобретается у общественного сектора: Банка Японии и Фонда бюджетных займов, а оставшиеся 21% – у частных инвесторов (по данным за август 2008 г.). Объемы выкупа облигаций у частных инвесторов и общественного сектора в течение последних нескольких лет изменялись незначительно и составляли примерно 1 трлн. иен в месяц.

В 2008 финансовом году целевым сегментом для выкупа облигаций стали 15-летние облигации с плавающей ставкой (планируется выкупить их на сумму 1,2 трлн. иен) и 10-летние облигации, индексируемые с учетом инфляции (0,3 трлн. иен), при общем объеме выкупаемых на рынке облигаций в течение всего 2008 финансового года 3,0 трлн. иен.

Кроме того, дважды в год в качестве временной меры проводится выкуп стрипов на купонный доход для стимулирования стрипования гособлигаций. По плану в 2008 финансовом году такие операции должны составить 40 млрд. иен.

С апреля 2006 г. Министерство финансов проводит на ежемесячной основе дополнительные аукционы (Enhanced-liquidity auctions) с целью увеличения ликвидности отдельных выпусков, характеризующихся «структурным недостатком ликвидности». Объем таких операций составляет порядка 100 млрд. иен в месяц.

Начиная с января 2006 г. Министерство финансов начало проводить операции «процентный своп» для управления рисками колебаний облигационных процентных ставок, а также стоимостью обслуживания госдолга. В 2006–2007 финансовых годах условная основная сумма облигационных обязательств (сумма основного долга, являющаяся основанием для процентного свопа) по таким операциям составляла 1,2 трлн. иен, в 2008 финансовом году она была увеличена до 1,8 трлн. иен.

Сделки с государственными ценными бумагами проводятся через систему предварительной сверки и подтверждения депозитарного центра ценных бумаг (JASDEC) при гарантировании сделок клиринговыми агентствами, являющимися центральными контрагентами. Депозитарный учет и проведение расчетов по государственным ценным бумагам обеспечиваются Банком Японии.

#### 4. Текущие тенденции рынка

В течение последнего десятилетия объем госдолга Японии вырос примерно в 2 раза, причем рыночный портфель увеличился в 2,5 раза. Это способствовало росту ликвидности рынка и позволило сформировать достаточное количество базовых выпусков.

Тем не менее правительство Японии озабочено большим объемом накопленного госдолга и в течение двух последних лет проводит крупномасштабное сокращение эмиссии: с 165,2 до 143,6 трлн. иен в 2007 финансовом году и до 126,3 трлн. иен (на 17,5 трлн. иен) в 2008 финансовом году. Помимо этого правительство Японии увеличивает долю долгосрочных ценных бумаг в общем объеме госдолга и развивает новые сегменты долгосрочного рынка, например, супердолгосрочных 40-летних облигаций, впервые выпущенных в ноябре 2007 года. Эти меры наряду с выкупом облигаций и сокращением эмиссии позволили увеличить средний срок до погашения ценных бумаг с 7 лет в 2007 финансовом году до 7 лет 4 месяцев в 2008 финансовом году.

Для гособлигаций Японии характерна низкая доходность по сравнению с доходностью

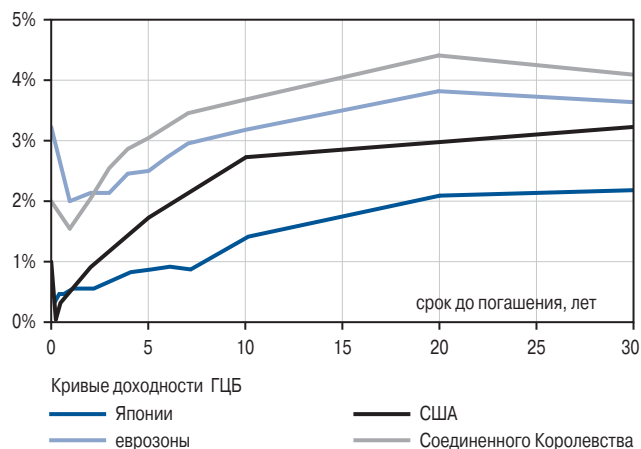
госбумаг других развитых стран, что обусловлено проводимой Банком Японии политикой низких процентных ставок (см. вставку «Антикризисные меры японских властей в период рецессии 1990-х годов»).

При подготовке обзора были использованы материалы Финансового бюро Министерства финансов и Банка Японии. Более подробная информация о рынке государственных долговых ценных бумаг, особенностях отдельных выпусков и организационных процедурах представлена на официальных сайтах указанных ведомств:

Министерства финансов Японии: <http://www.mof.go.jp/english/index.htm>

Банк Японии: <http://www.boj.go.jp/english/index.htm>

**Рисунок 5. Кривые доходности государственных ценных бумаг некоторых развитых стран по состоянию на 01.12.2008**





## ГЛОССАРИЙ

<b>Базовая инфляция</b>	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.
<b>«Бегство в качество» (Flight to Quality)</b>	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.
<b>Биржевые товары</b>	Товары (материальные активы), легко стандартизируемые и торгуемые на товарных биржах, например, металлы, нефть, газ, рис, молоко.
<b>Валютный своп</b>	Финансовый контракт, по которому стороны обмениваются обязательствами, номинированными в разных валютах.
<b>Вариационная маржа</b>	Дополнительное гарантийное обеспечение, ежедневно уплачиваемое сторонами срочной сделки при неблагоприятном изменении цен.
<b>Волатильность</b>	Характеристика изменчивости показателя.
<b>Дезинфляция</b>	Снижение темпов инфляции.
<b>Денежная база</b>	Наличные деньги в обращении (вне центрального банка) плюс средства кредитных организаций на счетах в центральном банке и иные обязательства центрального банка перед кредитными организациями.
<b>Дефлятор конечного потребления</b>	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.
<b>Дефляция</b>	Процесс, обратный инфляции, – снижение уровня цен.
<b>Дефолтный своп</b>	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.
<b>Дюрация</b>	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 *монетарного золота* и золота на счетах в зарубежных банках и обязательствами Банка России перед зарубежными контрагентами:

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

Измеряется в долларах США.

### **Инвестиционный портфель резервных валютных активов Банка России**

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

### **Индекс потребительских цен (ИПЦ)**

Основной индикатор инфляции. ИПЦ отражает изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые для непродовольственного 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 непродовольственного 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**

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

Примеры ключевых ставок, используемых ведущими центральными банками:

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

### **Кредитный рейтинг**

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

### **Кривая доходности**

График взаимосвязи между доходностью и сроком до погашения ценных бумаг.

### **Многоценовой аукцион по размещению государственных ценных бумаг**

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

### **Монетарное золото**

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

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

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

### **Нормативный портфель**

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

### **Операции РЕПО (обратного РЕПО)**

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

### **Операционный портфель резервных валютных активов Банка России**

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

### **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).
<b>Реальный курс национальной валюты к иностранной валюте</b>	Обменный курс, скорректированный на соотношение темпов инфляции в соответствующих странах.
<b>Реальный эффективный курс национальной валюты</b>	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.
<b>Резервные валютные активы Банка России</b>	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.
<b>Резервные валюты Банка России</b>	Доллар США, евро, фунт стерлингов Соединенного Королевства, японская иена, швейцарский франк.
<b>Реконституция</b>	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.
<b>Синдицирование</b> (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.
<b>Спред индекса EMBI+</b>	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.
<b>Среднесписочная численность занятых</b>	Расчетный показатель госстатистики, исчисляется путем суммирования списочной численности работников за каждый календарный день месяца и деления полученной суммы на число календарных дней месяца.
<b>Стрипование</b>	Разбиение купонной облигации на несколько ценных бумаг.
<b>Стрипы (STRIPS)</b>	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.
<b>Счет текущих операций платежного баланса</b>	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.
<b>Чистый экспорт (товаров и услуг)</b>	Сальдо всех экономических операций с товарами и услугами между резидентами и нерезидентами в течение отчетного периода. Чистый экспорт равен экспорту за вычетом импорта.

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

Выпуск 1 (9)

Подписано в печать 26.12.2008 г.  
Формат 60х90/8. Объем 7 печ. л. Зак. № 165

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