



ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

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

ВЫПУСК 2(6)

Москва
2008

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

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

Выпуск 2 (6)

Москва
2008

При использовании материала ссылка на Центральный банк
Российской Федерации обязательна

© Центральный банк Российской Федерации, 2008
107 016, Москва, ул. Неглинная, 12
e-mail: reservesmanagement@mail.cbr.ru

ПРЕДИСЛОВИЕ

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

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

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

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

В третьем разделе предлагается краткий обзор рынка кредитования ценными бумагами, а в приложении к настоящему выпуску – подготовленный компанией Spitalfields Advisors Limited по заказу Банка России обзор деятельности центральных банков на этом рынке. Рынок кредитования ценными бумагами в настоящее время является одним из быстрорастущих транснациональных рынков и предоставляет большие возможности с точки зрения повышения эффективности управления резервными валютными активами.

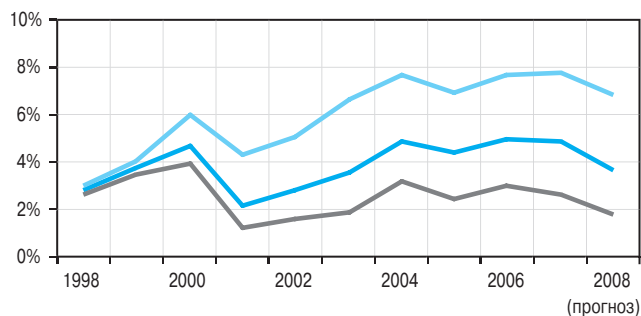
СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие	3
Содержание	5
1. Обзор конъюнктуры мировых финансовых рынков	7
1.1. Глобальные тенденции в сентябре 2006 г. – марте 2008 г.	7
1.2. Соединенные Штаты Америки	11
1.3. Экономический и валютный союз	14
1.4. Соединенное Королевство	17
1.5. Япония	19
1.6. Рынок золота	21
2. Управление резервными валютными активами Банка России в период с октября 2006 г. по сентябрь 2007 г.	23
3. Кредитование ценными бумагами и его роль в управлении резервными активами центральных банков	28
4. Глоссарий	36
Приложение 1. Деятельность центральных банков на рынке кредитования ценными бумагами	40

1. ОБЗОР КОНЪЮНКТУРЫ МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

1.1. Глобальные тенденции в сентябре 2006 г. – марте 2008 г.

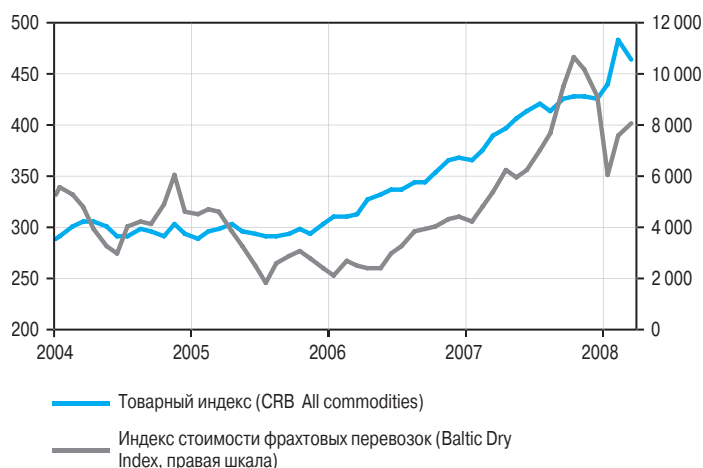
После достаточно долгого периода динамичного развития мировой экономики наметились тенденции к замедлению ее роста...



...на фоне развивающегося «кризиса доверия» и роста волатильности на мировых финансовых рынках



Динамичный рост экономик стран с формирующимися рынками обусловил формирование новых регионов спроса, что выразилось в ускоренном росте цен на товарных рынках



В сентябре 2007 г. ухудшение состояния ряда финансовых институтов вследствие спада в жилищном секторе США привело к развитию «кризиса ликвидности», или «кризиса доверия». Это событие разделило рассматриваемый период на две части. С сентября 2006 г. по август 2007 г. мировая экономическая конъюнктура характеризовалась достаточно устойчивым ростом мирового валового продукта, на фоне которого фондовые индексы повышались, а *волатильность* цен большинства финансовых активов была невелика. В этот период денежно-кредитную политику большинства ведущих центральных банков развитых стран и стран с развивающимися рынками можно было охарактеризовать как сдерживающую экономический рост. Вторая часть рассматриваемого периода (с сентября 2007 г. по март 2008 г.), напротив, характеризовалась высокой волатильностью финансовых рынков и сопровождалась значимыми сигналами о существенном замедлении мирового экономического роста и смягчением денежно-кредитной политики в ряде крупнейших экономик.

Тем не менее идущие процессы глобализации обусловили ряд дисбалансов, которые играли одну из ключевых ролей на протяжении всего периода. Одним из них стал дисбаланс спроса и предложения на товарном рынке.

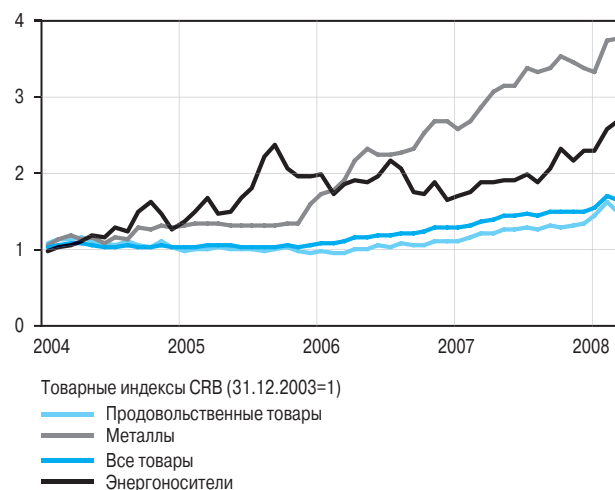
Динамичное развитие стран с формирующимися рынками, с одной стороны, способствовало экономическому росту развитых стран благодаря повышению интенсивности внешней торговли, с другой стороны – сформировало новые географические центры спроса как на энергоносители и промышленные товары, так и на продовольственные товары. Сложившиеся диспропорции на товарном рынке стали важнейшим фактором роста инфляционного давления во всем мире

и воздействовали как через рост издержек, так и непосредственно на потребительские цены. Кроме того, росту инфляции в развитых странах содействовал рост потребительского спроса, поддержанный в разной степени следующими факторами: высокими показателями занятости, ростом стоимости финансовых активов, позитивными ожиданиями домохозяйств относительно перспектив экономики. В странах с формирующимися рынками, помимо фактора роста цен на мировых товарных рынках, потенциал монетарного инфляционного давления создает и сильный платежный баланс: сдерживание центральными банками чрезмерного укрепления национальных валют выливается в ускоренный рост денежной массы в этих странах. В свою очередь, это может стать дополнительным источником инфляции и в развитых странах из-за роста стоимости импортируемой продукции. В результате инфляционное давление явилось основной предпосылкой проведения рестриктивной монетарной политики в первой половине рассматриваемого периода и важнейшим фактором, сдерживающим переход к стимулирующей политике во второй.

На этом фоне динамика *ключевых ставок* многих центральных банков внутри рассматриваемого периода была разнонаправленной. Европейский центральный банк (ЕЦБ) повышал ставки с 3,00 до 4,00% в первой половине и удерживал ставки неизменными во второй. Период повышения ключевой ставки Банком Англии (с 4,75 до 5,75%) на фоне развития «кризиса ликвидности» сменился ее понижением (до 5,00% в начале мая 2008 г.). Федеральная резервная система США (ФРС США), которая больше года удерживала ключевую ставку на уровне 5,25%, с сентября 2007 г. начала снижать ключевую ставку, которая к концу апреля достигла 2,00%.

Одной из причин такой резкой смены направленности денежно-кредитной политики в США стало охлаждение рынка недвижимости США, которое вызвало падение цен, объемов строительства и продаж жилья. В свою

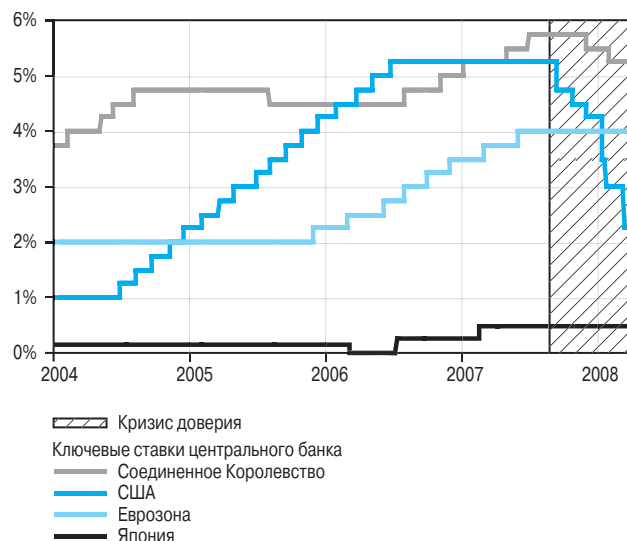
Лидерами роста цен стали продовольственные товары, металлы и энергоносители



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



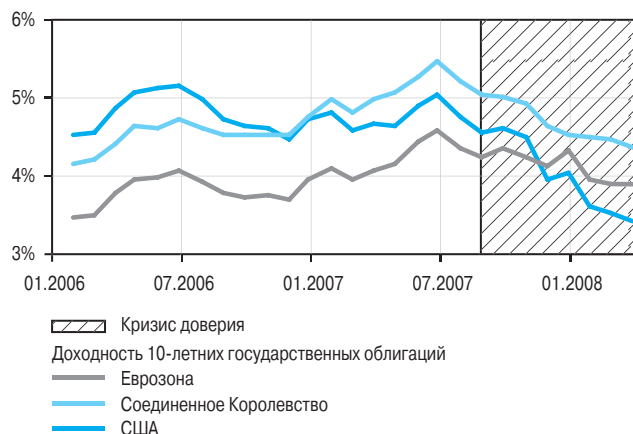
В этих условиях ведущие центральные банки проводили преимущественно сдерживающую денежно-кредитную политику...



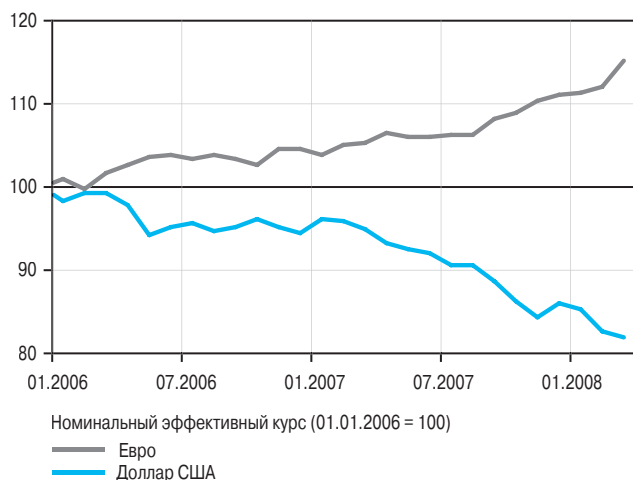
которая, однако, после развития «кризиса доверия» в ряде стран сменилась стимулирующей

Негативные тенденции на рынке недвижимости в США привели к ухудшению состояния финансового сектора и экономики в целом. В этих условиях денежные власти США проводили достаточно агрессивную превентивную политику

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



Практически на протяжении всего рассматриваемого периода на фоне диспропорций в структуре мировой торговли наблюдалось снижение курса доллара США к ведущим мировым валютам



очередь, это стало негативно сказываться на благосостоянии населения и объемах инвестиций и привело к ухудшению ситуации на рынке ипотечных облигаций. В результате напряженность на рынке недвижимости распространилась на финансовый сектор экономики. В частности, существенно возросла волатильность финансовых индексов и рынка межбанковских кредитов.

Динамика ставок на рынках гособлигаций в целом соответствовала проводимой денежно-кредитной политике и ожиданиям участников рынка относительно ее дальнейшей направленности. Сильному снижению ставок во второй половине периода в значительной мере способствовал эффект «бегства в качество», то есть переток средств инвесторов из более рискованных активов в менее рискованные, прежде всего в государственные облигации стран с развитыми экономиками.

Дисбалансы в мировой торговле, в частности во внешней торговле США, различия в доступности и уровне развития рынков капитала, возрастающая роль евро как альтернативной мировой резервной валюты, сдерживание центральными банками стран с формирующимися рынками укрепления национальных валют обусловили снижение курса доллара США к основным мировым валютам.

Эти же факторы определяли в основном и рост совокупных мировых официальных валютных резервов. С сентября 2006 г. по март 2008 г. официальные резервы увеличились на 40% – до 6,5 трлн. долл. США.

Таблица 1.1. Основные макроэкономические индикаторы некоторых стран по итогам I квартала 2008 года¹

Страна	ВВП на душу населения, тыс. долл. США ²	Темп роста реального ВВП, % в год	Темп роста потребительских цен, % в год	Уровень безработицы на конец периода, %	Сальдо торгового баланса, % ВВП	Ключевая ставка денежно-кредитной политики на 1.05.2008, % годовых
США	45,8	2,5	4,0	5,1	-4,9	2,00
Экономический и валютный союз	40,0	2,2	3,6	7,1	-0,5	4,00
Соединенное Королевство	45,6	2,5	2,5	5,2	-5,0	5,00
Япония	34,3	1,0	1,2	3,8	4,7	0,50
Китай	2,5	10,6	8,3	4,0	6,9	7,47 ³
Россия	9,1	8,1⁴	13,3	6,4	5,9	6,25⁵

Таблица 1.2. Валютные резервы центральных банков по состоянию на 1 апреля 2008 года⁶

	Страна	Объем резервов, млрд. долл. США	Доля в совокупных мировых резервах, %	Прирост за год, %
1	Китай	1682,2	25,3	39,9
2	Япония	987,7	14,8	11,2
3	Россия	493,3	7,4	49,5
4	Индия	301,4	4,5	56,1
5	Тайвань	286,9	4,3	7,2
6	Южная Корея	264,3	4,0	8,3
7	Бразилия	196,4	3,0	73,4
8	Сингапур	177,6	2,7	29,0
9	Гонконг	160,7	2,4	18,7
10	Алжир	114,1	1,7	42,8
<i>Справочно</i>				
	США	50,1	0,8	21,1
	Европейский центральный банк	48,9	0,7	14,6
	Германия	42,2	0,6	10,3
	Соединенное Королевство	48,6	0,7	25,4
	Франция	49,8	0,7	25,2
	Италия	29,6	0,4	16,0
	Совокупный объем резервов	6652,2	100	27,1

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

² По оценкам Международного валютного фонда за 2007 год.

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

⁴ Данные за 2007 год.

⁵ Ставка Банка России по операциям РЕПО на внутреннем финансовом рынке.

⁶ По данным информационного агентства «Блумберг» на апрель 2008 года.

1.2. Соединенные Штаты Америки

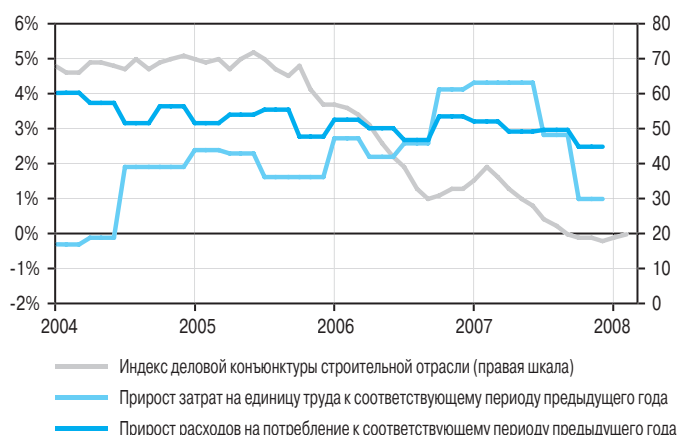
Во второй половине 2007 года спад на рынке жилья начал распространяться на смежные сектора экономики



Вместе с одновременным ослаблением рынка труда и показателей занятости...



...это может способствовать существенному снижению темпов роста конечного потребления, составляющего порядка 70% ВВП США



Во второй половине 2007 г. продолжился спад активности на рынке недвижимости США, динамичное развитие которого в предыдущие годы было одним из основных двигателей роста американской экономики. На рынке жилья сохраняется избыток предложения, сформировавшийся в конце 2006 г. – начале 2007 г. на фоне роста цен на недвижимость. Цены и объемы продаж жилой недвижимости на этом рынке продолжили падать и в начале 2008 года.

Помимо напряженности на финансовом рынке, кризис на рынке жилья привел к снижению деловой активности и занятости в смежных секторах экономики, прежде всего в отраслях промышленности, связанных со строительством. Так, *среднесписочная численность занятых* в промышленности сокращалась возрастающими темпами на протяжении всего 2007 года. Занятость в сфере услуг, составляющей большую часть экономики США, в начале 2008 г. росла минимальными за последние четыре года темпами.

На этом фоне уровень безработицы в США повышался на протяжении всей второй половины 2007 г. и достиг к концу года 5%. Снижение этого показателя в начале 2008 г. до 4,8% в большой степени обусловлено сокращением общей численности рабочей силы в США и может быть следствием ухода с рынка труда части населения трудоспособного возраста, не имеющего работы и оставившего попытки ее найти.

Продолжающееся снижение цен на рынке жилья ограничивает возможности домохозяйств по использованию жилья в качестве залога по кредитам, что сокращает объем средств, направляемых на конечное потребление; снижение занятости напрямую сокращает доходы потребителей. Вместе эти факторы могут способствовать существенному снижению темпов роста конечного потребления в США — основного компонента ВВП этой страны.

С течением времени спад на рынке жилья оказывает все более сильное влияние на состояние финансовой системы. Рост количества неплатежей по ипотечным кредитам

первоначально вызвал ухудшение финансового состояния организаций, работающих с такими кредитами, и, как следствие, резкий рост спроса на ликвидность со стороны этих организаций, повышение процентных ставок и затруднение доступа к средствам на денежном рынке («кризис ликвидности»).

В итоге масштабное списание активов низкого кредитного качества привело к падению прибыли кредитных организаций, ужесточению требований, предъявляемых банками к заемщикам, росту ставок и снижению доступности кредита как на финансовом рынке, так и в экономике в целом.

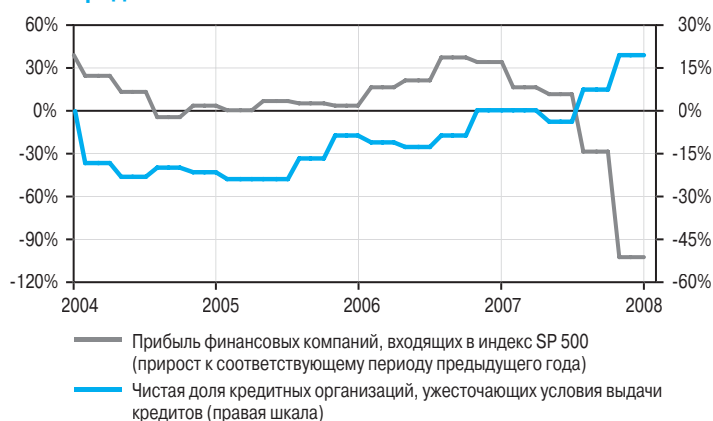
Существует риск, что эти факторы отрицательно повлияют на объем инвестиций в экономике, который и так находится на весьма низком уровне. Так, объем инвестиций в строительство жилья сокращается с середины 2006 г., а объем инвестиций в оборудование на протяжении 2007 г. увеличивался незначительно.

Благоприятными факторами для экономики США являются слабый доллар и пока еще сильный экономический рост в мире. Относительно более высокая конкурентоспособность американских товаров на мировых рынках и слабеющий спрос внутри страны сокращают разрыв между экспортом и импортом. В то же время активное развитие производства в странах, обладающих более низкими издержками и сдерживающих рост курса своей национальной валюты по отношению к доллару, ограничивает влияние ослабления американской валюты на состояние внешней торговли.

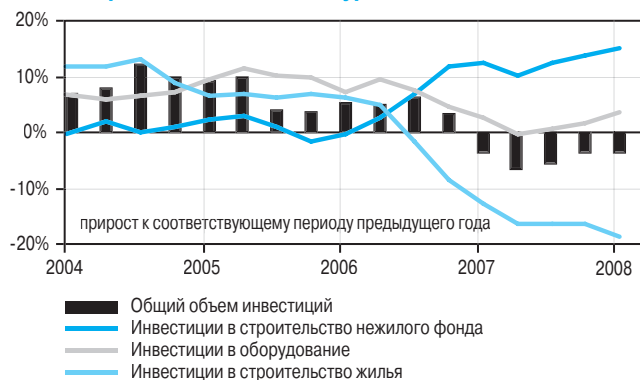
Ситуация на рынке жилья и на финансовом рынке создает существенные риски замедления роста или даже рецессии в американской экономике. Рост ВВП в IV квартале 2007 г. оказался ниже ожиданий: прогнозы экономистов относительно уровня 0,8% не оправдались, ВВП остался на уровне первоначальной оценки – 0,6% в годовом исчислении. Практически все сегменты экономики, за исключением, возможно, внешней торговли, указывают на серьезное ухудшение экономической ситуации в стране.

Динамика индикаторов деловой активности, показывающих объем новых заказов в

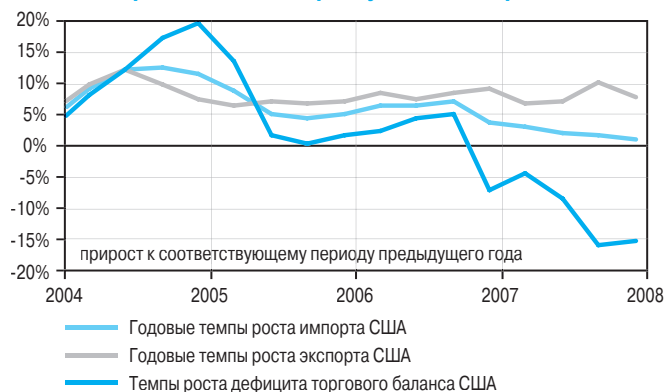
Ухудшающееся финансовое состояние кредитных организаций и ужесточающиеся условия кредитования в экономике...



...создают угрозу падения инвестиционной активности, которая и так находится на сравнительно низком уровне



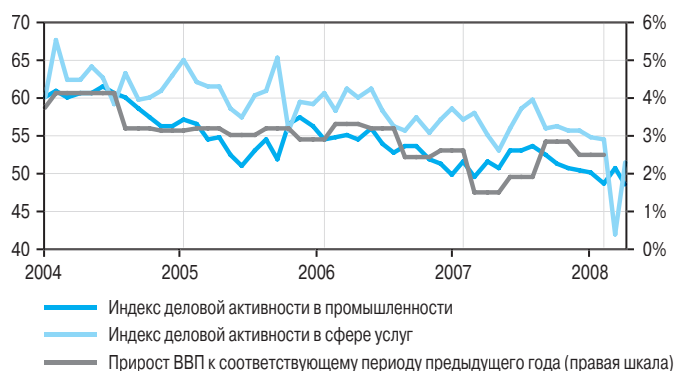
В этих условиях, несмотря на поддержку со стороны стабильно растущего экспорта...



...увеличиваются риски замедления роста или даже рецессии в американской экономике в 2008 году...



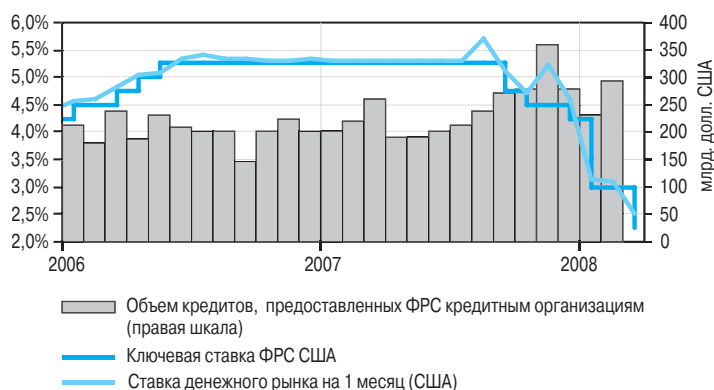
...на что указывает и динамика показателей деловой активности



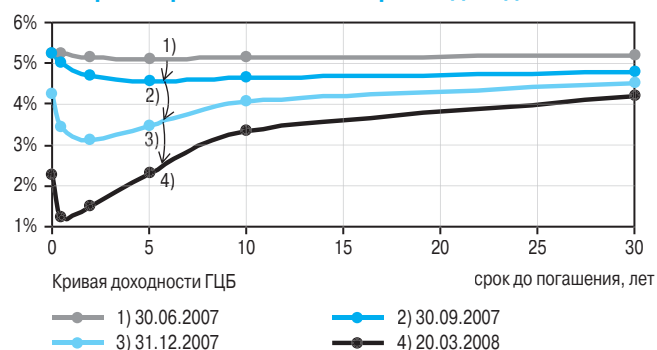
Несмотря на возросшую инфляционную угрозу со стороны высоких мировых цен на сырье и продовольственные товары...



...в сложившейся экономической ситуации ФРС США активно использовала инструменты денежно-кредитной политики для стимулирования деловой активности...



...что привело к падению ставок доходностей госбумаг США по всем срокам до погашения. Наиболее значительным стало снижение ставок на краткосрочном сегменте кривой доходности



промышленности и в сфере услуг, также указывает на возможность дальнейшего снижения темпов экономического роста.

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

Несмотря на общую тенденцию к замедлению роста экономики, повышение цен на сырьевые и продовольственные товары на мировом рынке способствовало ускорению инфляции. Темпы базовой инфляции и прироста дефлятора конечного потребления, являющегося для ФРС основным индикатором инфляции, на конец февраля 2008 г. составили соответственно 2,3 и 2,2% к соответствующему периоду предыдущего года, в то время как индекс потребительских цен с ноября 2007 г. держится на уровнях выше 4%.

В сложившейся ситуации, когда ускорение инфляции вызвано главным образом действием внешних факторов, признаки замедления экономического роста дают ФРС основания использовать инструменты денежно-кредитной политики для стимулирования экономического роста, прежде всего с помощью снижения ключевой ставки ФРС. Начиная с сентября 2007 г. за последующие шесть месяцев ставка ФРС была снижена в целом на 3%. Кроме того, ФРС США принимает активные меры для поддержания ликвидности на рынке, в частности, в марте 2008 г. было объявлено о расширении программы кредитования под залог ценных бумаг. Ведомство намерено в ходе аукционов предоставить первичным дилерам гособлигации США на сумму до 200 млрд. долл. США под залог других бумаг, при этом расширив сроки предоставления с 1 до 28 дней.

Динамика ключевой ставки ФРС, а также изменение оценки инвесторами экономического положения в США отражались в снижении ставок практически на всех участках кривой доходности. Кроме того, снижению ставок способствовал рост спроса на высоконадежные бумаги со стороны крупных институциональных инвесторов, вызванный повышенной волатильностью мировых рынков.

1.3. Экономический и валютный союз

Несмотря на то, что быстрый рост цен на сырьевых и товарных рынках, укрепление евро, сохраняющаяся напряженность на кредитных рынках, а также снижение темпов роста мировой экономики оказывают замедляющее воздействие на экономику еврозоны, ее годовые темпы роста по-прежнему превышают средние показатели за последние пять лет.

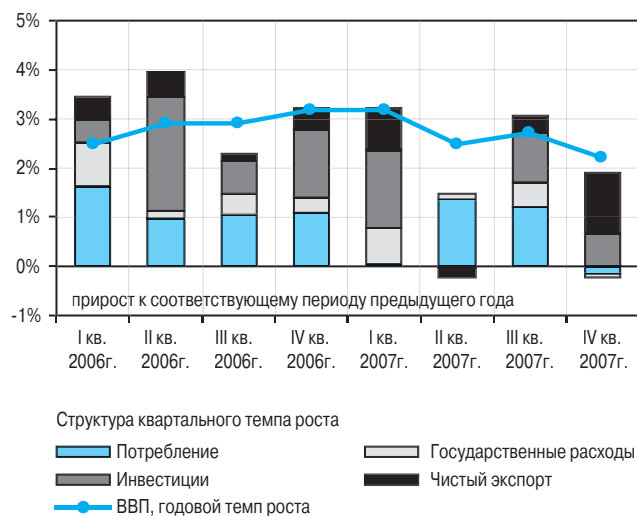
В IV квартале 2007 г. темп роста ВВП еврозоны по отношению к III кварталу составил 0,4%, по отношению к IV кварталу 2006 г. — 2,2%. Снижение темпа роста ВВП по сравнению с показателями III квартала (0,7 и 2,6% соответственно) было обусловлено прежде всего сокращением потребительских расходов (-0,1% по сравнению с III кварталом) после роста на 0,5% в предыдущий период.

В конце 2007 г. – начале 2008 г. продолжилось снижение индикаторов настроений потребителей и показателей деловой активности. Рост стоимости кредитных ресурсов, ужесточение требований к заемщикам и падение фондовых индексов негативно влияют на объем потребительского кредитования и оценку потребителями своего благосостояния. Это сказывается на настроениях потребителей и объемах потребительских расходов. Динамика индикаторов настроений потребителей свидетельствует о невысоких темпах роста потребительских расходов в ближайшие месяцы.

Наиболее существенный вклад в прирост ВВП в IV квартале оказал рост чистого экспорта. Укрепление евро (по состоянию на март 2008 г. курс евро к доллару США вырос с начала 2006 г. почти на 30%), потенциально способствующее снижению конкурентоспособности европейских товаров на международном рынке, пока не привело к существенному падению физических объемов экспорта, а вызвало лишь рост чистого экспорта в стоимостном выражении. Этому способствует и структура европейского экспорта, значительную часть которого составляет высокотехнологичная продукция, имеющая сравнительно мало заменителей.

Тем не менее динамика индекса ожиданий экспортеров свидетельствует о том, что при

В конце 2007 года темпы роста экономики еврозоны замедлились...



...что дополнительно подтверждается продолжающимся снижением индикаторов настроений потребителей

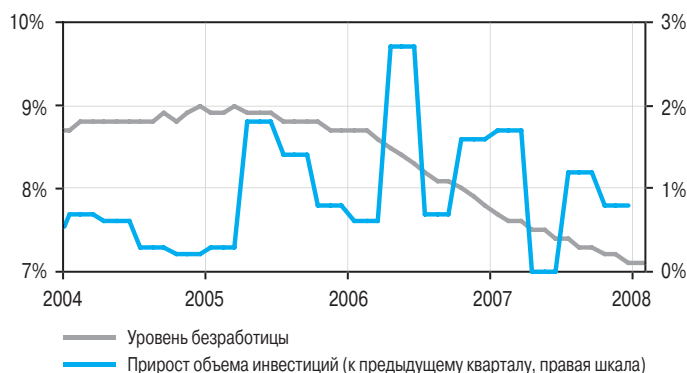


Максимальный вклад в прирост ВВП внес чистый экспорт, продолжающий расти, несмотря на укрепление евро. Тем не менее сложившаяся ситуация на мировых рынках создает риски замедления роста экспорта в ближайшие кварталы

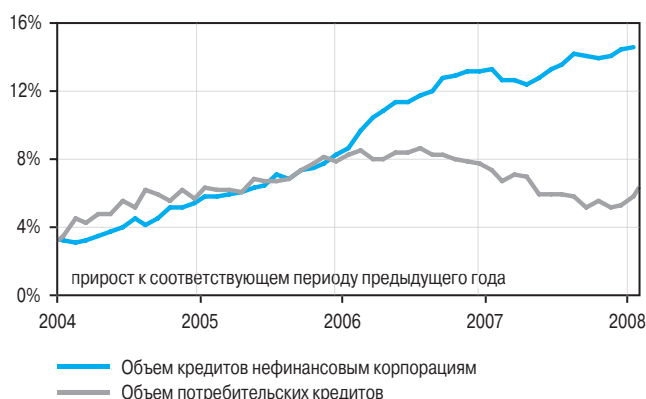


* 31.12.2002 = 1.

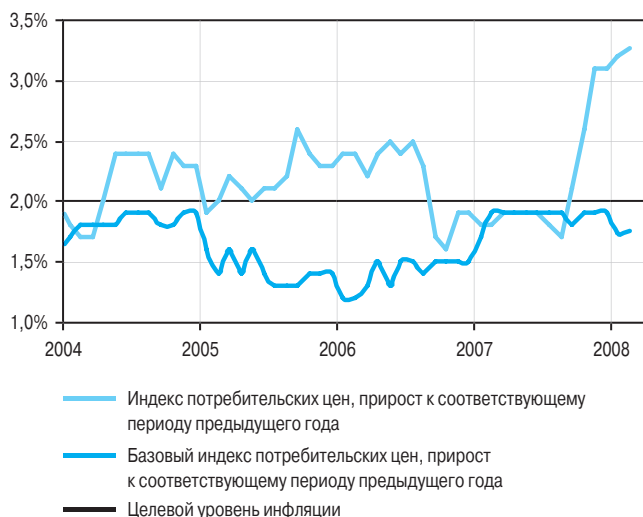
При этом уровень безработицы продолжает падать, инвестиционная активность, несмотря на некоторое снижение в последние месяцы, остается достаточно высокой...



...а объем привлечения заемных средств фирмами по-прежнему растет



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



сохранении курса евро к доллару США на текущем уровне в ближайшие кварталы может начаться сокращение объема экспорта.

Вместе с тем на рынке труда еврозоны продолжается рост занятости, а инвестиционная активность остается достаточно высокой. Так, в феврале 2008 г. уровень безработицы в странах ЭВС составил 7,1%, что является минимальным показателем за последние 15 лет. В то же время инфляционное давление со стороны заработной платы остается сравнительно небольшим.

Возможность использования более дешевой рабочей силы из Восточной Европы дает работодателям больше свободы в переговорах с профсоюзами и позволяет увеличивать заработную плату постепенно на фоне роста занятости, производительности и прибыльности компаний.

Несмотря на затрудненный вследствие «кризиса доверия» на мировом финансовом рынке доступ к заемным средствам, активность фирм по привлечению кредитов находится на исторически высоком уровне и продолжает расти. Так, по состоянию на январь 2008 г. объем кредитов, выданных нефинансовым корпорациям в еврозоне, вырос за год на 14,6%.

В отличие от кредитов нефинансовым корпорациям темп роста объема потребительских кредитов под влиянием «кризиса доверия» существенно замедлился.

Основным фактором риска для еврозоны является рост потребительских цен. Индекс потребительских цен в I квартале 2008 г. существенно превысил целевое значение (2%): по состоянию на февраль 2008 г. уровень инфляции составил 3,3% в годовом выражении.

При этом показатель базовой инфляции, не включающий эффекты изменения цен на продукты питания и энергоносители, остается в пределах комфортной для ЕЦБ зоны. Среди внешних инфляционных факторов наиболее значительным является высокий уровень цен на энергоносители и продовольственные товары.

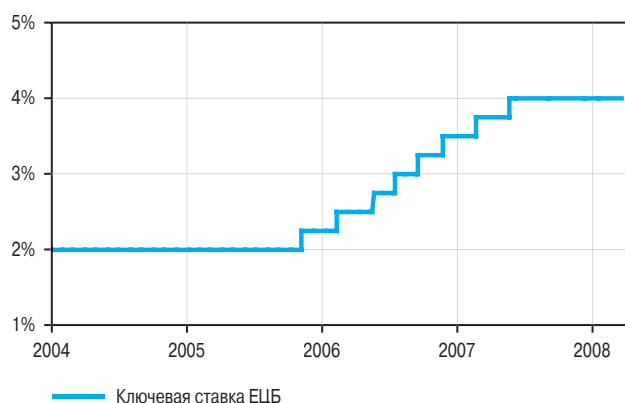
После двух повышений базовой ставки в первой половине 2007 г. в условиях нестабильности на финансовых рынках центральный банк еврозоны на всех последующих

заседаниях оставлял ключевую ставку без изменений.

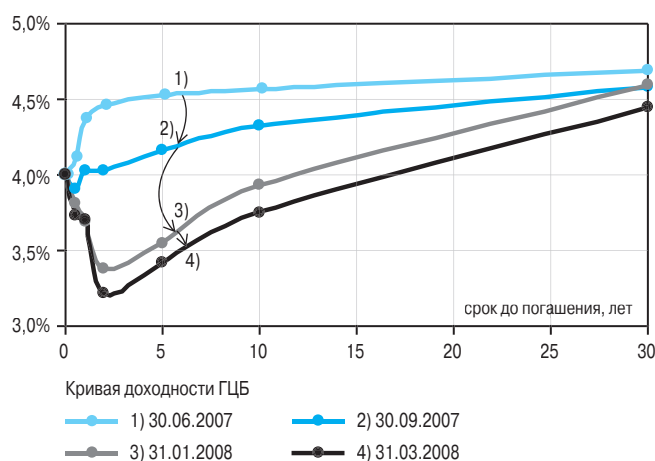
В настоящий момент руководство ЕЦБ стоит перед сложным выбором. Укрепление евро, высокие ставки на денежном рынке и затрудненный доступ к заемным средствам оказывают сдерживающее воздействие на инвестиции и рост потребительских расходов. Сокращение инвестиций может снизить спрос компаний на рабочую силу и, таким образом, оказать негативное влияние на рост занятости и сопутствующее повышение зарплат. Рыночная неопределенность и проблемы на финансовых рынках, усилившиеся в конце 2007 г. – начале 2008 г., подталкивают к смягчению денежно-кредитной политики. Вместе с тем существующие риски для экономического роста связаны с внешними для еврозоны факторами, а увеличение инфляции указывает на необходимость ужесточения денежно-кредитной политики. В результате ЕЦБ, в отличие от ФРС США и Банка Англии, пока не прибегает к снижению базовой ставки, а пытается смягчить существующие проблемы на финансовом рынке путем увеличения объема предоставляемой коммерческим банкам ликвидности.

Нарастание напряженности на мировых финансовых рынках и появление негативных данных об экономическом положении в еврозоне способствовали формированию пессимистических настроений среди участников рынка, усилению ожиданий скорого смягчения денежно-кредитной политики и росту спроса на высоконадежные и ликвидные активы, такие как государственные облигации. На этом фоне в III квартале 2007 г. – I квартале 2008 г. наблюдалось снижение ставок на всех участках кривой доходности.

В сложившейся ситуации ЕЦБ на всех заседаниях начиная с середины 2007 года оставлял ключевую ставку без изменений

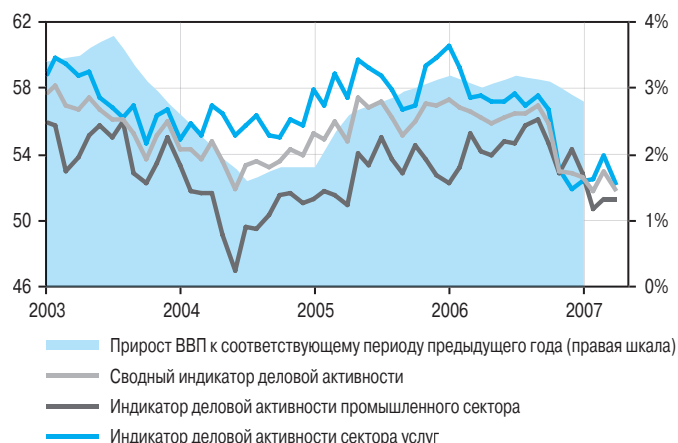


Однако ожидания снижения базовой ставки ЕЦБ и эффект «бегства в качество» способствовали падению доходностей



1.4. Соединенное Королевство

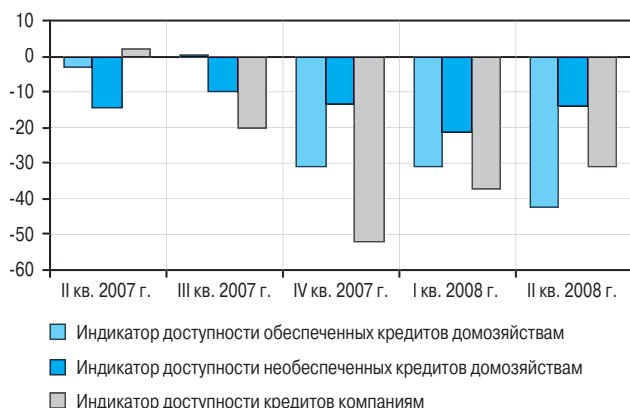
Резкое снижение индикаторов деловой активности в промышленности и сфере услуг указывает на сохранение понижительного экономического тренда в 2008 году



Падение индикаторов потребительских настроений и продаж товаров длительного пользования в I квартале 2008 года говорят о будущем снижении темпов роста потребления



Ситуация в финансовом секторе, в частности, ужесточение условий кредитования, может негативно повлиять на объем расходов частного сектора



Высокие темпы экономического роста Соединенного Королевства, сохранявшиеся до III квартала 2007 г. (3,1% в годовом выражении по итогам квартала), в IV квартале начали снижаться – до 0,6% в квартальном и 2,8% в годовом выражении.

Продолжающееся снижение показателей деловой активности указывает на вероятное сохранение понижительного экономического тренда в 2008 году. Особенно показательным является резкое падение индекса деловой активности в секторе услуг, который является локомотивом экономического роста Соединенного Королевства. Динамика данного показателя отражает в основном рост пессимизма компаний финансового сектора, вызванный нарастанием напряженности на финансовых рынках.

По итогам 2007 г. замедление роста наблюдалось по всем компонентам внутреннего спроса: темп роста инвестиций в основные фонды снизился до 1,8% в квартальном выражении с 2,1% в предыдущем квартале (до 4,1 с 5,1% в годовом выражении), а потребления – до 0,1 с 0,8% (до 2,4 с 3,5% в годовом выражении).

Несмотря на всплеск розничных продаж в январе–феврале 2008 г., данные опросов домохозяйств в I квартале 2008 г., а также ухудшающиеся показатели денежного и кредитного рынков говорят о дальнейшем снижении темпов роста потребительских и инвестиционных расходов. В частности, падение индикаторов потребительских настроений и расходов на товары длительного пользования показывают снижение оценки потребителями своего текущего благосостояния и растущий пессимизм домохозяйств относительно будущих доходов.

Негативное влияние на объем внутреннего спроса окажут рост неопределенности на финансовых рынках и в экономике в целом, продолжающееся падение активности на рынке недвижимости и ужесточение условий кредитования.

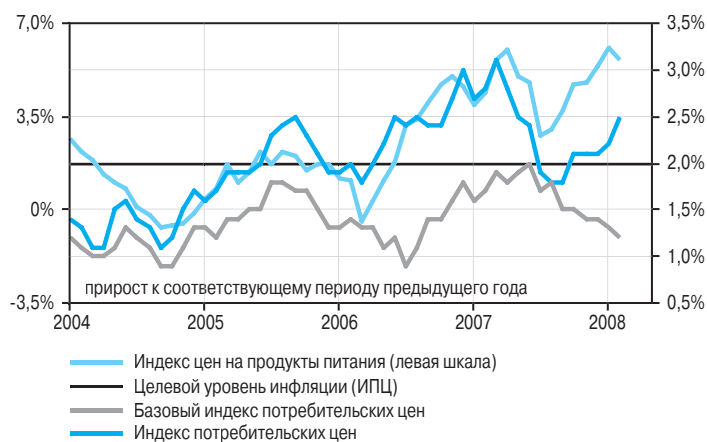
Как и ожидалось, темп роста потребительских цен в 2008 г. ускорился, достигнув к февралю 2,5%, в основном за счет роста тари-

фов на газ и электричество и цен на продукты питания. Сохранение ускоренного роста цен энергоносителей и продовольственных товаров создает риск выхода инфляции за верхнюю границу диапазона допустимого отклонения от целевого уровня ($2 \pm 1\%$). В то же время снижение темпов роста совокупного спроса должно способствовать возвращению уровня инфляции к целевому значению в среднесрочной перспективе.

Сочетание замедляющегося экономического роста с высокими инфляционными рисками существенно усложняет задачу Банка Англии по проведению денежно-кредитной политики. В декабре 2007 г. Банк Англии принял решение начать смягчение политики, понизив ключевую ставку на 0,25%, затем в феврале и апреле 2008 г. последовало еще два снижения – до 5,25 и 5% соответственно. В условиях нарастания напряженности в финансовой сфере и все более заметного падения уровня экономической активности ожидается, что серия снижений ставки будет продолжена в ближайшие месяцы, несмотря на риск ускорения инфляции в краткосрочной перспективе.

На этом фоне ожидания участников финансового рынка изменились в сторону более быстрого и более глубокого снижения ключевой ставки Банка Англии. Вместе с ростом спроса на высоконадежные ценные бумаги («бегством в качество») это вызвало очередное падение доходностей государственных облигаций на краткосрочном участке, в результате к концу I квартала 2008 г. кривая доходности на среднесрочном участке приобрела заметный положительный наклон.

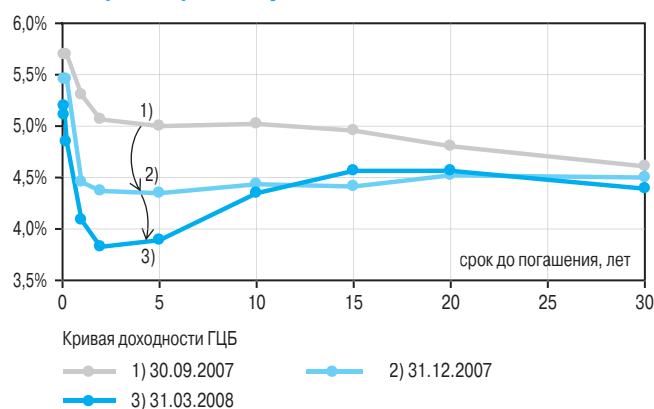
Темп роста потребительских цен в 2008 году увеличился, при сохранении ускоренного роста цен на продукты питания и энергоносители в ближайшей перспективе существует риск превышения максимально допустимого значения инфляции – 3%



С декабря 2007 года Банк Англии трижды снизил ключевую ставку. Несмотря на инфляционную угрозу, вероятность дальнейшего смягчения политики велика

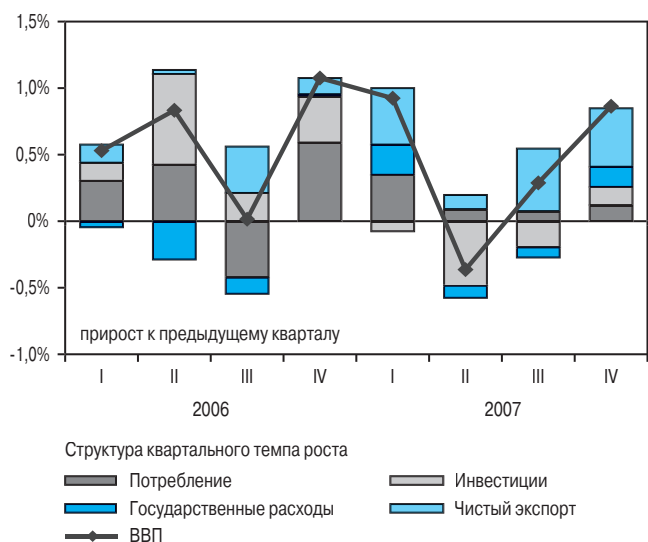


Вследствие усиления ожиданий скорого снижения ключевой ставки на фоне сохраняющегося «бегства в качество» кривая доходности гособлигаций продолжала снижаться на краткосрочном участке



1.5. Япония

В IV квартале 2007 года за счет роста чистого экспорта и госрасходов увеличение ВВП Японии продолжилось, составив 0,9% к предыдущему кварталу



Инвестиционные расходы начали увеличиваться за счет роста инвестиций в основные фонды и запасы, при этом инвестиции в строительство продолжали сокращаться



В начале 2008 года наблюдались положительные перспективы роста потребления благодаря данным с рынка труда: в январе и феврале 2008 года впервые за последние полтора года реальная заработная плата выросла при низкой безработице

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

В IV квартале 2007 г. рост экономики Японии ускорился по сравнению с III кварталом и составил 0,9% к предыдущему кварталу, или 2% к соответствующему периоду предыдущего года.

Основным фактором роста в IV квартале стало увеличение чистого экспорта, но темпы его прироста замедлились относительно III квартала. Сохранился умеренный рост потребления. Ускорение темпов роста ВВП по сравнению с III кварталом было достигнуто за счет положительных темпов прироста инвестиций и госрасходов, которые были отрицательными во II и III кварталах 2007 года.

В IV квартале инвестиции выросли на 0,7% относительно предыдущего. Положительные темпы прироста были обеспечены ростом инвестиций в запасы (на 29,1%) и в основные фонды (на 2,0%). Но все же уровень инвестиций был ниже уровня соответствующего периода 2006 г. на 3,0%. Инвестиции в строительство продолжали сокращаться относительно как предыдущего квартала (-9,3%), так и соответствующего периода 2006 г. (-21,5%). Это в большой степени связано с изменением законодательства в строительной отрасли, увеличившим сроки выдачи разрешений на строительство, что создает риск замедленного роста инвестиций в 2008 году.

Ситуация на рынке труда может оказать положительное влияние на рост потребительских расходов за счет низкого уровня безработицы (3,8% в декабре 2007 г. – январе 2008 г. и 3,9% в феврале 2008 г., что существенно ниже пятилетнего среднего уровня в 4,5%) и прироста реальной заработной платы в январе и феврале текущего года на 0,9 и 0,3% соответственно. Опросы работодателей по-прежнему указывают на существующий дефицит рабочей силы и ожидания его сохранения в будущем.

Индикаторы деловой активности в IV квартале 2007 г. и I квартале 2008 г. указывают на ее снижение и ожидания дальнейшего ухудшения условий ведения бизнеса. Кроме волнений на финансовых рынках и укрепления иены, это отражает опасения производителей по поводу роста издержек, вызванного повы-

шением мировых цен на энергоносители и другие сырьевые ресурсы.

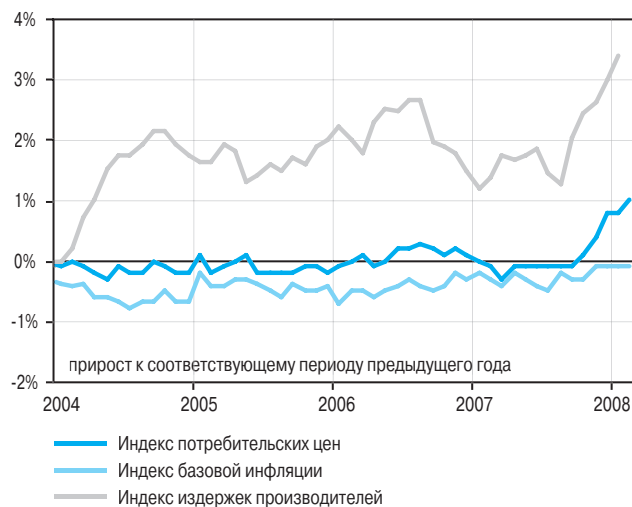
При этом возможности компаний включать растущие издержки в отпускные цены по-прежнему ограничены из-за жесткой конкуренции на внутреннем рынке, в результате этого прибыли компаний в декабре 2007 г. впервые с середины 2002 г. снизились (на 4,5% в годовом выражении).

В IV квартале инфляция продолжила рост — 0,7% за декабрь 2007 г., в феврале 2008 г. она достигла уровня 1,0%. В ближайшем будущем ожидается сохранение положительных значений инфляции, в первую очередь за счет роста цен на продукты питания и нефтепродукты.

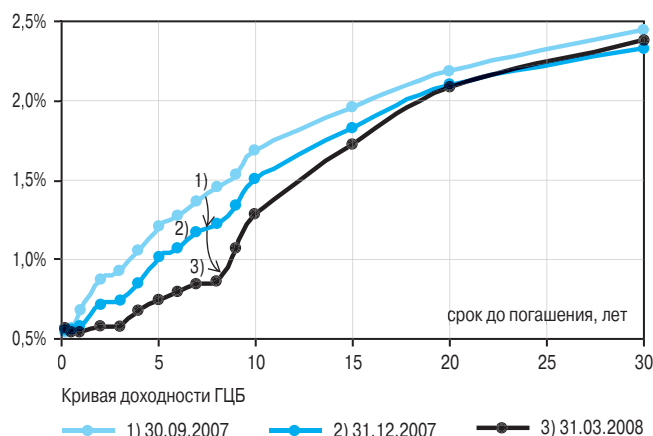
В условиях сохраняющейся напряженности на мировых финансовых рынках, снижающихся индикаторов деловой активности и ослабления строительной отрасли Банк Японии признал ухудшение перспектив экономического роста в 2008 г. и в I квартале 2008 г. оставил ключевую ставку без изменений на уровне 0,5%.

В IV квартале 2007 г. и в начале 2008 г. кривая доходности государственных облигаций Японии продолжила движение вниз. Снижению доходности на кратко- и среднесрочных участках способствовало изменение ожиданий участников рынка относительно будущей динамики ключевой ставки: в текущих экономических условиях большинство участников ожидают, что повышение ставки будет отложено как минимум до конца 2008 года.

За IV квартал 2007 года инфляция в потребительском секторе выросла с –0,2% в сентябре до 0,7% в декабре и до 1,01% в феврале текущего года

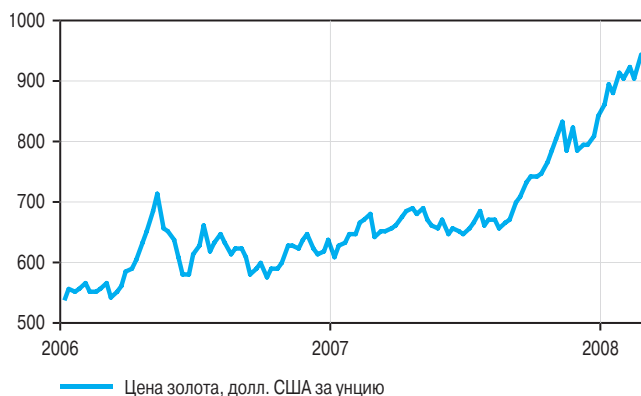


На фоне ожиданий отсутствия изменений ставки в IV квартале 2007 года и начале 2008 года кривая доходности государственных ценных бумаг Японии продолжила снижение

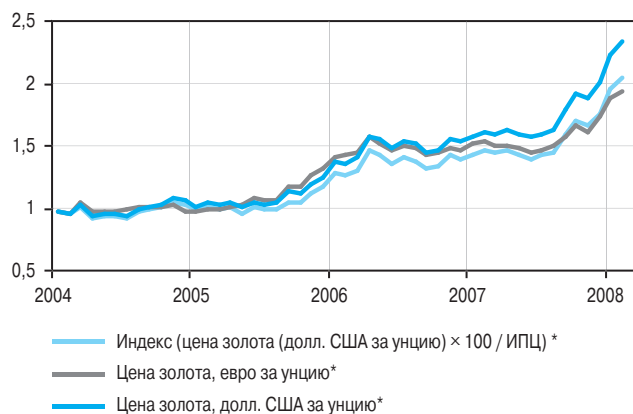


1.6. Рынок золота

Стремительный рост цены золота, начавшийся во второй половине 2007 года, продолжился и в начале 2008 года. При этом наблюдается повышение волатильности цены золота



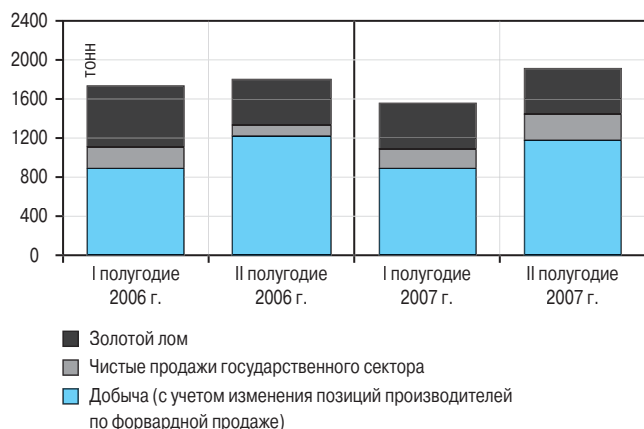
Приросты реальной цены золота, а также цены золота в евро увеличились со II квартала 2007 года



* 31.12.2003 = 1

Рост цены золота наблюдался на фоне «кризиса доверия» на финансовых рынках и снижения курса доллара США к евро...

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



Источник: Всемирный совет по золоту.

С середины августа 2007 г. наблюдается стремительный рост цены золота: с сентября 2007 г. по февраль 2008 г. она выросла на 44,85%. На конец февраля стоимость унции металла составила 974 долл. США, вплотную приблизившись к психологической отметке 1000 долл. США за унцию.

Значительный рост цен наблюдается не только на рынке золота и других драгоценных металлов, но и на рынке товаров в целом. Для сравнения, индекс стоимости товаров CRB к концу февраля 2008 г. достиг своего максимального за последнее десятилетие значения – 412,7, что более чем на 30% превышает его значение в начале сентября 2007 года. По итогам рассматриваемого периода золото вошло в десять наиболее подорожавших сырьевых товаров. Тем не менее текущее значение цены золота в реальном выражении (номинальной цены золота в долларах США с поправкой на индекс потребительских цен США) далеко от максимального: исторический пик последних десятилетий пришелся на начало 1980-х годов – 1105,3 долл. США за тройскую унцию. По данному показателю уровень цен золота на конец февраля находится на уровне 1984 года.

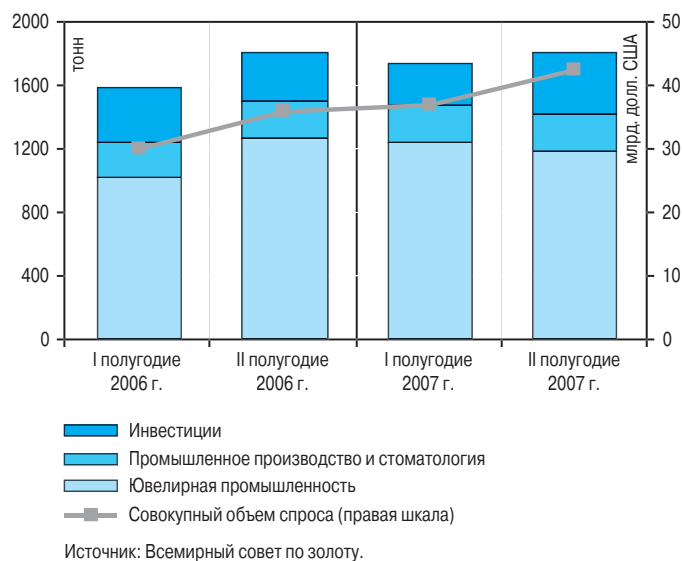
Объем предложения золота во второй половине 2007 г. вырос по сравнению с I–II кварталами на 23% в весовом выражении. Рост обусловлен увеличением позиций производителей по форвардной продаже золота и ростом предложения со стороны государственного сектора при сохранении золотодобычи на уровне предыдущего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

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

Основным источником роста спроса на металл явилось повышение интереса к золоту

как объекту для инвестиций в условиях ускоряющейся инфляции. Это объясняется, во-первых, ослаблением позиций доллара США как мировой резервной валюты и снижением его эффективного курса в номинальном и реальном выражении; во-вторых, хорошими диверсификационными свойствами золота как инвестиционного актива в условиях «кризиса доверия» на финансовых рынках.

Это говорит о том, что основной движущей силой на рынке в настоящее время является спрос, в первую очередь инвестиционный



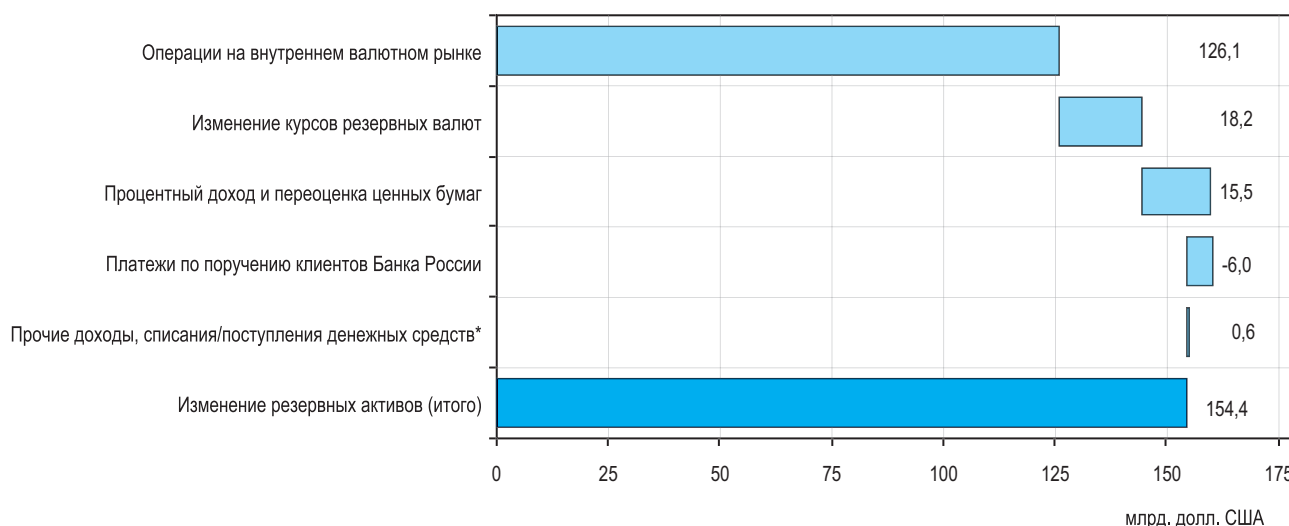
2. УПРАВЛЕНИЕ РЕЗЕРВНЫМИ ВАЛЮТНЫМИ АКТИВАМИ БАНКА РОССИИ В ПЕРИОД С ОКТЯБРЯ 2006 Г. ПО СЕНТЯБРЬ 2007 Г.

За период с 1 октября 2006 г. по 30 сентября 2007 г. активы Банка России в *резервных валютах* увеличились на 154 млрд. долл. США. Основным фактором роста резервных активов остается покупка Банком России иностранной валюты на внутреннем валютном рынке (см. рисунок 2.1). Кроме того, на динамику *резервных валютных активов* оказали влия-

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

Портфели активов в резервных валютах. За рассматриваемый период величина *операционного портфеля* выросла с 186,7

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



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

до 257,4 млрд. долл. США. Объем *инвестиционного портфеля* увеличился с 60,7 до 144,4 млрд. долл. США. Доля инвестиционного портфеля в общей стоимости резервных валютных активов возросла за анализируемый период с 24,5 до 35,9%.

Динамика объемов операционного и инвестиционного портфелей с IV квартала 2006 г. по III квартал 2007 г. представлена на рисунке 2.2.

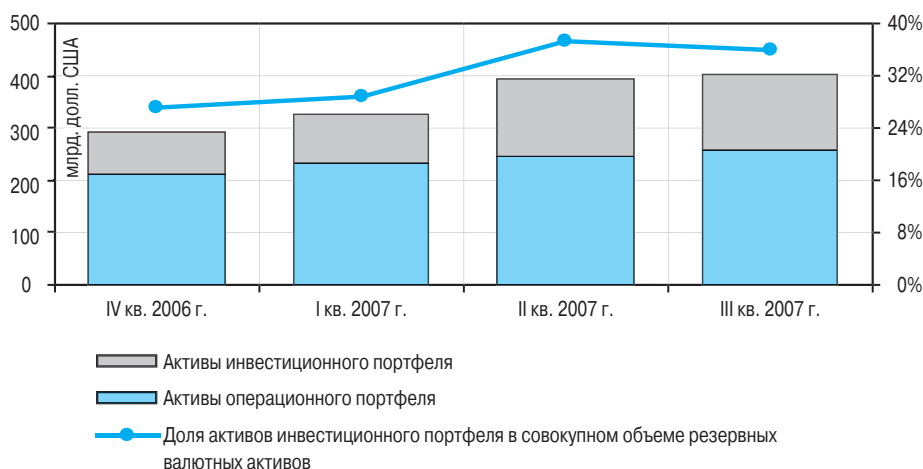
Увеличение доли инвестиционного портфеля было обусловлено, с одной стороны, ростом Стабилизационного фонда и как следствие – валютных пассивов Банка России, с другой стороны – реализацией Банком России собственной инвестиционной

политики в условиях завершения периода повышения ставок ведущими центральными банками.

Валютная структура резервных валютных активов. В рассматриваемый период валютные активы Банка России были номинированы в долларах США, евро, фунтах стерлингов Соединенного Королевства, а также японских иенах и швейцарских франках¹ (см. рисунок 2.3). Обязательства Банка России в иностранной валюте состояли из остатков на счетах клиентов в иностранных валютах (включая счета Федерального казначейства в Банке России) и денежных средств, полученных по *операциям РЕПО* с иностранными контрагентами.

¹ Величина активов Банка России в швейцарских франках незначительна.

Рисунок 2.2. Изменение объемов операционного и инвестиционного портфелей активов Банка России в резервных валютах за период с IV квартала 2006 года по III квартал 2007 года (по состоянию на конец соответствующего периода)



Разница между величинами активов Банка России в резервных валютах и обязательств Банка России в указанных иностранных валютах представляет собой чистые резервные валютные активы, валютная структура которых является источником валютного риска. Уровень принимаемого Банком России валютного риска ограничивается нормативной валютной структурой валютных резервов Банка России, определяющей целевые значения долей резервных валют в чистых резервных валютных активах и пределы допустимых отклонений от них.

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

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

Структура резервных валютных активов по видам инструментов. К разрешенным для размещения средств в резервных валютах краткосрочным инструментам относятся: остатки на корреспондентских счетах Банка России Нostro в резервных иностранных валютах; депозиты в резервных иностранных валютах, размещаемые на срок до 6 месяцев; денежные средства, предоставленные на срок до 6 месяцев под обеспечение по сделкам купли-продажи ценных бумаг с обязательством обратного выкупа (сделки РЕПО, сделки с обязательством обратной продажи – buy/sell back); дисконтные ценные бумаги со сроком погашения до 1 года, выпущенные

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

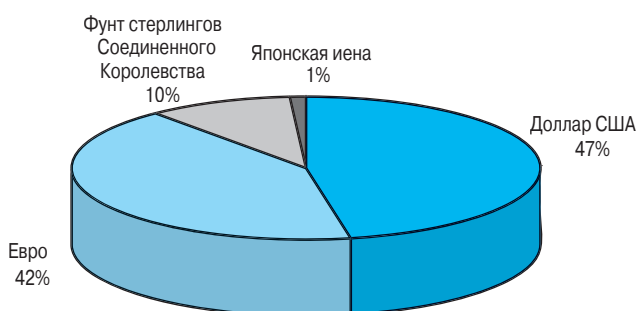
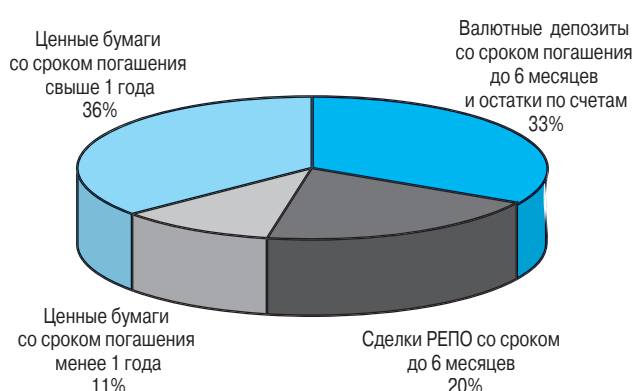


Рисунок 2.4. Распределение резервных валютных активов Банка России по видам инструментов по состоянию на конец периода



эмитентами определенных классов (иностранные правительства, центральные банки, федеральные агентства, внебюджетные фонды и агентства, а также международные финансовые организации) и отвечающие установленным требованиям к кредитному качеству.

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

По состоянию на конец рассматриваемого периода активы в резервных валютах были сформированы в депозитах, остатках на корреспондентских счетах, сделках РЕПО, а также дисконтных и купонных ценных бумагах. В инструменты со сроком до погашения менее 1 года было размещено 64% активов. Распределение активов в резервных валютах по классам финансовых инструментов приведено на рисунке 2.4, построенном на основании данных управленческой отчетности о рыночной стоимости резервных валютных активов Банка России (без учета золота).

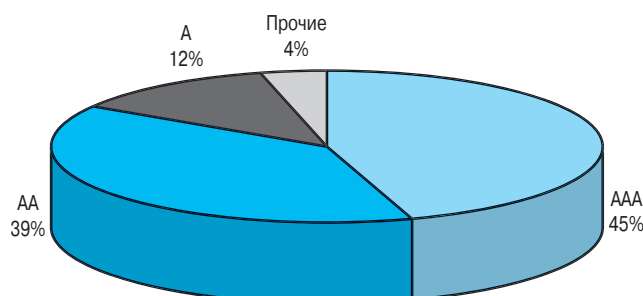
Распределение резервных валютных активов по степени кредитного риска. Кредитный риск регулировался лимитами, установленными на контрагентов Банка России, и требованиями, предъявляемыми к кредитному качеству эмитентов ценных бумаг, входящих в состав активов в резервных валютах. Под кредитным риском понимается вероятность возникновения финансовых потерь вследствие неисполнения своих обязательств контрагентами Банка России, эмитентами ценных бумаг, имеющих у Банка России, а также вследствие ухудшения кредитного качества активов Банка России, например, снижения кредитных рейтингов. Для оценки кредитного качества иностранных контрагентов использу-

ются рейтинговые оценки долгосрочной кредитоспособности рейтинговых агентств Fitch Ratings, Moody's и Standard & Poor's. Минимально допустимый рейтинг долгосрочной кредитоспособности контрагентов и должников Банка России по операциям с валютными резервами Банка России установлен на уровне «А» по классификации рейтинговых агентств Fitch Ratings и Standard & Poor' («А2» по классификации Moody's). Минимальный рейтинг выпусков долговых ценных бумаг (либо эмитентов долговых ценных бумаг) установлен на уровне «АА–» по классификации рейтинговых агентств Fitch Ratings и Standard & Poor's («Аа3» по классификации Moody's).

На рисунке 2.5 представлено распределение активов Банка России в резервных валютах по уровню кредитного риска в разбивке по основным рейтинговым категориям без детализации рейтинговой шкалы внутри каждой категории. Сокращение в течение рассматриваемого периода доли операционного портфеля и рост инвестиционного портфеля в абсолютном и относительном выражении привели к повышению удельного веса инструментов с рейтингом «ААА» (государственных ценных бумаг), в первую очередь за счет сокращения доли депозитов, размещенных у контрагентов, имеющих рейтинг «АА».

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

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



лись, то во внимание принимался наиболее низкий из присвоенных рейтингов.

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

Существенных изменений в распределении по данному признаку не произошло. По сравнению со II кварталом 2007 г. в III квартале выросли доли ценных бумаг США и Соединенного Королевства, в основном за счет сокращения доли государственных бумаг стран еврозоны.

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

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

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

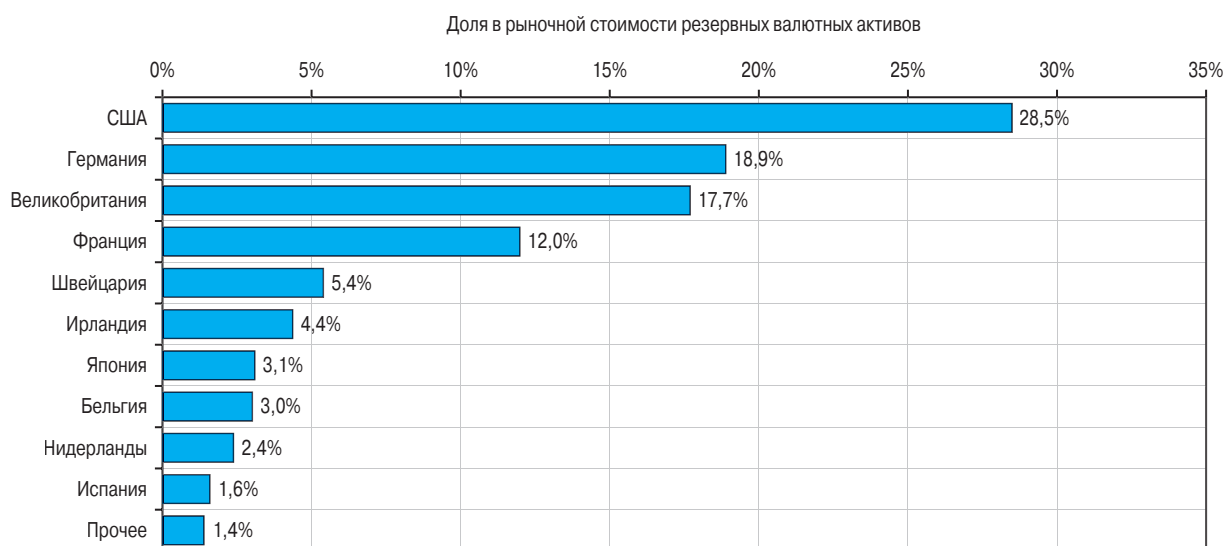


Таблица 2.1. Доходность активов операционного и инвестиционного портфелей валютных резервов Банка России за период с 1 октября 2006 года по 30 сентября 2007 года (% годовых)

Активы		Доллары США	Евро	Фунты стерлингов Соединенного Королевства	Японские иены
Операционного портфеля	фактического	5,30	3,87	5,58	0,57
	нормативного	5,17	3,80	5,48	0,49
Инвестиционно-го портфеля	фактического	5,59	2,31	4,69	–
	нормативного	5,86	2,45	4,77	–
Итого		5,57	3,46	5,29	0,57

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

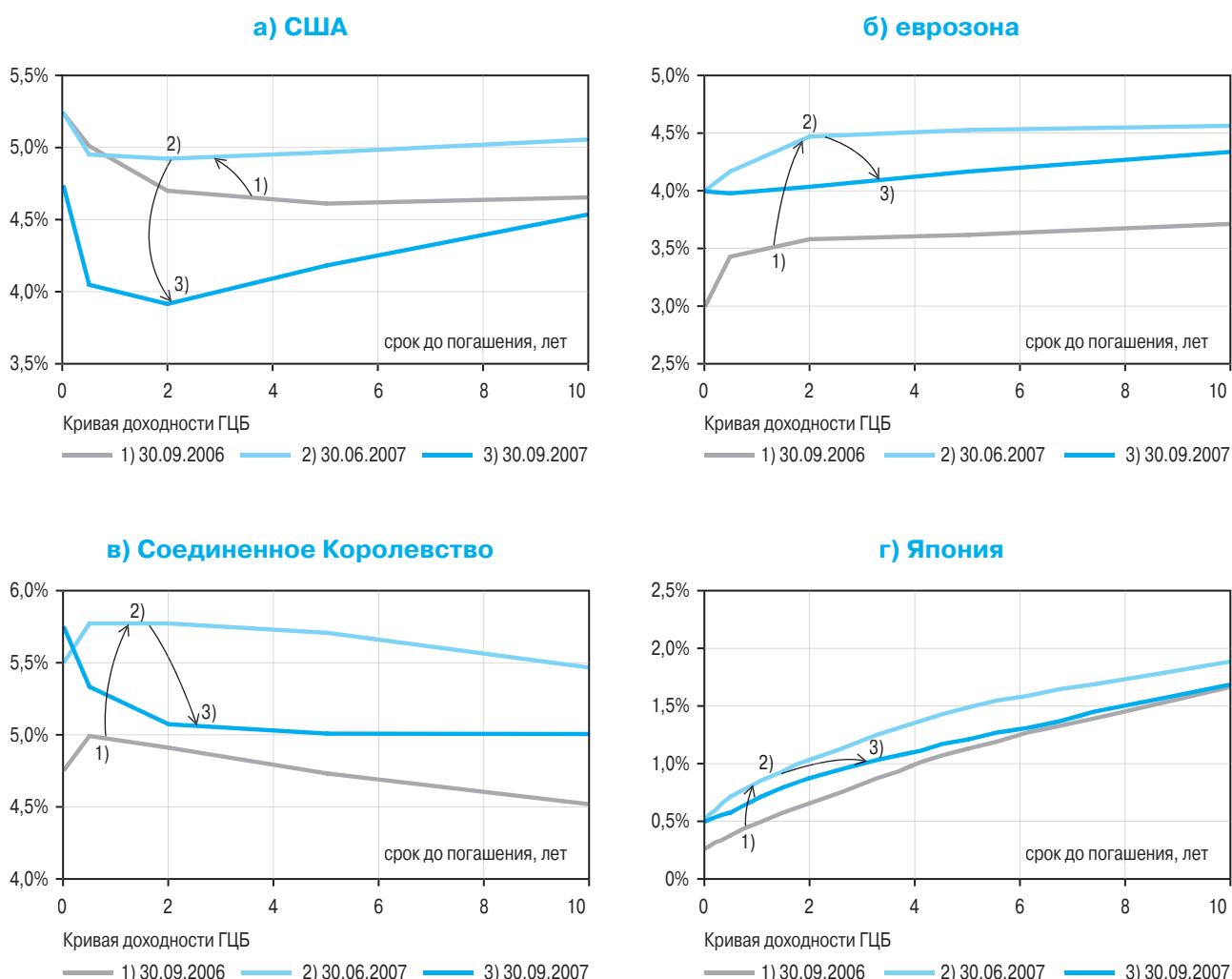
Оценка результатов деятельности операционных подразделений Банка России по управлению активами в резервных валютах осуществляется путем сравнения доходностей фактических операционного и инвестиционного портфелей с доходностями соответствующих *нормативных портфелей*, а также с учетом доходов/расходов,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

Конъюнктура рынков государственных облигаций развитых стран в рассматриваемый период характеризовалась ростом ставок в еврозоне и Соединенном Королевстве в связи с ужесточением в данный период денежно-

кредитной политики (рисунок 2.7). В связи с этим в указанных странах доходность по инвестиционному портфелю была заметно ниже доходности по операционному портфелю. В США, напротив, динамика ставок на рынке гособлигаций определила более высокую доходность по нормативному инвестиционному портфелю.

По итогам рассматриваемого периода доходность активов фактического инвестиционного портфеля была несколько ниже нормативной. Нестабильность конъюнктуры финансового рынка и высокая степень неопределенности будущих изменений процентных ставок, обусловленные в значительной степени кризисными явлениями на мировом рынке, не позволяли достаточно оперативно сформировать фактические инвестиционные портфели, позволяющие достичь доходности на уровне и выше доходностей нормативных портфелей.

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



3. КРЕДИТОВАНИЕ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ И ЕГО РОЛЬ В УПРАВЛЕНИИ РЕЗЕРВНЫМИ АКТИВАМИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ

В настоящее время рынок кредитования ценными бумагами является важной составляющей мирового финансового рынка, способствующей поддержанию его ликвидности, повышению эффективности расчетов, а в некоторых случаях и снижению стоимости капитала, что дает возможность держателям портфелей ценных бумаг получать дополнительный доход. Рынок кредитования ценными бумагами является развитым, активно функционирующим международным рынком.

Общие подходы к определению кредитования ценными бумагами

Под **кредитованием ценными бумагами (securities lending)** понимается сделка между кредитором и заемщиком, состоящая из двух частей.

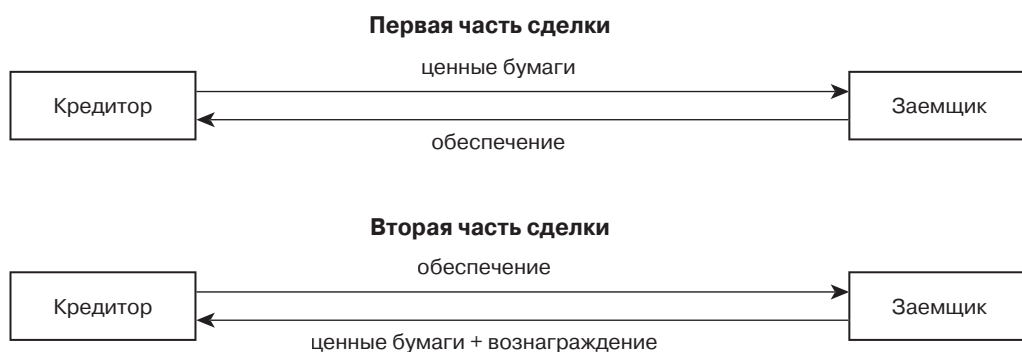
В первой части сделки кредитор передает заемщику ценные бумаги, которые заемщик обязуется вернуть при завершении сделки. В качестве гарантии исполнения обязательств заемщик предоставляет кредитору обеспечение, стоимость которого должна быть не меньше стоимости взятых в кредит ценных бумаг.

Во второй части сделки заемщик возвращает кредитору эквивалентные ценные бумаги и уплачивает вознаграждение, а кредитор возвращает обеспечение.

В качестве **основных характеристик** сделок по кредитованию ценными бумагами можно отметить следующие.

- Право собственности на ценные бумаги, переданные по сделке, переходит к заемщику.

Рисунок 3.1. Кредитование ценными бумагами



- Экономические выгоды (дивиденды, купоны и т. д.), вытекающие из права собственности на ценную бумагу, по общему правилу остаются за кредитором, при этом заемщик ценных бумаг как их юридический владелец¹ получает все выплаты по ценным бумагам, но затем должен перечислить эквивалентную сумму денежных средств кредитору – экономическому владельцу ценных бумаг².
- Кредитор на период сделки по кредитованию ценными бумагами утрачивает все права по ссуженным бумагам (например, право голоса по акции на общем собрании акционеров), которые переходят к заемщику. Однако получение ценных бумаг в кредит для оказания влияния на результаты голосования акционеров считается неприемлемой рыночной практикой. Как правило, кредито-

¹ Юридический владелец ценных бумаг – это лицо, обладающее правом собственности на ценные бумаги.

² Экономический владелец ценных бумаг – это лицо, которое не является юридическим владельцем ценных бумаг, но на основании договора сохраняет за собой право на получение экономических выгод по переданным ценным бумагам (дивидендов, купонов и т. д.).

ры сохраняют за собой право потребовать от заемщика переданные ценные бумаги и реализуют его, если хотят воспользоваться правом голоса по ценным бумагам.

Кредитование ценными бумагами часто сравнивают с операциями покупки / обратной продажи (buy / sell back) ценных бумаг и особенно со сделками РЕПО. Основные отличия между названными операциями сводятся к следующему.

1. Операции кредитования ценными бумагами и сделки РЕПО осуществляются в соответствии с условиями «рамочного соглашения» (master agreement¹). Классическая операция покупки / обратной продажи, рассматриваемая в настоящем обзоре, оформляется как сделка купли-продажи определенных ценных бумаг (кассовая сделка) и обратная сделка (форвардный договор)².

2. Условия рамочных соглашений по операциям кредитования ценными бумагами, в отличие от операций РЕПО и сделок покупки / обратной продажи, позволяют использовать более широкий перечень обеспечения.

3. В операциях кредитования ценными бумагами расчеты по уплате дохода между кредитором и заемщиком производятся в период между первой и второй частями сделки (как правило, ежемесячно), а в операциях РЕПО и покупки/обратной продажи – при исполнении второй части сделки.

4. При проведении операций кредитования ценными бумагами и сделок РЕПО предусмотрена процедура урегулирования обязательств сторон при неисполнении второй части сделки. В операциях покупки / обратной продажи такая процедура не предусмотрена.

5. Сделки покупки / обратной продажи отличаются от операций кредитования ценными бумагами и сделок РЕПО также тем, что не предусматривают механизм определения и начисления *вариационной маржи*.

6. При проведении операций кредитования ценными бумагами и операций РЕПО, в отличие от сделок покупки / обратной продажи,

обеспечение может быть заменено на другое из перечня допустимого обеспечения, предусмотренного соглашением.

7. В операциях кредитования ценными бумагами и сделках РЕПО дивиденды и купонный доход перечисляются в пользу экономического владельца ценных бумаг, а в сделках покупки / обратной продажи – учитываются в цене обратной покупки и остаются у юридического владельца.

8. Операции кредитования ценными бумагами и сделки РЕПО могут иметь фиксированную или открытую дату второй части операции, когда сделка завершается по первому требованию кредитора. В случае операций покупки / обратной продажи дата обратной сделки может быть только фиксированной.

Экономическая сущность сделки кредитования ценными бумагами совпадает с сущностью сделки РЕПО, обусловленной потребностью в заимствовании ценных бумаг. В настоящее время идет процесс конвергенции стандартов проведения данных операций, в том числе сближение условий типовых соглашений.

Классификация операций по кредитованию ценными бумагами

Операции по кредитованию ценными бумагами в зависимости от типа обеспечения можно разделить на следующие виды:

- **обеспеченные денежными средствами** (cash collateral), иногда называемые «денежными» ссудами;
- **обеспеченные ценными бумагами** или имеющие другое неденежное обеспечение (securities/other noncash collateral), иногда называемые «неденежными» или «облигационными» ссудами (если обеспечение предоставлено в виде облигаций);
- имеющие **смешанное обеспечение**, когда в рамках одной операции по кредитованию ценными бумагами в качестве обеспечения могут выступать и ценные бумаги (или другое неденежное обеспечение), и денежные средства.

¹ Типовым соглашением по операциям кредитования ценными бумагами является Глобальное рамочное соглашение о кредитовании ценными бумагами (Global Master Securities Lending Agreement – GMSLA), разработанное Международной ассоциацией по кредитованию ценными бумагами (Securities Lending Market Association – SLMA), а типовым соглашением по операциям РЕПО – Общее генеральное соглашение о продаже и обратной покупке (Global Master Repurchase Agreement – GMRA), разработанное Международной ассоциацией участников рынка капитала (International Capital Market Association – ICMA).

² В настоящее время сделки покупки / обратной продажи могут заключаться также в соответствии с условиями рамочного соглашения GMRA.

В качестве неденежного обеспечения в мировой практике чаще всего выступают:

- государственные облигации;
- корпоративные облигации;
- акции;
- аккредитивы, открытые банками с высоким кредитным рейтингом;
- депозитные сертификаты, эмитированные банками (кредитными организациями) с высоким кредитным рейтингом;
- другие инструменты денежного рынка¹.

Если обеспечением по кредиту являются ценные бумаги, то заемщик уплачивает кредитору вознаграждение. В случае денежного обеспечения кредитор выплачивает заемщику проценты за предоставленные денежные средства, при этом ставка устанавливается ниже рыночной, и кредитор может реинвестировать обеспечение по рыночной ставке и получить дополнительный доход. Размер ставки устанавливается сторонами путем переговоров с учетом таких факторов, как предложение конкретных ценных бумаг и спрос на них, параметры обеспечения и вероятность досрочного востребования кредитором ссуженных ценных бумаг.

Цели операций по кредитованию ценными бумагами

Исторически операции по кредитованию ценными бумагами возникли как способ закрытия коротких позиций, появляющихся в расчетных системах в результате несостоявшихся расчетов (settlement coverage). В настоящее время некоторые системы расчетов по ценным бумагам предусматривают автоматическое кредитование клиентов ценными бумагами для того, чтобы исключить цепочку непоставок.

Для кредитора основными целями проведения операций по кредитованию ценными бумагами являются получение **дополнительного дохода** по портфелю ценных бумаг и **снижение издержек** его хранения. Кредитор может использовать операции кредитования ценными бумагами также для **привлечения денежных средств**: он получает необходи-

мые денежные средства, передавая заемщику ценные бумаги.

Заемщик на рынке кредитования ценными бумагами может преследовать следующие цели.

1. Заимствование ценных бумаг для совершения расчетов по сделке. Заемщик вынужден заимствовать определенные ценные бумаги, чтобы выполнить свои обязательства по заключенным сделкам. Необходимость заимствования для осуществления расчетов может возникнуть, например, в следующих ситуациях.

- Маркет-мейкеры нуждаются в определенных ценных бумагах для выполнения обязательств по продаже котируемых ими ценных бумаг.
- Контрагент заемщика не поставил в срок ценные бумаги, которые заемщик должен поставить по иным сделкам.
- Определенный выпуск ценных бумаг становится «наиболее дешевым к поставке» (Cheapest to Deliver) по фьючерсным контрактам. Поскольку исполнение фьючерсных контрактов имеет выраженную периодичность, на такие ценные бумаги регулярно возникает повышенный спрос.

2. Использование заемных ценных бумаг в различных рыночных стратегиях с целью получения дополнительной прибыли. Например, заемщик может продать ценные бумаги, полученные по сделке кредитования. Эта сделка будет выгодна заемщику, если ему удастся купить эквивалентные ценные бумаги по более низкой цене.

Значительное влияние на рынок кредитования ценными бумагами оказало развитие рынка производных финансовых инструментов, участники которого нуждались в кредитах ценными бумагами для хеджирования своих позиций и проведения арбитражных операций.

Риски при проведении операций по кредитованию ценными бумагами

Операции по кредитованию ценными бумагами считаются достаточно надежными благодаря их структуре, позволяющей управлять кредитным и рыночным рисками.

¹ В некоторых экономических изданиях можно встретить классификацию, по которой обеспечение в форме различных инструментов денежного рынка относится к денежному обеспечению.

Кредитный риск может возникнуть при финансовой несостоятельности (некредитоспособности) одной из сторон и ее неспособности произвести расчеты по сделке. Рыночный риск обусловлен неблагоприятными изменениями котировок, которые могут привести к снижению стоимости обеспечения по сравнению со стоимостью отданных в кредит ценных бумаг.

В качестве основных способов управления перечисленными рисками в рамках операций по кредитованию ценными бумагами можно выделить следующие.

- Обеспечение передается кредитору в собственности или в форме залога.
- Проводятся ежедневная переоценка отданных в заем и полученных в качестве обеспечения ценных бумаг по рыночной стоимости и постоянный мониторинг достаточности обеспечения. В случае его недостаточности заемщику направляется требование о доведении обеспечения.
- Кредитор (или его агент) оценивают кредитоспособность заемщика и устанавливают лимиты кредитования для каждого заемщика, прежде чем предоставить ценные бумаги в кредит.
- Некоторые агенты по кредитованию предоставляют кредитору такую услугу, как гарантия: если заемщик не исполняет или несвоевременно исполняет свои обязательства по сделке перед кредитором, за него это делает агент.
- Чтобы уменьшить риски, связанные с концентрацией портфеля обеспечения, кредиторы могут установить сублимиты по определенному виду ценных бумаг.

Участники рынка кредитования ценными бумагами

Кредиторами ценных бумаг чаще всего выступают крупные держатели долгосрочных активов, например институциональные инвесторы: пенсионные, инвестиционные и благотворительные фонды, страховые компании, центральные банки.

В качестве **заемщиков** обычно выступают активные участники рынка ценных бумаг, такие как брокеры, дилеры, хедж-фонды, и центральные контрагенты.

Основные этапы сделки по кредитованию ценными бумагами представлены на рисунке 3.2.

Выход на рынок кредитования ценными бумагами может осуществляться как **напрямую**, самостоятельно (например, кредитор организует собственные подразделения для работы на рынке кредитования ценными бумагами), так через **агентов-посредников**. В настоящее время основной объем операций осуществляется через агентов (иногда в цепочке участвует несколько уровней посредников).

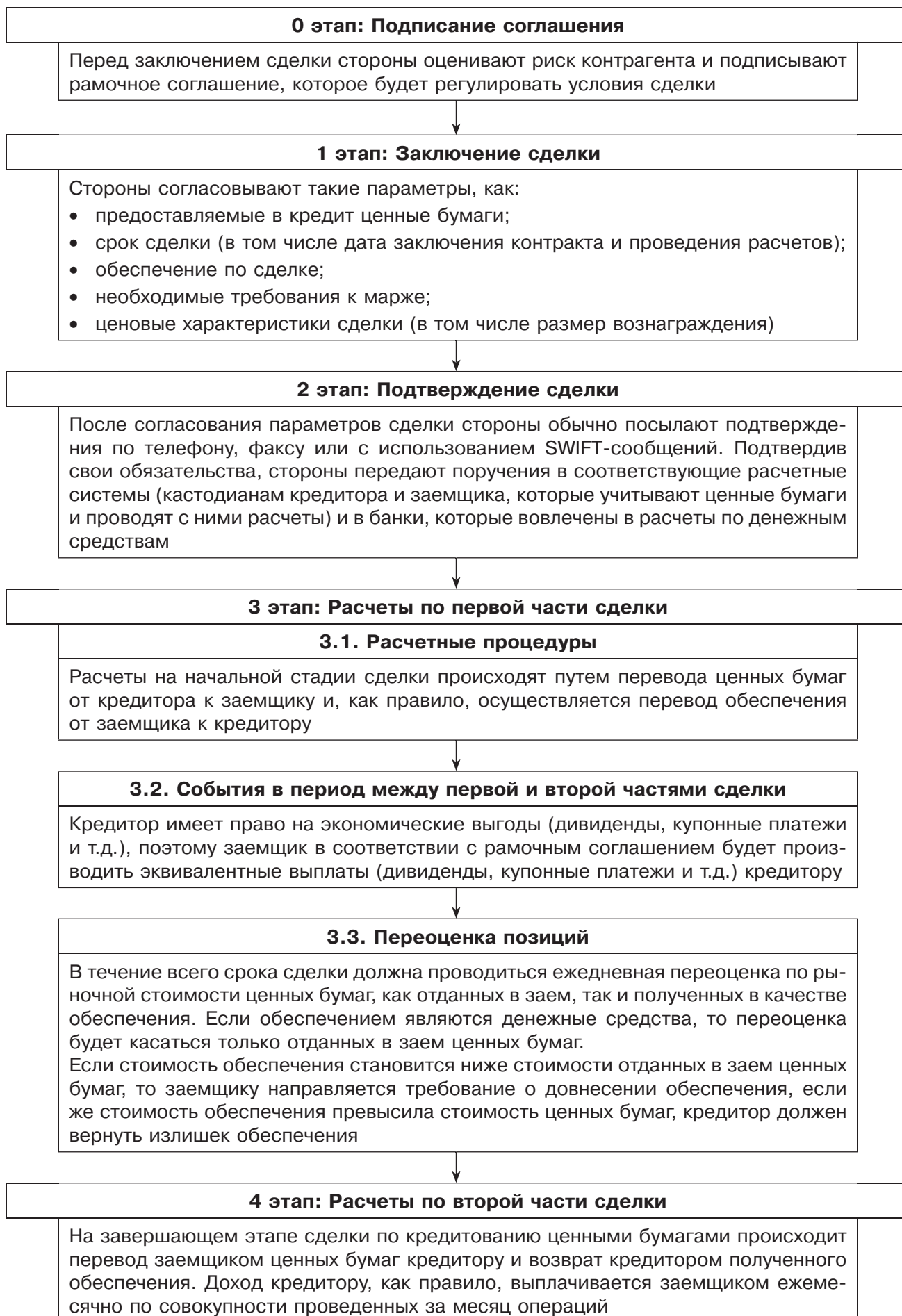
Активное использование услуг посредников связано с тем, что кредитование ценными бумагами является для многих владельцев и заемщиков ценных бумаг вторичным видом деятельности. Для держателей небольших и средних портфелей организация самостоятельного кредитования ценными бумагами является, как правило, более затратной деятельностью, чем привлечение для этих целей специальных агентов. Для держателей крупных портфелей величина затрат на организацию самостоятельного выхода на рынок кредитования ценными бумагами не является решающим фактором. В этом случае целью привлечения агента является использование его профессиональных навыков и знания рынка, а также получение дополнительных услуг.

Таким образом, **привлечение агентов** по кредитованию ценными бумагами имеет следующие **преимущества**.

1. Агенты принимают на себя **риск ликвидности** (который в отсутствие посредников ложится на заемщика): как правило, они заимствуют бумаги у кредиторов без фиксированного срока возврата (у кредиторов есть возможность востребовать ценные бумаги в любой момент), но предоставляют бумаги конечным заемщикам на фиксированный срок. Доступ агента к широкой сети потенциальных кредиторов позволяет ему при необходимости произвести замену кредитора, не отзывая предоставленные ценные бумаги у заемщика.

2. Эффективность и глобальность агентских систем позволяют им предоставлять кредиты, невыгодные для собственника цен-

Рисунок 3.2. Этапы сделки по кредитованию ценными бумагами

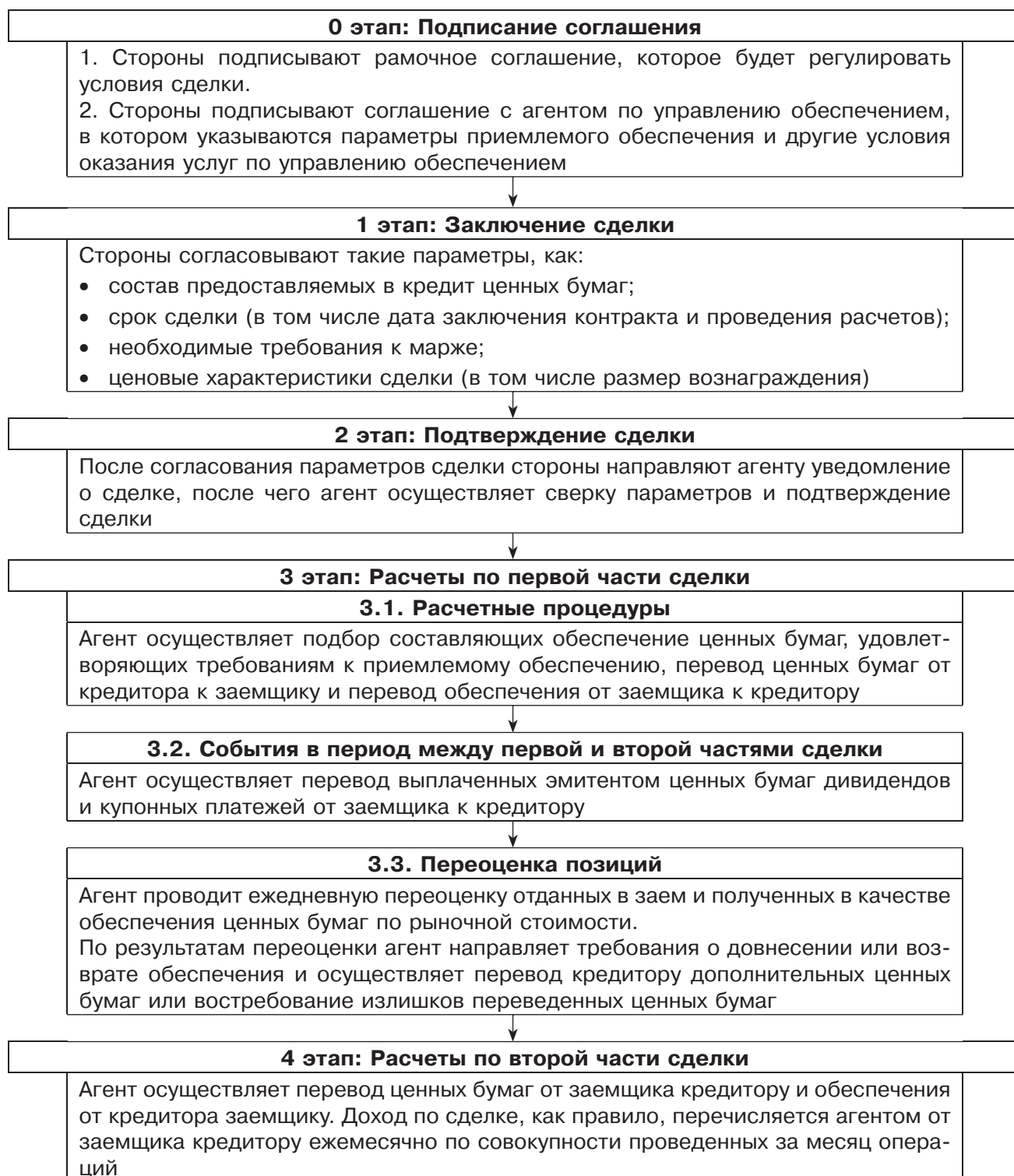


ных бумаг из-за своего малого объема, недостаточной доходности или короткого срока и, таким образом, **снижать транзакционные издержки** операций по кредитованию ценными бумагами и **стоимость заимствования ценных бумаг**.

3. Агенты по кредитованию, как правило, берут на себя **административные и технические функции**:

- поиск контрагента,
- оформление сделки,
- контроль за исполнением обязательств заемщиком,
- мониторинг обеспечения, предоставленного заемщиком, в том числе ежедневную переоценку обеспечения по рыночным ценам,
- начисление процентов и штрафных сумм по сделкам.

Рисунок 3.3. Этапы сделки трехстороннего кредитования ценными бумагами



Обычно деятельность агента по кредитованию ценными бумагами организована таким образом, чтобы не лишать клиента-кредитора возможности самому совершать сделки с конкретной ценной бумагой. Это значит, что клиент имеет право востребовать из операции по кредитованию ценную бумагу для того, чтобы, например, самостоятельно совершить операцию с пользующейся высоким спросом на рынке ценной бумагой, полностью сохраняя доход за собой.

Основными посредниками-агентами по кредитованию ценными бумагами выступают крупнейшие международные банковские группы, а также международные расчетно-клиринговые системы «Евроклир» (Euroclear) и «Клирстрим» (Clearstream).

В настоящее время все более широкое распространение получает так называемое трехстороннее кредитование ценными бумагами (Triparty Securities Lending – TPSL), при котором кредитор и заемщик самостоятельно находят друг друга и заключают сделку, а третьей стороне – агенту по управлению обеспечением – стороны делегируют функции по мониторингу и управлению обеспечением. Этапы сделки трехстороннего кредитования ценными бумагами представлены на рисунке 3.3.

Использование кредитования ценными бумагами при управлении резервными активами центральных банков

Многие центральные банки используют кредитование ценными бумагами при управлении резервными валютными активами. Так, по данным опроса The Royal Bank of Scotland «Reserve Management Trends 2008», 65% центральных банков предоставляют кредиты ценными бумагами¹, причем чаще всего для выполнения этой задачи привлекаются агенты по кредитованию.

Какие цели преследуют центральные банки, участвуя в операциях по кредитованию ценными бумагами?

С одной стороны, в последние годы центральные банки аккумулировали на своих сче-

тах значительные объемы наиболее ликвидных и надежных ценных бумаг. Управление этими портфелями ценных бумаг, как правило, осуществляется пассивно, то есть большая часть ценных бумаг находится без движения на счетах хранения, не принося центральному банку дополнительного дохода, помимо прироста курсовой стоимости и соответствующих выплат по бумагам, получаемых от эмитента.

Кредитование ценными бумагами является тем механизмом, который при его грамотной организации позволяет извлекать из этих ценных бумаг **дополнительный доход без существенного увеличения риска**. Размер дохода, получаемого центральным банком-кредитором, будет зависеть от ряда факторов, таких как:

- конъюнктура рынка;
- размер портфеля ценных бумаг, который центральный банк готов предоставить в кредит;
- эффективность работы управляющих портфелем и/или агента по кредитованию.

Кроме того, использование ценных бумаг в сделках по кредитованию **снижает издержки центральных банков**, поскольку по переданному в кредит ценным бумагам не взимается плата за хранение и проведение расчетов.

В соответствии с общим правилом право получения от заемщика эквивалентных выплат по отданным в кредит ценным бумагам сохраняется за центральным банком, являющимся экономическим владельцем ценных бумаг и выступающим в качестве кредитора (при наличии в договоре соответствующих условий).

С другой стороны, являясь держателем крупных портфелей разнообразных ценных бумаг, центральный банк может сталкиваться с ситуацией, когда на некоторые из выпусков ценных бумаг из его портфеля на финансовом рынке возникает повышенный спрос.

Проведение центральным банком операций по предоставлению займы дефицитных ценных бумаг способствует **справедливому ценообразованию на рынке ценных бумаг и увеличивает его ликвидность**. Операции институциональных инвесторов по предостав-

¹ В опросе принимал участие 51 центральный банк.

лению займы ценных бумаг, по мнению регуляторов финансовых рынков, международных финансовых организаций, включая Банк международных расчетов, и ассоциаций участников рынка, в том числе Методологической группы по работе на рынке ценных бумаг США (Treasury Market Practices Group)¹, способствуют повышению эффективности и устойчивости рынков ценных бумаг.

В частности, кредитование государственными бумагами со своего счета используется некоторыми центральными банками как **дополнительный инструмент обеспечения ликвидности рынка РЕПО**, а также для **содействия процессам расчетов по государственным бумагам**.

Одним из основных и наиболее эффективных способов предоставления займы ценных бумаг являются сделки РЕПО. Как отмечалось выше, сделки РЕПО и операции кредитования ценными бумагами имеют схожую экономическую сущность. Их различие носит скорее юридический характер и обусловлено прежде всего различиями рамочных соглашений. Операции РЕПО активно используются центральными банками (в том числе практически всеми центральными банками государств Центральной и Восточной Европы: Банком Англии, Дойче Бундесбанком, Банком Франции, Европейским центральным банком, Банком Чехии и т. д.) при совершении операций на международных финансовых рынках.

В качестве формы установления правоотношений по заимствованию ценных бумаг Банком России используются взаимосвязанные сделки РЕПО, позволяющие минимизировать

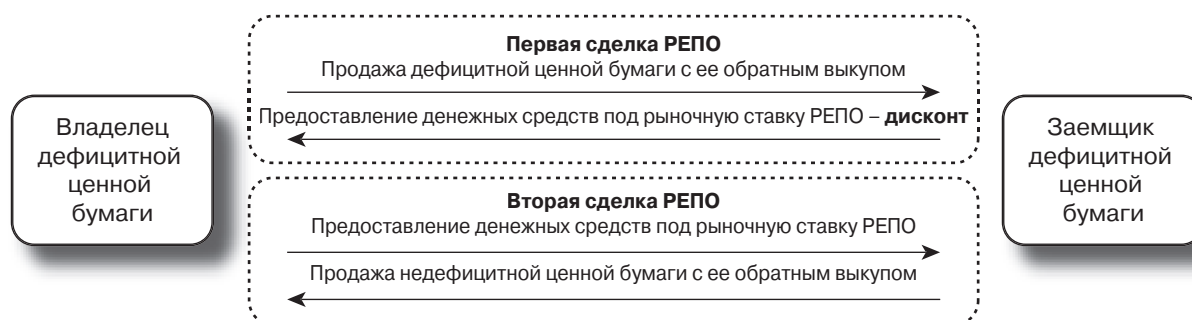
риск Банка России на контрагента путем получения адекватного по стоимости обеспечения и проведения расчетов на условиях встречной поставки облигаций и обеспечения.

Взаимосвязанные сделки РЕПО представляют собой операции (две или несколько) противоположной направленности между одними и теми же сторонами на одну и ту же сумму денежных средств и срок, но под разные ставки. В этом случае для стороны, предоставляющей займы дефицитную ценную бумагу, первая операция будет являться сделкой РЕПО, вторая – сделкой обратного РЕПО. Ставка РЕПО в первой сделке будет ниже, чем во второй. Таким образом платой за предоставление дефицитной ценной бумаги займы будет являться разница в ставках РЕПО по первой и второй сделкам.

Содержание двух противоположных сделок РЕПО в приведенном примере продемонстрировано на рисунке 3.4.

Суть взаимосвязанных сделок РЕПО, заключаемых Банком России, состоит в предоставлении займы дефицитных ценных бумаг под обеспечение другими ценными бумагами, пользующимися меньшим спросом. Движение денежных средств при проведении таких сделок носит технический характер и не выходит за пределы клиринговой организации, обеспечивающей поставку ценных бумаг против платежа, из-за совпадения объемов денежных обязательств в обеих сделках. Целью совершения операций по предоставлению займы дефицитных ценных бумаг посредством сделок РЕПО является получение дополнительного дохода при низком уровне риска.

Рисунок 3.4. Взаимосвязанные сделки РЕПО



¹ См. материал Методологической группы по работе на рынке ценных бумаг США «Рекомендованные подходы к работе на рынке казначейских бумаг США» (приложение к выпуску 5 «Обзора деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами»).

4. ГЛОССАРИЙ

Базовая инфляция

Индикатор инфляции, «очищенный» от влияния изменения цен товаров, стоимость которых подвержена существенным сезонным или конъюнктурным колебаниям, не связанным с общеэкономическим положением в стране.

В США, Соединенном Королевстве, Японии и европейском Экономическом и валютном союзе при расчете базовой инфляции не учитываются цены на энергоносители и продукты питания.

Вариационная маржа

Дополнительное гарантийное обеспечение, ежедневно уплачиваемое сторонами срочной сделки при неблагоприятном изменении цен.

Волатильность

Характеристика изменчивости показателя.

Денежная база

Наличные деньги в обращении (вне центрального банка) плюс средства кредитных организаций на счетах в центральном банке и иные обязательства центрального банка перед кредитными организациями.

Дефлятор конечного потребления

Один из показателей инфляции. Рассчитывается на основе индекса Пааше, то есть представляет собой отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в текущий период к его стоимости в предыдущий период. В отличие от основного индикатора инфляции (ИПЦ) список товаров для подсчета дефлятора конечного потребления включает в себя более 2000 единиц: данные, используемые в расчете ИПЦ, индексов цен товаров корпораций и сельского хозяйства.

Дюрация

Средневзвешенный срок до погашения актива (портфеля активов). Рассчитывается как взвешенная сумма сроков до будущих выплат по активу (портфелю активов), где в качестве весов используются доли приведенной к текущему моменту времени стоимости соответствующих выплат к общей приведенной стоимости актива (портфеля активов).

Золотовалютные резервы Банка России

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

Инвестиционный портфель резервных валютных активов Банка России

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

Индекс потребительских цен (ИПЦ)

Основной индикатор инфляции. ИПЦ отражает изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые для непроизводственного потребления. Данный индекс рассчитывается как отношение текущей стоимости фиксированного в предыдущий период набора товаров и услуг к его стоимости в предыдущий период.

Индекс розничных цен

Один из показателей инфляции, используемый в Соединенном Королевстве. Отражает изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые для непроизводственного потребления. В отличие от ИПЦ корзина для расчета индекса включает цены на недвижимость. Индекс рассчитывается как отношение текущей стоимости фиксированного в предыдущий период набора товаров и услуг к его стоимости в предыдущий период.

Индекс стоимости фрахтовых перевозок (Baltic Dry Index)

Индекс, отражающий динамику фрахтовых ставок (стоимость фрахтовых перевозок) в крупнейших мировых портах.

Индекс MSCI world

Индекс, отражающий изменение совокупной капитализации крупнейших рынков акций развитых и развивающихся стран, рассчитываемый компанией Morgan Stanley. По состоянию на конец IV квартала 2007 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 в отношении того, какова будет ситуация в будущем.

В основе каждого индекса лежит соотношение доли респондентов, ответивших, что деловая активность на их рынках повышается, и доли респондентов, указавших на ее снижение.

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 дефолтный своп

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

Кредитный рейтинг

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

Кривая доходности

График взаимосвязи между доходностью и сроком до погашения ценных бумаг.

Многоценовой аукцион по размещению государственных ценных бумаг

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

Монетарное золото

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

Моноценовой (голландский) аукцион по размещению государственных ценных бумаг

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

Нормативный портфель

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

Операции РЕПО (обратного РЕПО)

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

Операционный портфель резервных валютных активов Банка России

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

Реальный курс национальной валюты к иностранной валюте

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

Реальный эффективный курс национальной валюты

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

Резервные валютные активы Банка России

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

Резервные валюты Банка России

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

Спред индекса EMBI+

Индекс EMBI+ представляет собой доходность государственных долговых обязательств развивающихся стран, номинированных в иностранной валюте, взвешенную по объему в обращении этих обязательств. Спред индекса EMBI+ – это разница между доходностью индекса и доходностью государственных облигаций США.

Среднесписочная численность занятых

Расчетный показатель госстатистики, исчисляемый путем суммирования списочной численности работников за каждый календарный день месяца и деления полученной суммы на число таких дней.

Стрипы (STRIPS)

Ценная бумага, образовавшаяся при разбиении купонной облигации на несколько ценных бумаг, представляющих собой процентные платежи (interest-only strip) или номинал (principal-only strip) и обращающихся независимо друг от друга.

Счет текущих операций платежного баланса

Счет текущих операций отражает сальдо всех экономических операций с товарами и услугами, доходов от инвестиций и оплаты труда, а также текущих трансфертов, имевших место между резидентами и нерезидентами в течение отчетного периода.

Чистый экспорт (товаров и услуг)

Сальдо всех экономических операций с товарами и услугами между резидентами и нерезидентами в течение отчетного периода. Чистый экспорт равен экспорту за вычетом импорта.

Приложение 1

Деятельность центральных банков на рынке кредитования ценными бумагами

Материал подготовлен компанией Spitalfields Advisors Limited

П. 1. Основные результаты исследования

Основная цель данного исследования – выявление характера и масштабов деятельности центральных банков на рынке кредитования ценными бумагами при управлении резервными валютными активами. В рамках настоящего исследования были проанализированы данные, полученные в ходе прямого опроса центральных банков, из базы данных по ценным бумагам Data Explorers и статистических материалов Международного валютного фонда (МВФ).

Объем рынка доступных для кредитования ценных бумаг оценивается в 22 трлн. долл. США, из них к середине 2007 г. в виде кредитов было выдано ценных бумаг на сумму 5,9 трлн. долл. США. Центральные банки являются активными участниками рынка кредитования ценными бумагами (в основном государственными и корпоративными облигациями). Некоторые фонды государственных накоплений проводят операции по кредитованию акциями.

На основе **данных опроса центральных банков** по кредитованию ценными бумагами, проведенного Spitalfields Advisors (опрошено 10 центральных банков, под управлением которых находятся активы на сумму 793 млрд. долл. США), были получены следующие результаты.

- Кредитование казначейскими облигациями США – основным резервным активом большинства центральных банков – является наиболее распространенным (отмечено у 9 из 10 опрошенных центральных банков). В операциях кредитования также используются государственные облигации стран

еврозоны (7 из 10), государственные облигации Соединенного Королевства (5 из 10), Японии (3 из 10), а также негосударственные облигации (3 из 10).

- Большинство респондентов проводили операции кредитования либо через агентов-кастодианов¹, либо напрямую на рынке. Из 10 респондентов 3 использовали несколько способов выхода на рынок, столько же прибегали к услугам нескольких кастодианов. Половина респондентов участвовали в программах автоматического кредитования, предлагаемых крупнейшими организациями по осуществлению расчетов на рынке ценных бумаг и оказанию кастодиальных услуг, например, Euroclear и Clearstream.
- Только половина респондентов принимала денежное обеспечение.
- Несмотря на то что большинство респондентов требовали, чтобы стоимость обеспечения составляла не менее 102% от суммы выдаваемого кредита, некоторые банки допускали обеспечение в 100% от суммы кредита.
- Большинство респондентов (8 из 10) устанавливают лимиты кредитования на конкретных контрагентов. Только один респондент для оценки лимитов кредитования использовал оценку экономического риска (Value at Risk или VaR)².
- Схемы кредитования, предусматривающие возможность возмещения убытков, использовались реже, чем можно было ожидать: лишь половиной опрошенных центральных банков предусматривалось частичное возмещение.

¹ Кастодиан – банк или другая организация, принимающая на хранение финансовые активы или другие ценности; может выполнять функции агента по кредитованию.

² Value at Risk (сокращенно VaR) – «стоимость под риском» (рисковая сумма) – максимально возможная сумма убытков за какой-либо период времени с заданной вероятностью.

- У респондентов нет единого подхода к мониторингу программ кредитования ценными бумагами и управлению ими. Большинство операций кредитования осуществлялись в рамках деятельности по управлению портфелями облигаций, при этом контроль над рисками осуществлялся подразделениями по управлению рисками. Лишь 1 центральный банк из 10 устанавливал нормативный ориентир доходности (бенчмарку) по операциям кредитования ценными бумагами.
- Наиболее распространенное разделение вознаграждения по выдаваемым кредитам между центральным банком и финансовым агентом составляло 80 : 20 в пользу центрального банка.

Данные Performance Explorer об операциях центральных банков, владеющих доступными для кредитования активами на сумму 1,4 трлн. долл. США, в основном согласуются с результатами проведенного анкетирования центральных банков.

- Для рынка в целом коэффициент использования (отношение выданных кредитов к объему доступных для кредитования активов) составил 37%. Наиболее часто использовались активы США (в 70–99% случаев), а также облигации Соединенного Королевства (75%) и основные европейские государственные ценные бумаги (40–55%). В кредитовании использовались практически все типы активов, в том числе европейские государственные ценные бумаги стран второго круга и акции.
- Наиболее часто использовалось денежное обеспечение (82% от общего объема обеспечения).

- Доходность операций кредитования существенно варьировалась в зависимости от категории активов. В течение большей части 2007 г. совокупная доходность операций кредитования, включая доход от реинвестирования, составляла от 2 до 12 базисных пунктов. Во время недавнего «кризиса ликвидности» доходность достигла исторически очень высоких уровней – 40 базисных пунктов и более.

Анализ **данных МВФ** подтвердил, что кредитование ценными бумагами является распространенным видом деятельности центральных банков: его осуществляли 34 учреждения, направляющие данные в МВФ (по оценкам Spitalfields Advisors Limited, таких учреждений, по крайней мере, не меньше).

Таким образом, анализ данных из различных источников показал, что кредитование ценными бумагами является широко распространенным видом деятельности центральных банков. Не было выявлено общих подходов к управлению программами кредитования, а методы расчета и управления рисками, используемые центральными банками (в частности, лимиты кредитования), были упрощенными по сравнению с методами, используемыми коммерческими банками (например, VaR). Результатом напряженности на денежном рынке, наблюдавшейся с августа 2007 г., стал существенный рост доходности по операциям кредитования ценными бумагами.

Также было установлено, что не менее 5 центральных банков, которые на момент проведения исследования не занимались кредитованием, находятся в процессе подготовки таких программ.

П. 2. Обзор рынка кредитования ценными бумагами

Кредитование ценными бумагами является одним из основных направлений деятельности финансовых институтов в течение многих лет. Это большой и в высокой степени непрозрачный рынок. Данный вид кредитования выполняет на глобальном рынке капитала ряд важных задач.

В кредитование ценными бумагами вовлечен широкий круг участников. Заемщиками являются в основном хедж-фонды и банки, в частности трейдинговые подразделения ин-

вестиционных банков; они могут предъявлять спрос на различные ценные бумаги, в том числе специфические. Кредиторами выступают инвестиционные и пенсионные фонды, страховые компании и центральные банки. Для выхода на рынок кредиторы часто используют посредников-агентов.

Таблица 1.1 содержит оценку объемов операций кредитования ценными бумагами на развитых рынках по состоянию на 30 июня 2007 года.

Таблица 1.1. Объемы кредитования ценными бумагами на развитых рынках ценных бумаг¹ по состоянию на 30 июня 2007 года (млн. долл. США)²

Тип ценных бумаг	Объем, доступный для инвестирования	Объем, доступный для кредитования	Выдано в виде кредитов
Всего ценных бумаг	100 000 000	22 000 000	5 900 000
Всего облигаций	66 000 000	11 000 000	3 400 000
Государственные облигации	25 000 000	5 900 000	2 900 000
Государственные облигации США	7 700 000	3 400 000	1 900 000
Государственные облигации стран Евросоюза	8 100 000	2 000 000	900 000
Государственные облигации стран Азии	8 700 000	510 000	77 000
Корпоративные облигации	41 000 000	4 700 000	490 000
Облигации стран с формирующимися рынками	260 000	54 000	2 500
Всего акций	37 000 000	11 000 000	2 500 000
Акции	35 000 000	11 000 000	2 300 000
Акции компаний США	17 000 000	6 100 000	840 000
Акции компаний стран Евросоюза	11 000 000	3 300 000	1 200 000
Акции компаний стран Азии	6 300 000	1 400 000	230 000
Прочие акции	1 100 000	120 000	5 600
Паевые фонды (ETFs)	490 000	120 000	100 000
Депозитарные расписки	2 100 000	230 000	59 000

¹ Развитыми рынками называются рынки со стабильным составом «игроков», установившимися и принимаемыми всеми «правилами игры»; а также рынки, на которых установилась цена, отражающая объективные условия спроса и предложения в долгосрочном периоде.

² Spitalfields Advisors Limited ежеквартально размещает оценки объема рынков на своем сайте. Методика оценки приводится в Приложении 1Г.

На основе данных таблицы и анализа деятельности участников рынка можно выделить следующие характеристики рынка кредитования ценными бумагами.

- Из 100 трлн. долл. США доступных для инвестирования долговых ценных бумаг и акций примерно 22 трлн. долл. США, или 22%, могут быть выданы в качестве кредитов.
- Около 27% доступных для кредитования активов, или 5,9 из 22 трлн. долл. США, были выданы в качестве кредитов к середине 2007 года¹.
- Наиболее активно в операциях кредитования используются государственные облигации США и стран Евросоюза (коэффициенты использования – 55 и 45% соответственно).
- Наряду со стандартными операциями кредитования ценными бумагами также проводятся другие сделки с использованием ценных бумаг (в частности, сделки РЕПО). Вероятно, на такие операции приходится около 14,5 трлн. долл. США из оставшихся активов (в том числе на операции РЕПО – 12 трлн. долл. США, хотя это сумма может быть неточной из-за повторного счета).
- Деятельность центральных банков по кредитованию ценными бумагами ограничена в основном кредитованием государственными и корпоративными облигациями: совокупный объем ценных бумаг этих секторов, участвующих в операциях кредитования, составляет 2,9 и 0,5 трлн. долл. США соответственно).
- Некоторые фонды государственных накоплений проводят операции по кредитованию акциями.
- Около 60% обеспечения по кредитам в ценных бумагах составляют денежные средства, в основном в долларах США.
- Исторически кредитование акциями всегда было более прибыльным по сравнению с кредитованием облигациями. Так, доходность от передачи в кредит акций в 2006 г. составляла от 4 до 10 базисных пунктов. Для кредитования облигациями среднее значение доходности составляет 2–4 базисных пункта, хотя начавшийся в августе 2007 г. «кризис ликвидности» повысил привлекательность данных операций, и доходность достигла 10 базисных пунктов.
- По оценкам порядка 200 организаций являются активными участниками рынка кредитования ценными бумагами. Среди них приблизительно в равной степени представлены брокеры, банки, агенты-посредники и прямые кредиторы. Эти основные участники обеспечивают доступ на рынок примерно для 3000 хедж-фондов и 3000 организаций — основных собственников-выгодоприобретателей.

Рынок кредитования ценными бумагами является внебиржевым, и большинство сделок совершаются двумя сторонами без привлечения брокеров. На рынке существует несколько электронных бирж, но доля проводимых через них операций невелика.

Рынок кредитования ценными бумагами не регулируется напрямую каким-либо национальным или международным органом. Вместо этого требуется соблюдение каждым участником рынка его собственного кодекса поведения, а также ряда общепринятых стандартов при проведении операций на финансовом рынке. Несмотря на то что не существует единой организации, осуществляющей выработку стандартов и контроль за их соблюдением, в США, Канаде, Европе, Азии, Австралии и Южной Африке существуют региональные организации такого профиля.

¹ Объемы кредитов в акциях компаний стран еврозоны на момент проведения оценки существенно больше, поскольку на него приходится период выплаты дивидендов.

П. 3. Деятельность центральных банков на рынке кредитования ценными бумагами

Обзор данных, полученных по итогам опроса центральных банков

Во второй половине 2007 г. компанией Spitalfields Advisors Limited было проведено анкетирование центральных банков по вопросам их деятельности в сфере кредитования ценными бумагами. В опросе участвовали банки, владеющие портфелями ценных бумаг объемом более 1 млрд. долл. США.

Наиболее полная информация была получена от 10 центральных банков. Совокупный объем резервов, находящихся в управлении этой группы банков, составляет 793 млрд. долл. США – около 16% от общего объема резервов центральных банков, существующих на момент проведения данного исследования (5 000 млрд. долл. США).

Ниже приведены данные опроса.

1. Каков объем ваших резервных валютных активов?

Центральные банки, принявшие участие в опросе, относятся к различным группам по объему резервных валютных активов. У одного из банков-респондентов валютные активы незначительны – до 5 млрд. долл. США, у пяти они составляют от 5 до 50 млрд. долл. США, а четыре опрошенных банка управляют резервами объемом более 50 млрд. долл. США.

2. Проводите ли вы в настоящее время кредитование ценными бумагами?

9 из 10 респондентов проводят операции по кредитованию ценными бумагами. Десятый респондент фактически выдает кредиты, но только через программу автоматического кредитования агентства Euroclear.

3. Каков в настоящее время объем выданных вами непогашенных кредитов?

Все респонденты в совокупности выдали кредитов на сумму 48,8 млрд. долл. США. В среднем в кредитовании было задействовано 13,4% имеющихся активов. Максимальный среди респондентов коэффициент использования активов (отношение выданных кредитов к объему доступных для кредитования активов) – 41,4%.

4. Если в настоящее время вы не проводите кредитование, каковы причины этого?

Нет ответов.

5. Какие активы вы выдаете в качестве кредитов?

- 9 из 10 респондентов – казначейские облигации США.
- 7 из 10 респондентов – государственные облигации стран еврозоны.
- 5 из 10 респондентов – государственные облигации Соединенного Королевства.
- 1 из 10 респондентов – государственные облигации стран еврозоны, номинированные в иных валютах.
- 3 из 10 респондентов – государственные облигации Японии.
- 3 из 10 респондентов – прочие государственные долговые инструменты (в канадских, австралийских долларах и др.).
- 3 из 10 респондентов – негосударственные долговые инструменты.
- Никто из респондентов не осуществлял кредитование акциями.

6. Каким образом у вас организован процесс кредитования?

- 6 из 10 респондентов напрямую ссужали ценные бумаги через свои дилерские отделы.
- 6 из 10 респондентов пользовались услугами своих кастодианов как агентов по кредитованию.
- 1 из 10 респондентов использовал услуги агента по кредитованию ценными бумагами, не являющегося кастодианом.
- Никто из респондентов при кредитовании ценными бумагами не проводил аукционы или «эксклюзивные» сделки.
- 3 из 10 респондентов использовали несколько способов выхода на рынок. В большинстве случаев это было прямое кредитование в сочетании с кредитованием через кастодиана.
- 3 из 10 респондентов пользовались услугами нескольких кастодианов как агентов по кредитованию.

7. Пользуетесь ли вы программами автоматического кредитования, например Euroclear или Clearstream?

5 из 10 респондентов были участниками программ автоматического кредитования.

8. Используете ли вы услуги депозитария центрального банка?

4 из 10 респондентов пользовались при кредитовании услугами депозитария центрального банка.

9. Какие типы обеспечения вы принимаете?

Из полученных ответов можно сделать вывод, что 5 из 10 банков респондентов не принимают в качестве обеспечения денежные средства и инструменты денежного рынка (денежное обеспечение).

Из числа тех, кто принимал денежное обеспечение:

5 из 5 реинвестировали его через операции РЕПО «овернайт» с государственными облигациями;

4 из 5 реинвестировали его в банковские депозиты или аналогичные активы;

1 из 5 реинвестировал его в инструменты денежного рынка, в том числе векселя (A1/P1), ценные бумаги, обеспеченные активами, или ипотечные ценные бумаги.

Из тех, кто принимали неденежное обеспечение:

9 из 10 принимали казначейские облигации США;

7 из 10 принимали прочие государственные облигации;

3 из 10 принимали негосударственные облигации международных организаций.

10. Допускается ли проведение операций по кредитованию, при которых передаваемые в кредит активы и обеспечение номинированы в разных валютах (cross-currency lending)?

Только 2 из 10 респондентов допускают проведение таких операций.

11. Каковы ваши требования к соотношению суммы кредита и рыночной стоимости обеспечения?

Большинство респондентов (6 из 10) требуют, чтобы стоимость обеспечения составляла не менее 102% от суммы выдаваемого кредита; 2 из 10 респондентов совершают сделки с обеспечением, стоимостью которого составляет 100% от суммы кредита, как в слу-

чае кредитования через агентов, гарантирующих возмещение убытков, так и при прямом кредитовании «на свой страх и риск».

12. Какие кредитные ограничения вы устанавливаете?

- 2 из 10 респондентов осуществляют кредитование ценными бумагами в пределах совокупного лимита кредитования.
- 8 из 10 респондентов устанавливают лимиты кредитования на конкретных контрагентов.
- только 1 из 10 респондентов использовал лимиты кредитования, оцениваемые с учетом экономического риска (VaR).

13. Предусмотрена ли компенсация убытков по каким-либо рискам вашей программы кредитования?

- У 5 из 10 респондентов было предусмотрено возмещение убытков в случае дефолта заемщика.
- У 1 из 10 респондентов было предусмотрено возмещение убытков по части операций по реинвестированию денежных средств.
- Никто из респондентов не получал полную гарантию возмещения всех убытков в рамках программы кредитования.

14. Разрешается ли управляющим активами осуществлять прямые операции по кредитованию ценными бумагами?

4 из 10 респондентов разрешали своим управляющим активами или менеджерам казначейства осуществлять выдачу кредитов в форме ценных бумаг напрямую рыночным контрагентам.

15. Как вы осуществляете мониторинг операций кредитования ценными бумагами?

Единого подхода среди респондентов не отмечено. Некоторые получали ежедневные отчеты от кастодиана (3 из 10), другие использовали ежемесячные отчеты с данными о сумме непогашенных кредитов и другими показателями (3 из 10). Ряду банков был предоставлен доступ к информации о выданных кредитах через Интернет.

16. В какой пропорции вы делите вознаграждение по кредитам со своим агентом?

Из 6 респондентов, пользовавшихся услугами кастодиана как агента, у 4 вознаграждение делилось в соотношении 80 : 20, у 1 – 70 : 30. Остальные не ответили на этот вопрос.

17. Какие данные о кредитовании ценными бумагами вы раскрываете в публичной отчетности?

- 7 из 10 опрошенных банков не раскрывают никакой информации о программе кредитования.
- 2 из 10 раскрывают данные о совокупных доходах от кредитования ценными бумагами.
- 1 банк из 10 раскрывает информацию о разделении вознаграждения по кредитам с агентом.
- 1 банк из 10 раскрывает информацию о рисках, связанных с программой кредитования.

18. Какие подразделения осуществляют надзорно-контрольные функции при проведении операций кредитования ценными бумагами?

В большинстве случаев (6 из 10) надзор за программой кредитования осуществляет подразделение по управлению рисками. Кроме того, функции надзора выполняются подразделением по контролю соблюдения действующих норм (3 из 10), внутренними аудиторскими

ми (3 из 10), внешними аудиторами (3 из 10) и отделом финансов и контроля (1 из 10).

19. Какой департамент в центральном банке отвечает за кредитование ценными бумагами?

Половина респондентов (5 из 10) осуществляет кредитование ценными бумагами в рамках деятельности по управлению портфелями облигаций. Данной деятельностью также занимаются подразделения операций на денежном рынке или казначейства (в 3 из 10) и другие подразделения (3 из 10), в том числе бэк-офис.

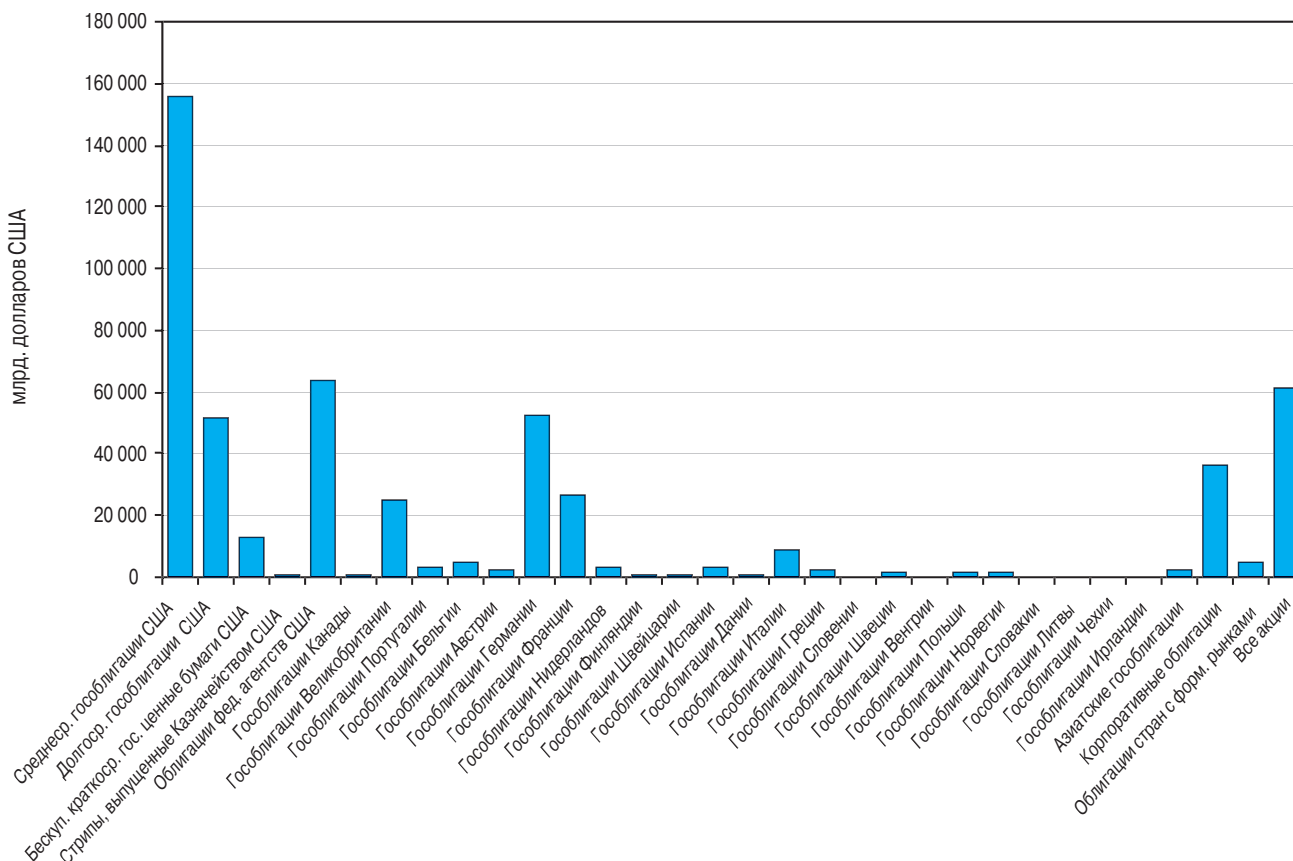
20. Устанавливаете ли вы нормативные ориентиры доходности (бенчмарки) по операциям кредитования ценными бумагами?

Большинство респондентов (9 из 10) не устанавливали такие ориентиры.

Обзор данных, полученных через систему Performance Explorer

Компанией Spitalfields Advisors Limited также был проведен анализ данных информационной системы Performance Explorer об операциях

Рисунок 1. Объем выданных кредитов по типам активов по состоянию на 1.10.2007



по кредитованию, проводимых центральными банками и государственными институтами.

В данной системе представлено порядка 50–75% рынка кредитования ценными бумагами, что составляет 1400 млрд. долл. США, из которых 522 млрд. долл. США, или 37%, по состоянию на 1.10.2007 были выданы в виде кредитов.

Объемы выданных кредитов по типам ценных бумаг

Структура кредитов в ценных бумагах повторяет структуру активов центральных банков и государственных учреждений. Поэтому не удивительно, что 62% всех кредитов выдается в ценных бумагах Казначейства и агентств США. Другой крупный сегмент рынка кредитования приходится на государственные облигации Германии (53 млрд. долл. США), Франции (26 млрд. долл. США), Соединенного Королевства (25 млрд. долл. США) и негосударственные облигации (36 млрд. долл. США), большую часть которых составляют облигации с рейтингом AAA или облигации международных организаций.

Частота использования активов в операциях кредитования

Процентные доходы центральных банков от операций кредитования обычно составляют от 2 до 12 базисных пунктов в зависимости от категории активов (кроме периодов дефицита ликвидности, таких, например, как в августе–сентябре 2007 г.). При таком относительно низком уровне доходности степень использования активов в операциях кредитования, измеряемая как отношение выданных кредитов к объему доступных для кредитования активов (коэффициентом использования), становится фактором доходности операций кредитования.

Для казначейских облигаций США коэффициенты использования очень высоки (70–99%), для ценных бумаг стран еврозоны эти показатели ниже и зависят от кредитных рейтингов, валюты (евро или другая валюта) и сроков погашения. Также активно используются негосударственные активы, в том числе акции.

Рисунок 2. Доля активов, выданных в виде кредитов (коэффициенты использования), по типам активов по состоянию на 1.10.2007

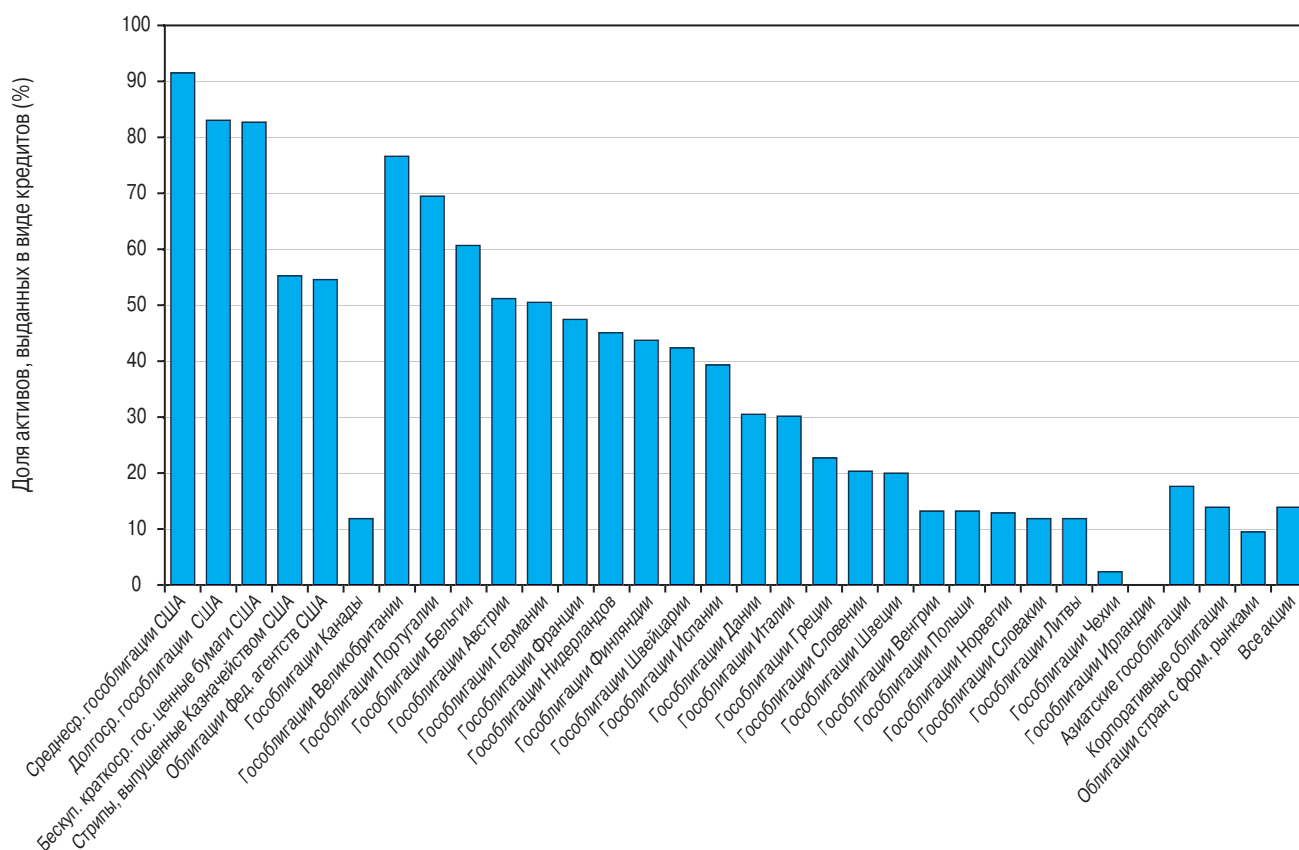
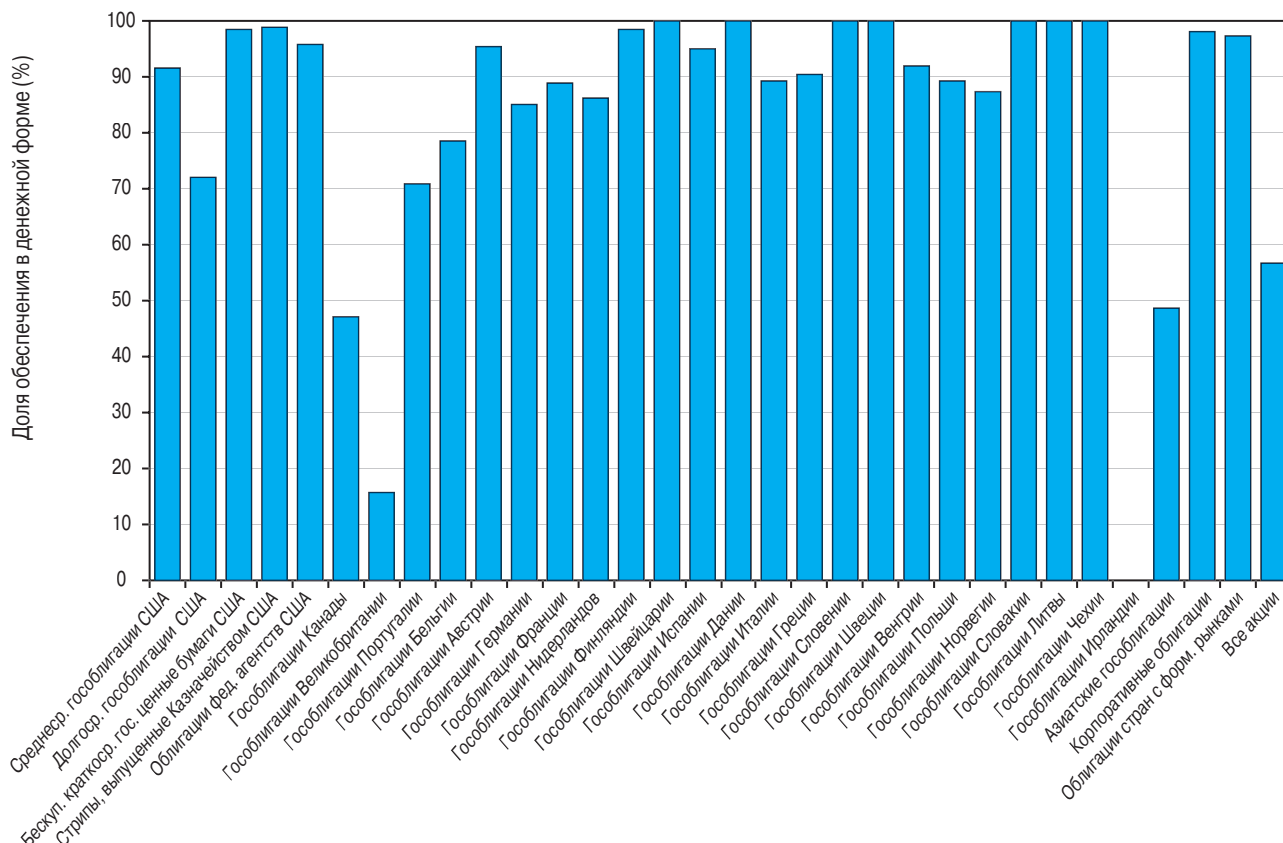


Рисунок 3. Доля обеспечения в денежной форме по типам активов в октябре 2007 года

Типы обеспечения: денежное и неденежное

Значительная часть (82%) обеспечения, принимаемого центральными банками и государственными учреждениями по кредитам в ценных бумагах, приходится на денежное обеспечение. Получение недежного обеспечения является обычной практикой только при кредитовании государственными облигациями Соединенного Королевства, Канады и Австралии.

Более подробное рассмотрение схем кредитования и доходности лежит за рамками данного исследования. Приложение 1А содержит графики, иллюстрирующие динамику вознаграждения по кредитам, коэффициентов использования активов, общей доходности кредитования ценными бумагами (с учетом и без учета доходов от реинвестирования денежных средств) за период с октября 2006 г. по октябрь 2007 года.

Обзор статистики МВФ

Анализ статистических данных МВФ о деятельности центральных банков и государственных учреждений в сфере кредитования ценными бумагами и операций РЕПО за июнь–август 2007 г. (см. Приложение 1В) позволяет сделать следующие выводы.

- Из 51 центрального банка, представившего данные для статистического обзора МВФ, 34 проводили операции кредитования ценными бумагами или операции РЕПО с облигациями.
- Общий объем ценных бумаг, выданных в виде кредитов, составил 237-253 млрд. долл. США из 3 670 млрд. долл. США доступных для кредитования ценных бумаг.
- Коэффициенты использования активов составляют для разных центральных банков от 0 до 51% (хотя из-за различий подходов к формированию отчетности достоверность данной оценки сложно подтвердить).

Источники

1. Результаты опросов центральных банков об их деятельности в сфере кредитования ценными бумагами, проведенных Spitalfields Advisors.

Компания Spitalfields Advisors Limited провела прямое анкетирование центральных банков по вопросам их деятельности в сфере кредитования ценными бумагами. С 7 августа 2007 г. 45 центральным банкам, владеющим портфелями ценных бумаг, объем которых превышает 1 млрд. долл. США, были разосланы соответствующие документы.

Из 45 центральных банков, получивших анкеты, только 10 дали полные ответы и заполнили требуемую форму. Два центральных банка сообщили, что они не занимаются кредитованием ценными бумагами. Еще 4 банка указали, что они хотели бы участвовать в анкетировании, но не смогли вовремя вернуть формы (в течение 2 месяцев). Из оставшихся 29 центральных банков многие ответили, что не могут участвовать в опросе, проводимом частной компанией. Несколько центральных банков не ответили на запрос.

2. Информация, полученная через систему Performance Explorer.

Компания Data Explorers Limited анализирует операции кредитования ценными бумагами и определяет нормативные ориентиры доходности (бенчмарки). Данная компания поддерживает крупнейшую специализированную и ежедневно обновляемую базу данных по операциям кредито-

вания ценными бумагами. Данные поступают от широкого круга учреждений либо напрямую, либо от кастодианов (компании NB Spitalfields Advisors Limited и Data Explorers Limited являются аффилированными структурами).

Все данные службы Performance Explorer анонимны и зашифрованы для защиты данных подписчиков. Однако можно выделить подмножество данных, которое дает общую картину деятельности в сфере кредитования ценными бумагами центральных банков и государственных учреждений, что и было использовано для анализа.

3. Литература и базы данных МВФ.

МВФ в течение многих лет собирает статистические данные о деятельности центральных банков и государственных учреждений. За это время предпринималось немало попыток стандартизировать отчетность, отражающую операции кредитования ценными бумагами и операции РЕПО. Но состояние статистических данных показывает, что эти усилия были не слишком успешными. Поэтому следует с осторожностью относиться к выводам, полученным на основе этих данных. Например, некоторые организации, занимающиеся кредитованием по данным Spitalfields Advisors Limited, в базе данных МВФ отмечены как не участвующие в нем, и наоборот.

Использование данных из трех источников имеет очевидные преимущества, однако в полученной такими способами информации могут иметь место некоторые несоответствия.

Приложение 1А

Динамика показателей по операциям кредитования ценными бумагами, проводимым центральными банками

На приведенных ниже графиках, предоставленных компанией Performance Explorer, показана динамика четырех показателей операций кредитования, осуществляемых центральными банками, по разным типам облигаций.

В левом верхнем углу расположены графики, иллюстрирующие динамику вознаграждений центральных банков при кредитовании ценными бумагами.

SL Fee (Group) – вознаграждение по типу активов.

SL Fee (Bp) – размер вознаграждения в базисных пунктах.

В правом верхнем углу расположены графики, иллюстрирующие динамику доли активов, выданных в виде кредитов.

Utilisation (Group) – коэффициент использования (отношение выданных кредитов к объему доступных для кредитования активов) по типу активов.

Utilisation – величина коэффициента использования в процентах.

В левом нижнем углу расположены графики, иллюстрирующие динамику доходности от кредитования

SL return to lendable (Group) – доходность от кредитования по типу активов.

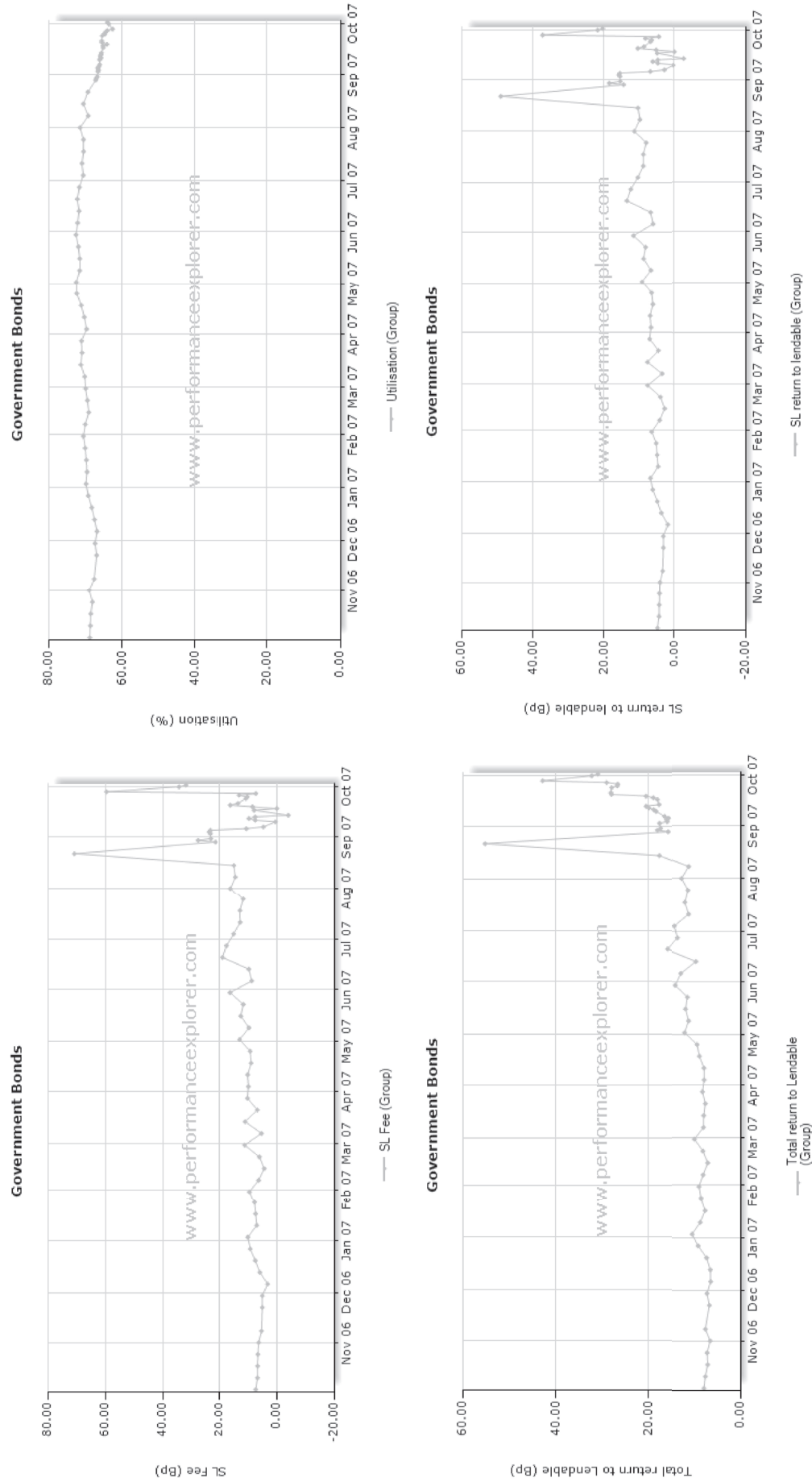
SL return to lendable (Bp) – величина доходности от кредитования в базисных пунктах.

В правом нижнем углу расположены графики, иллюстрирующие динамику совокупной доходности.

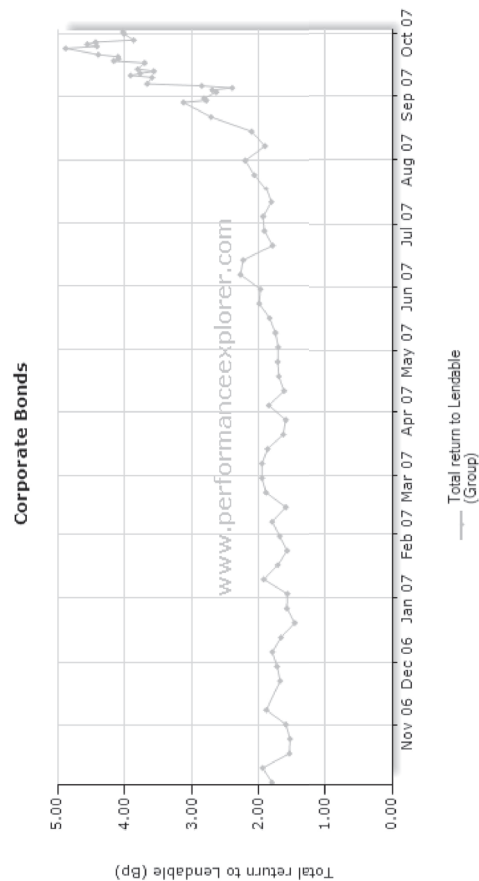
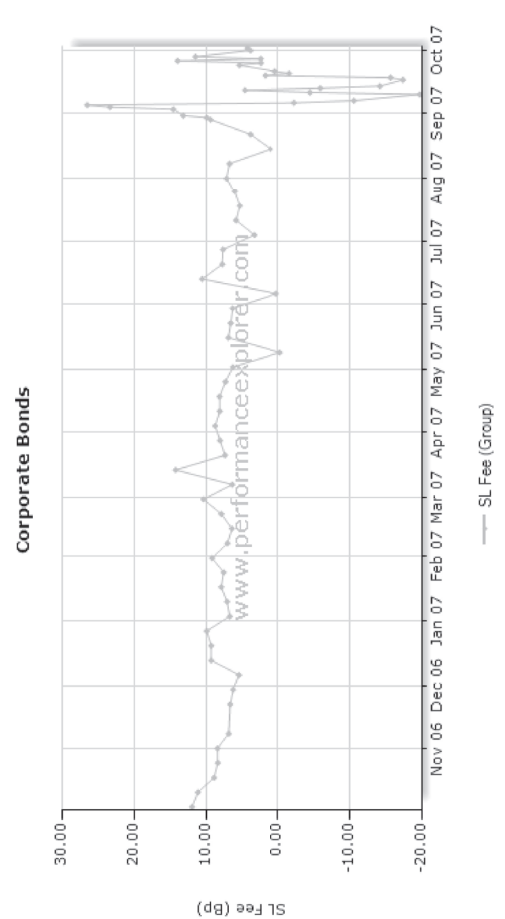
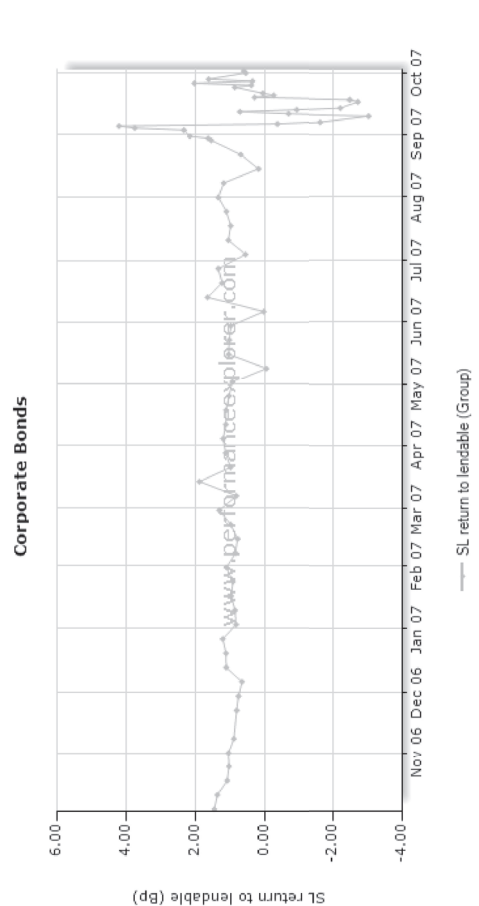
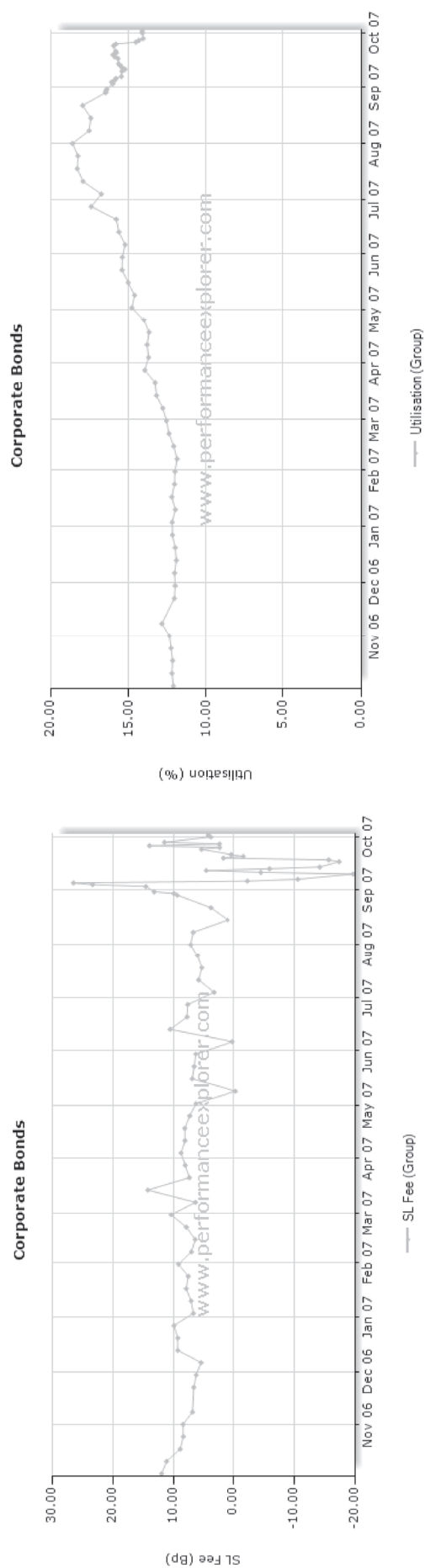
Total return to lendable (Group) – совокупная доходность от кредитования по типу активов.

Total return to lendable (Bp) – величина совокупной доходности от кредитования в базисных пунктах.

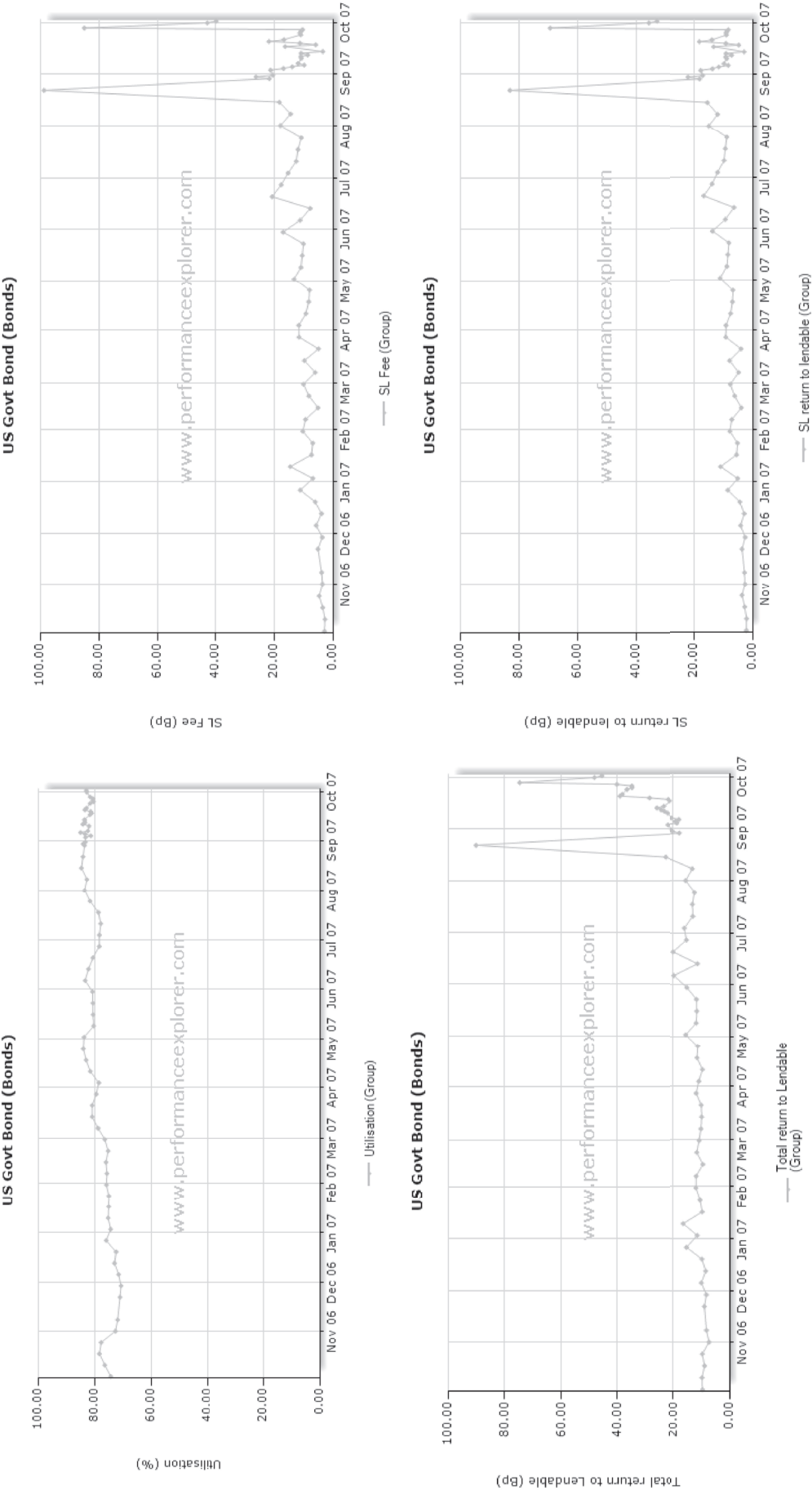
Государственные облигации



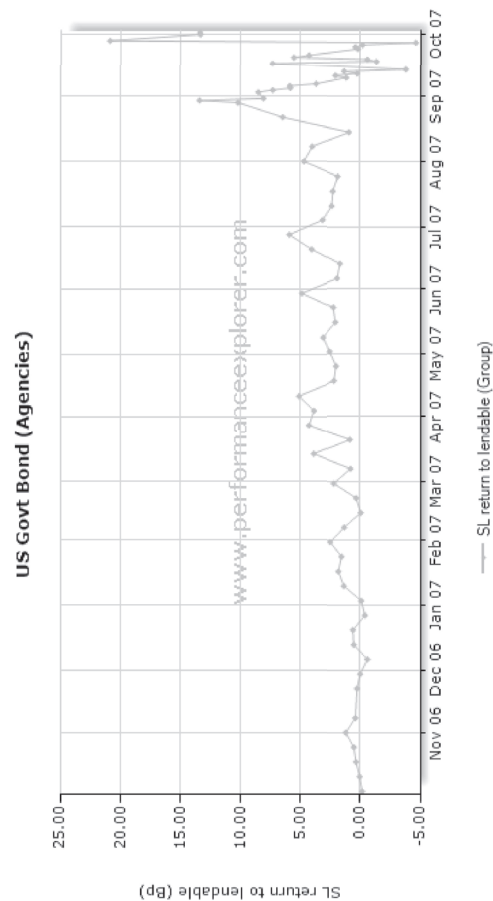
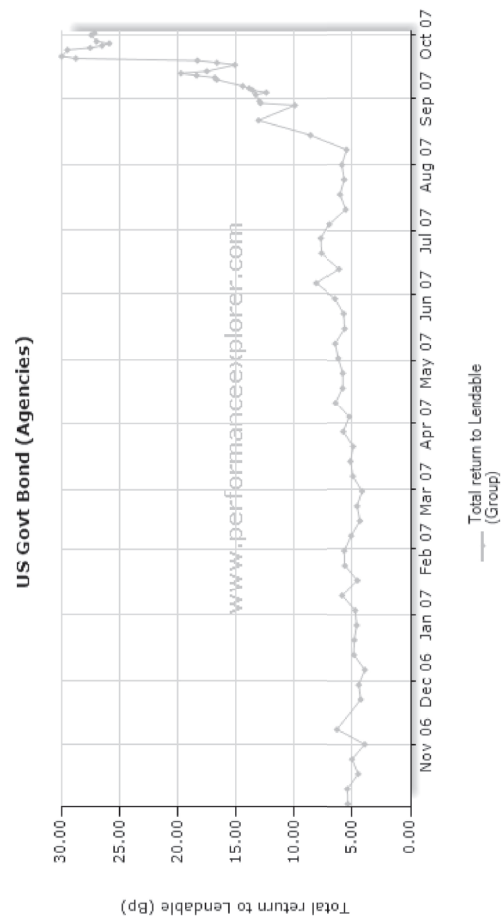
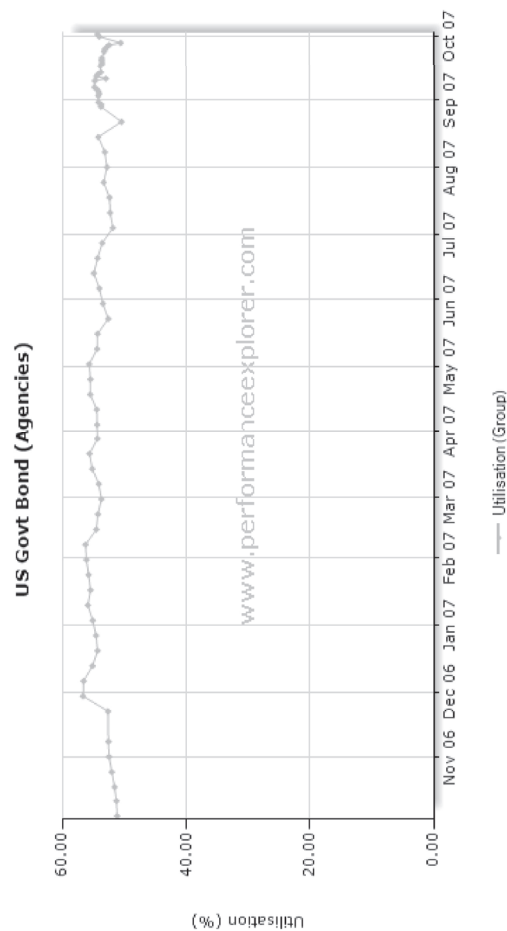
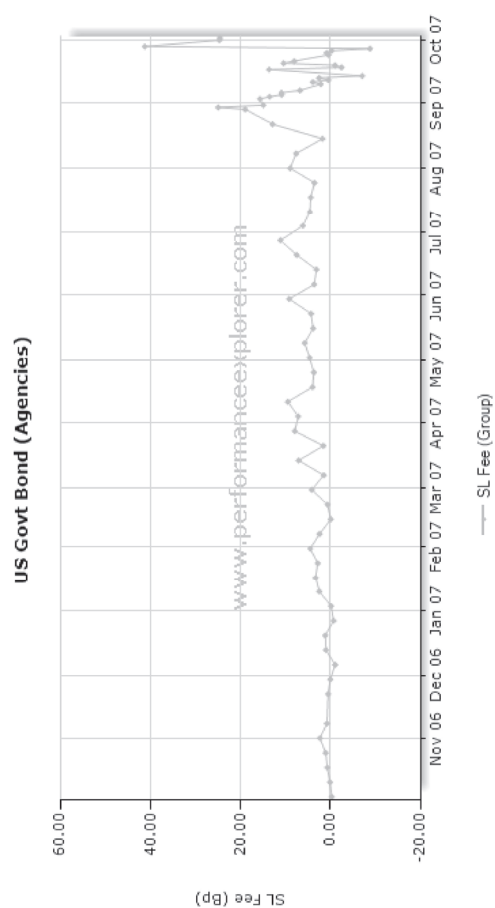
Корпоративные облигации



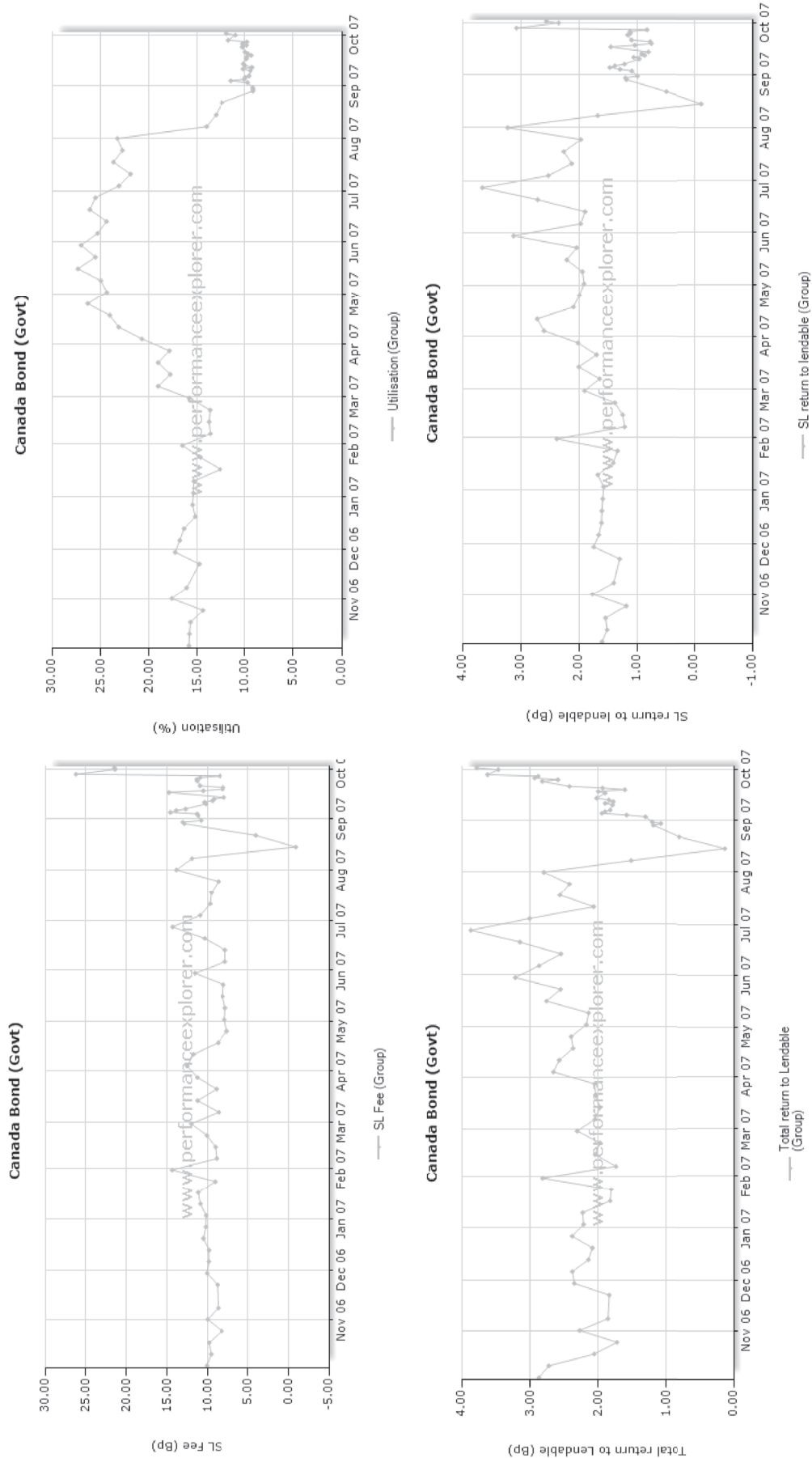
Казначейские облигации США



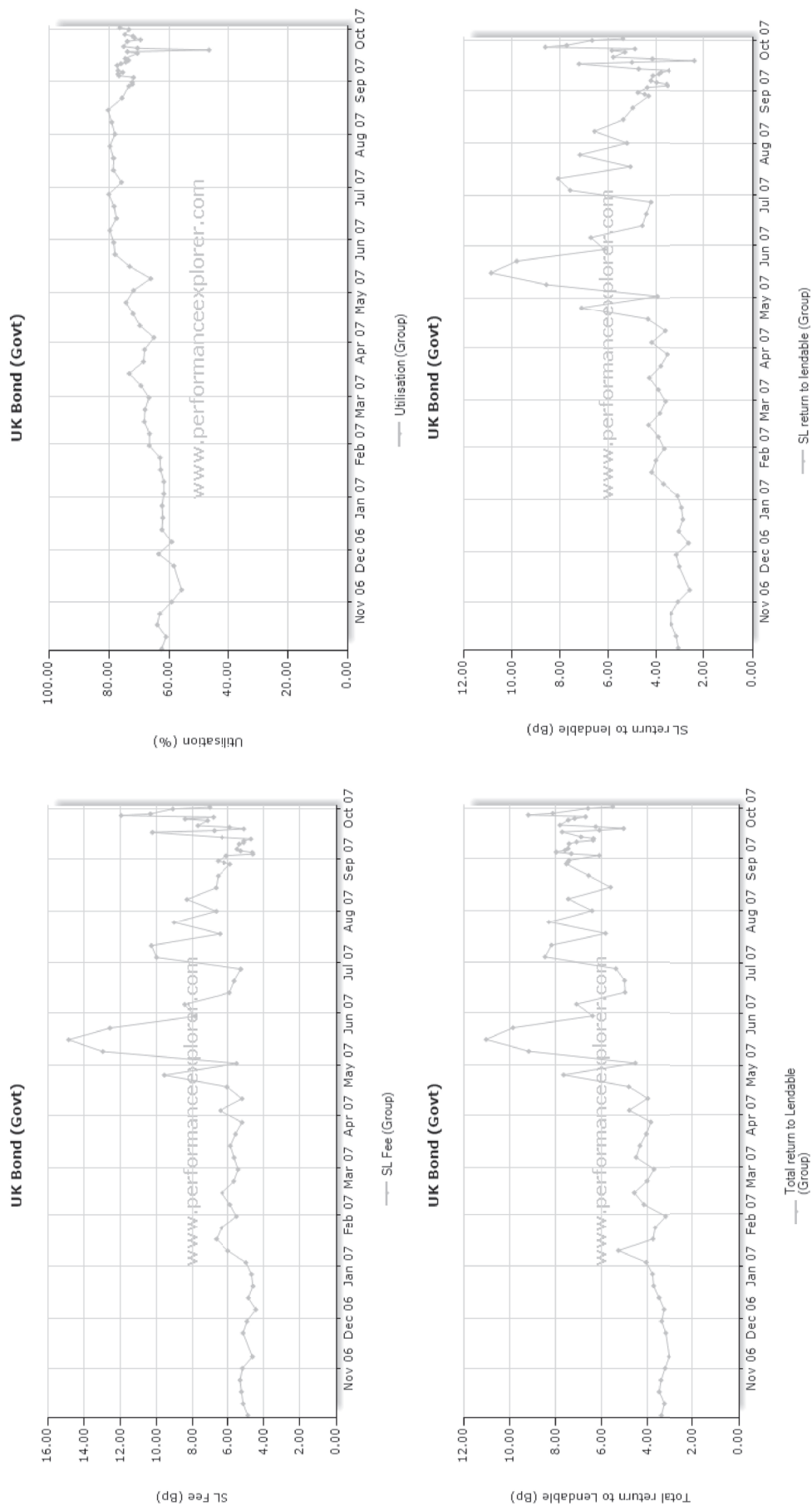
Государственные облигации США



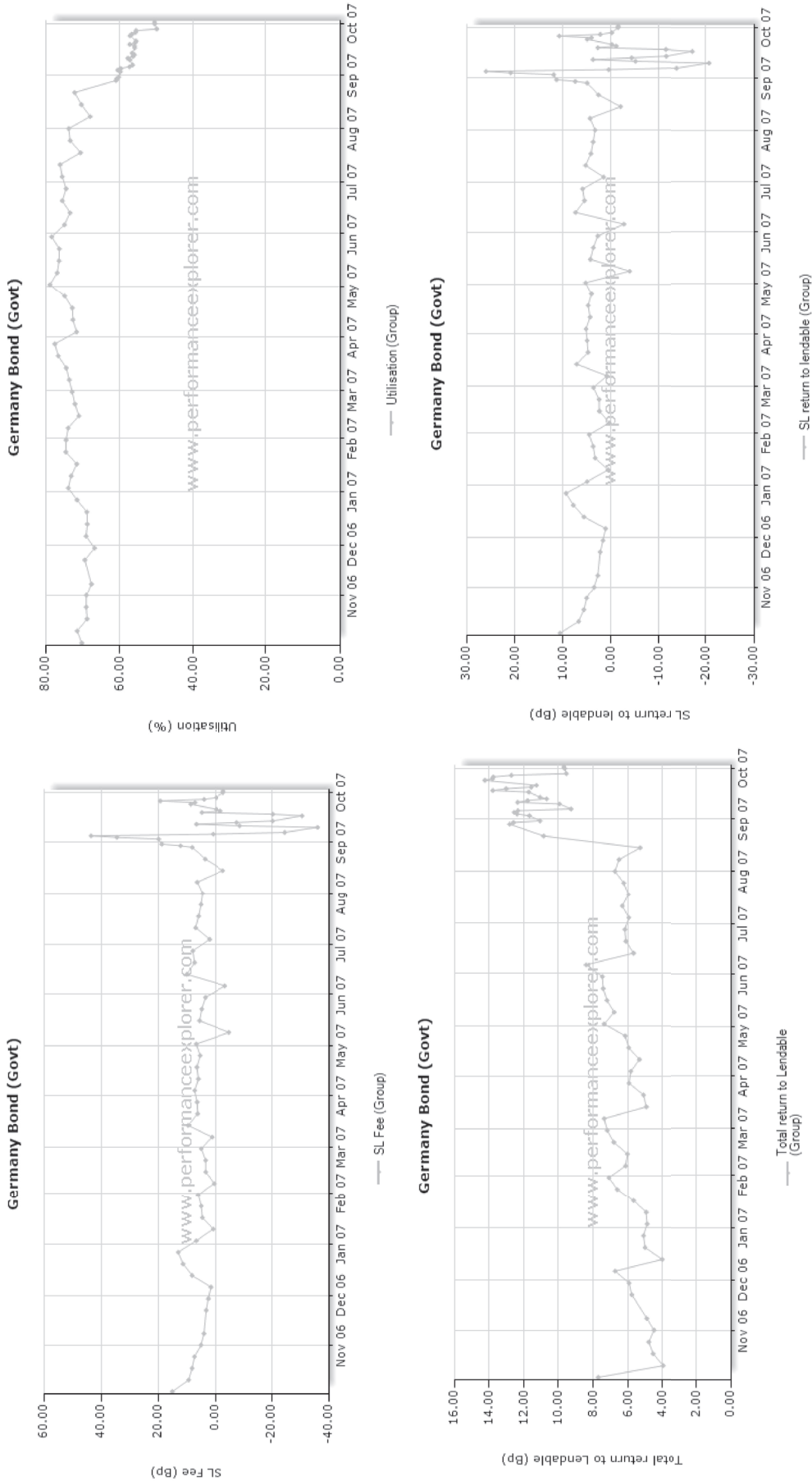
Государственные облигации Канады



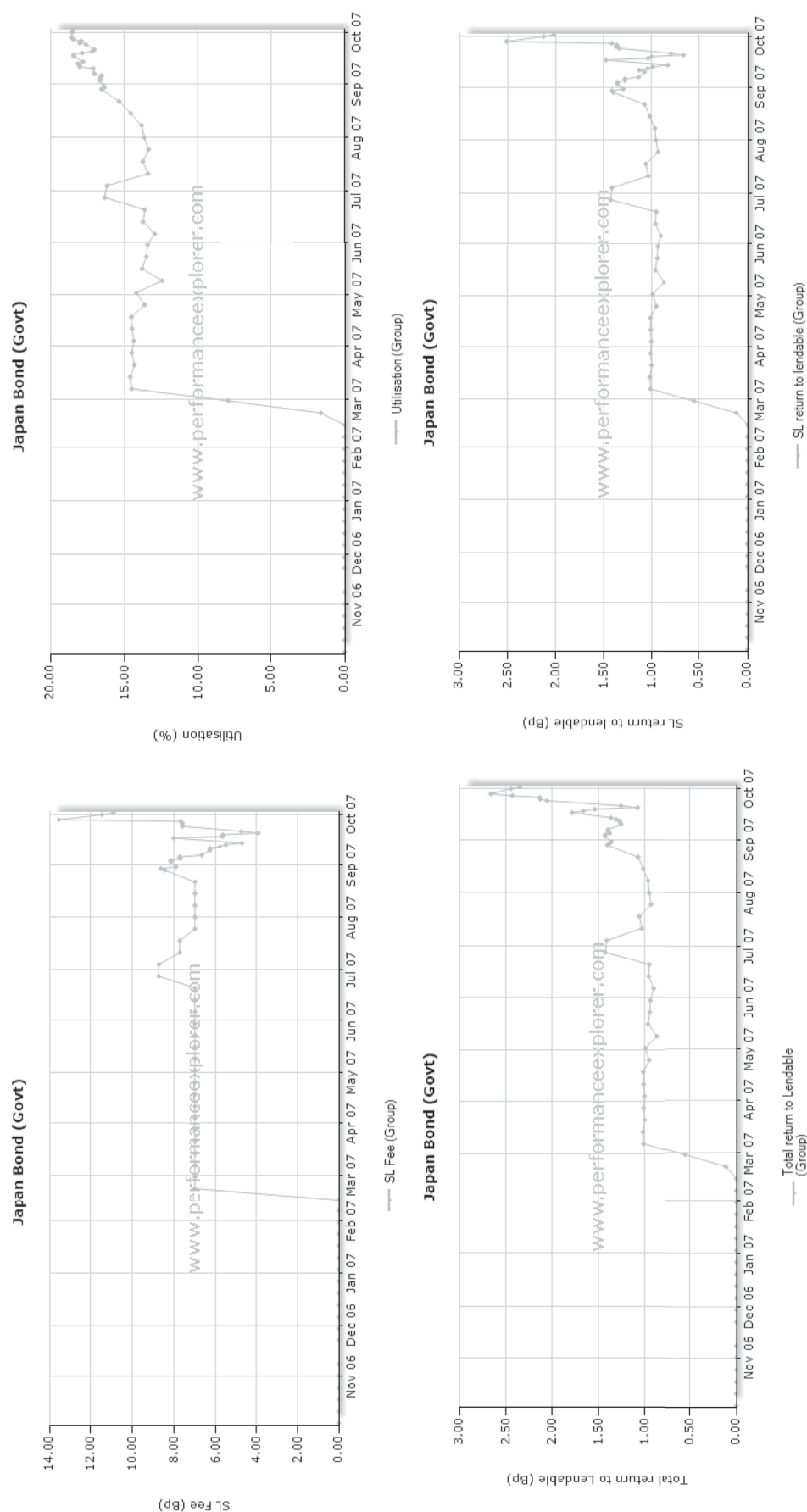
Государственные облигации Соединенного Королевства



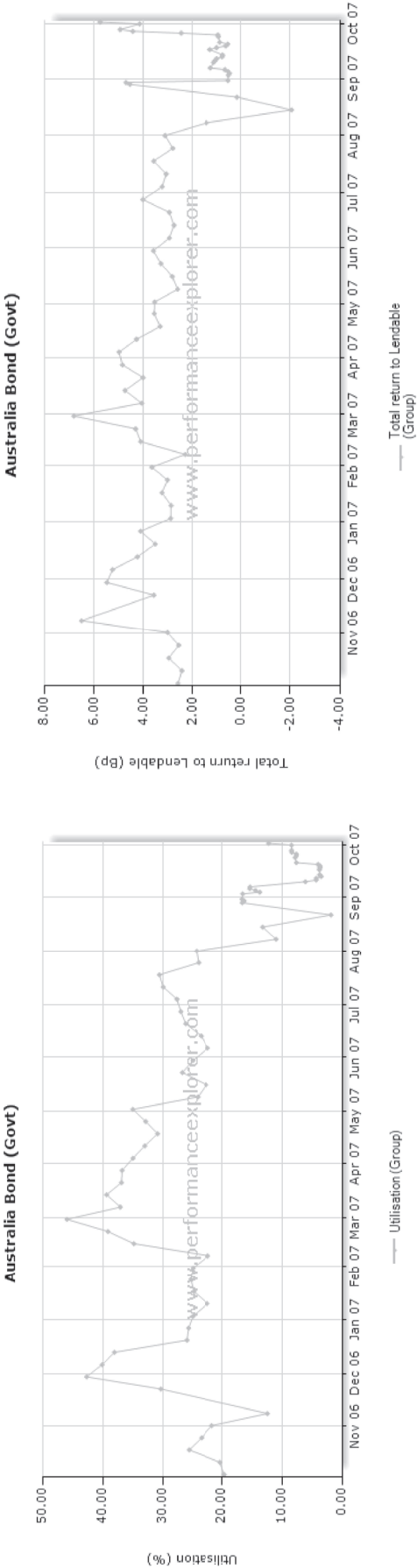
Государственные облигации Германии



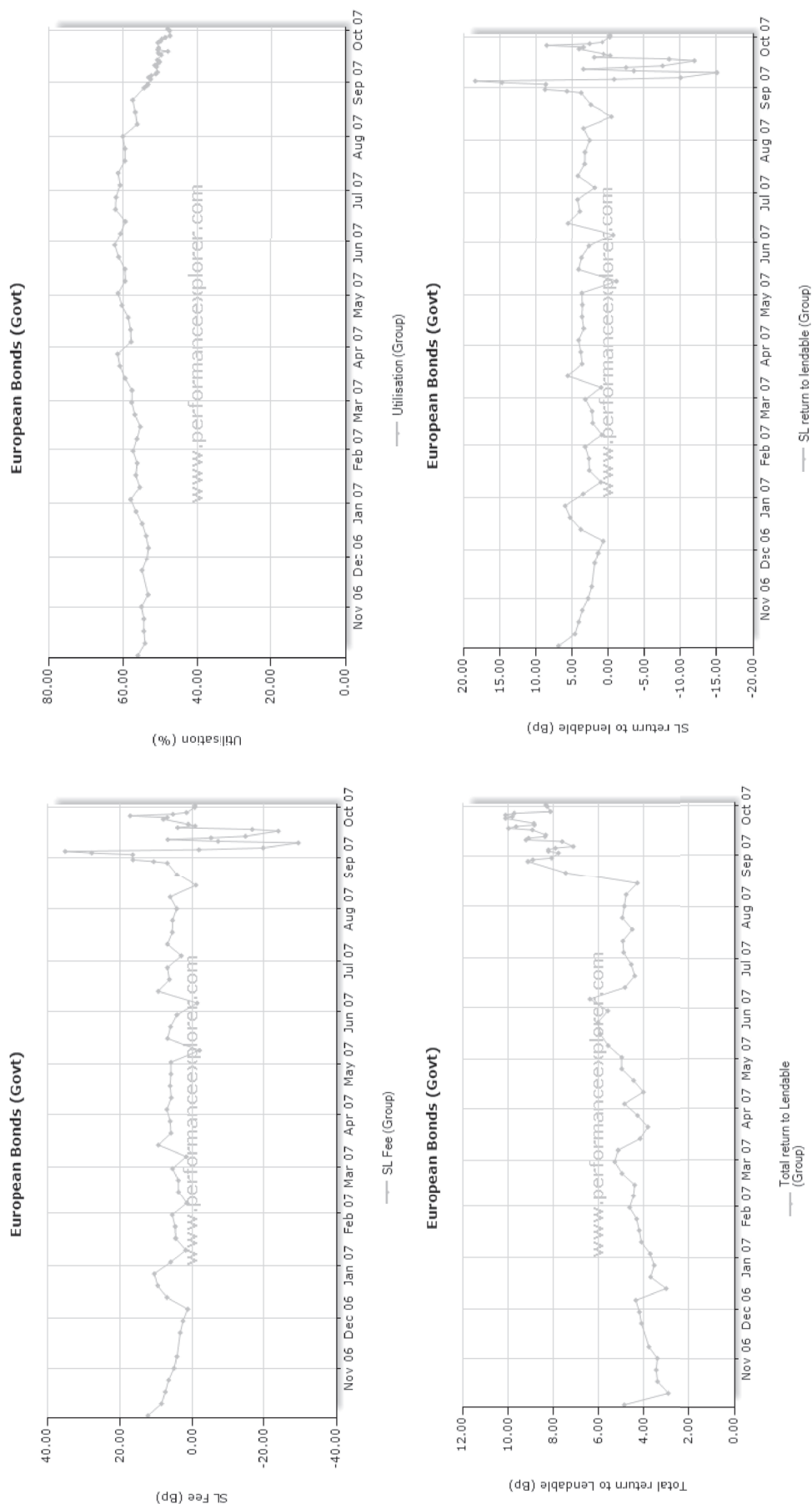
Государственные облигации Японии



Государственные облигации Австралии



Государственные облигации стран еврозоны



Приложение 1Б

ДАННЫЕ PERFORMANCE EXPLORER (на 18.10.2007 г.)

	Активы, доступные для кредитования, млн. долл. США	Выдано в виде кредитов, млн. долл. США	Коэффициент использования, %	Вознаграждение по кредитам, базисных пунктов	Совокупная доходность с учетом рефинансиро- вания	Совокупный дневной доход, тыс. долл. США	Совокупная доходность доступных для кредитования активов с уче- том рефинанси- рования, базис- ных пунктов	Срок, дней
Всего ценных бумаг	15 245 459	3 581 966	19,46	33,29	47,95	47 056,30	9,23	125
Всего облигаций	6 310 078	2 088 665	30,99	21,57	39,49	22 597,60	12,54	131
Корпоративные облигации	3 402 883	391 690	10,62	4,54	29,13	3 125,60	2,88	158
Облигации стран с форми- рующимися рынками	144 701	15 607	9,68	16,01	35,21	150,60	3,62	140
Государственные облигации	2 762 495	1 681 368	57,19	25,59	41,94	19 321,40	24,91	124
Государственные облигации США	1 496 498	922 054	59,06	41,80	66,22	16 727,80	39,85	104
Государственные облигации стран Азии	25 368	2 966	11,69	11,66	21,79	17,70	2,55	134
Государственные облигации стран еврозоны	1 240 629	756 348	55,86	5,88	12,43	2 575,90	7,35	149
Всего акций	8 935 380	1 493 301	11,32	49,69	59,78	24 458,70	6,90	116
Депозитарные расписки	232 830	54 092	14,38	64,02	75,10	1 112,90	10,24	83
Акции	8 640 526	1 392 246	11,12	47,62	57,76	22 031,30	6,63	119
Акции компаний США	5 105 697	723 416	10,70	42,77	57,97	11 490,20	6,26	114
Акции компаний стран Азии	856 344	148 139	12,12	62,54	69,35	2 814,70	7,90	122
Акции компаний стран еврозоны	2 590 319	512 676	11,85	49,95	54,00	7 585,10	7,08	124
Прочие акции	88 167	8 015	3,91	61,27	64,33	141,30	2,42	144
Паевые фонды (ETFs)	62 025	46 964	27,42	94,48	102,17	1 314,50	32,03	78

Приложение 1В

ОБЗОР ДАННЫХ МВФ

	Ценные бумаги, ссуженные и задействованные в операциях РЕПО – всего, млн. долл. США	Ценные бумаги, ссуженные и задействованные в операциях РЕПО, включенные в официальные резервные валютные активы, млн. долл. США	Ценные бумаги, ссуженные и задействованные в операциях РЕПО, не включенные в официальные резервные валютные активы, млн. долл. США	Ценные бумаги, одолженные или приобретенные, включенные в официальные резервные валютные активы, млн. долл. США	Ценные бумаги, одолженные или приобретенные, не включенные в официальные резервные валютные активы, млн. долл. США	Совокупные резервы, млн. долл. США
Австралия	31 049	-11 841		42 889		67 084
Австрия	16	-754			770	13 702
Аргентина	-148	-148				43 157
Бельгия	274	-5 114			5 368	13 469
Болгария	0	0	0	0	0	12 920
Бразилия	112		-4 988	5 099		147 101
Соединенное Королевство	5 320	-5 678			10 998	95 515
Венгрия	854	-626			1 480	22 913
Германия	-1 571	-4 893	3 323			114 585
Гонконг	920	-2 238			3 158	136 310
Дания	14 248	0			14 248	32 571
Израиль	-6 212		-6 941		729	29 073
Индонезия	-9 994		-9 994			50 924
Испания	114				114	17 384
Италия	1 394	-1 394	0	0	0	80 788
Казахстан	0		0	0		22 375
Канада	534	-2 676		3 210		39 413
Колумбия	-4 034	-4 034				19 999
Латвия	0	0	0	0	0	4 928
Литва	-25	-25			0	6 139
Малайзия	4	-4 025			4 029	98 395
Марокко	0	0	0	0	0	22 409
Нидерланды	-1 634	-2 056	0	0	422	23 337
Новая Зеландия	802	-441	-13	1 256		16 122
Норвегия	-12 687	-29 036	0	430	15 919	56 626
Перу	0	0	0	0	0	20 977
Польша	0	-3 970	0	0	3 970	54 441
Португалия	-85	-85	0	0		9 826
Республика Корея	-24 693		-24 693			250 702

	Ценные бумаги, ссуженные и задействованные в операциях РЕПО – всего, млн. долл. США	Ценные бумаги, ссуженные и задействованные в операциях РЕПО, включенные в официальные резервные валютные активы, млн. долл. США	Ценные бумаги, ссуженные и задействованные в операциях РЕПО, не включенные в официальные резервные валютные активы, млн. долл. США	Ценные бумаги, одолженные или приобретенные, включенные в официальные резервные валютные активы, млн. долл. США	Ценные бумаги, одолженные или приобретенные, не включенные в официальные резервные валютные активы, млн. долл. США	Совокупные резервы, млн. долл. США
Россия	91 992		–9 788		101 780	405 840
Румыния	–436	–436				31 901
Сингапур	200	0	0	0	200	144 056
Словакия	2 372				2 372	17 598
Словения	0	0	0	0	0	1 159
США	0	0	0	0	0	65 855
Таиланд	0		–5 479		5 480	73 000
Тунис	0	0	0	0	0	6 835
Турция	0	0	0	0	0	70 657
Уругвай	0	0	0	0	0	3 686
Филиппины	–8 875	–8 875				26 383
Финляндия	31	–95	0	0	126	7 225
Франция	143	–1 124			1 267	98 701
Хорватия		0			1 213	12 351
Чехия	–5 002	–5 002		0		31 292
Чили	239	–2 958	0	0	3 197	17 897
Швейцария	–181	–990			808	64 847
Швеция	–2 692		–2 973		281	29 330
Эстония	317	–751		1 068		2 824
ЮАР	0	0	0	0	0	28 279
Япония	1 327	–62 417			63 744	913 572
Всего 34 страны	71 358	–175 721	–61 546	53 953	253 076	3 671 987

Приложение 1Г

МЕТОДИКА ОЦЕНКИ ОБЪЕМА РЫНКА КРЕДИТОВАНИЯ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

В оцениваемый объем рынка включаются прямое кредитование ценными бумагами, а также операции, проводимые через кастодиана и других агентов; не включаются «эксклюзивные» сделки, межброкерское кредитование и операции РЕПО.

- На первом этапе уточняется список центральных банков, участвующих в операциях кредитования ценными бумагами по данным компании Performance Explorer, а также составляется список центральных банков, информация о которых отсутствует в базе данных этой компании.
- Для оценки объемов операций кредитования, информация о которых отсутствует в системе Performance Explorer, использует-

ся общедоступная отчетность центральных банков.

- При оценке объема активов, доступных для инвестирования, для акций используются данные о капитализации, для облигаций – об объемах эмиссии.
- Приблизительные объемы активов, доступных для кредитования, определяются экспертным путем.
- Данные Performance Explorer об объемах выданных кредитов корректируются в соответствии с рыночными долями отдельных типов активов и сроков их обращения.

При оценке объема рынка по состоянию на 30.06.2007 были исключены операции, указанные в приведенной ниже таблице.

Ежеквартально производимая переоценка объемов рынка кредитования ценными бумагам (сегмент рынка финансирования с использованием ценных бумаг)	Оцениваемый объем, долл. США
«Эксклюзивные» сделки (двусторонние или на аукционе)	500 000 000 000
Операции РЕПО (на рынках США, еврозоны и др.)	12 000 000 000 000
Межброкерское кредитование	1 000 000 000 000
Клиринговые и/или биржевые операции	1 000 000 000 000