

Департамент операций на финансовых рынках Банка России подготовил восьмой выпуск **Обзора деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами**. Начиная с данного выпуска структура обзора изменена. Первый раздел посвящен результатам управления резервными валютными активами, второй – текущей конъюнктуре мировых финансовых рынков. Третий раздел будет включаться в состав обзора по мере необходимости и отражать значимые нововведения в процессе управления резервными валютными активами.

Данный выпуск в значительной степени посвящен развитию мирового финансового кризиса. В первом разделе приведены результаты управления Банком России резервными валютными активами за период с апреля 2007 г. по март 2008 г. В течение большей части этого периода активы управлялись в условиях нестабильности. Эти обстоятельства обуславливают большинство изменений в структуре резервных активов и в значительной мере показателей их доходности. Во втором разделе приведен краткий анализ текущих тенденций в мировой экономике и на финансовых рынках; сквозной темой данного раздела стали меры центральных банков и правительств разных стран по противодействию финансовому кризису.

Вниманию читателей предлагаются материалы второго раздела – обзор конъюнктуры мировых финансовых рынков. Полный текст Обзора деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами будет размещен в конце ноября 2008 г. в представительстве Банка России в сети Интернет.

Обзор конъюнктуры мировых финансовых рынков (март–сентябрь 2008 г.)

1. Глобальные тенденции

В сентябре 2008 г. финансовый кризис перешел в новую качественную стадию...



Источник: Factiva.

...что привело к падению цен на всех сегментах финансового рынка...



Источник: Bloomberg.

В конце III квартала глобальный финансовый кризис перешел в новую качественную стадию, характеризующуюся более сильным его проявлением как в финансовом, так и в реальном секторе экономики. Все большее количество участников финансового рынка оказывается на грани банкротства, и все возрастающее количество игроков уже оказалось за этой гранью; существенно расширилась география кризиса. Роста недоверия инвесторов не смогли избежать даже такие гиганты финансового рынка, как Freddie Mac и Fannie Mae¹.

Новая волна финансового кризиса выразилась в падении объема заимствований на рынке, существенном росте волатильности цен финансовых активов и расширении кредитных спредов. При этом подобная картина наблюдалась на всех ключевых сегментах финансового рынка – рынках акций, облигаций, денежных и производных финансовых инструментов, товаров, валют – и практически во всех регионах мира.

Уровень недоверия на межбанковском рынке достиг исторических максимумов: разница ставок межбанковского рынка и ключевой ставки Федеральной

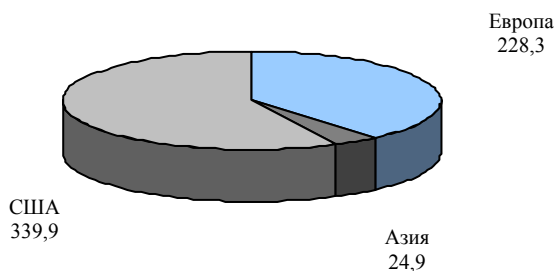
¹ Подробнее об агентствах США см.: Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. Выпуск 3 (7). Раздел 3.

...а также к существенному увеличению кредитного риска



Основной площадкой финансового кризиса по-прежнему остаются Соединенные Штаты Америки...

Убытки и списания финансового сектора по регионам



...где, несмотря на мощную денежную накачку со стороны ФРС, условия кредитования продолжают ужесточаться наряду со снижением доступности средств на финансовом рынке



резервной системы США (далее – ФРС США) достигла исторического максимума, 9 октября ее значение превысило 300 базисных пунктов – не виданный уже более 20 лет уровень. Индексы дефолтных свопов достигли отметки в 150 базисных пунктов, устойчиво превышая по отдельным облигациям 1000 базисных пунктов, что эквивалентно страховке стоимостью 1 млн дол. США для кредита стоимостью 10 млн дол. США.

По-прежнему основной площадкой развития кризиса остается финансовый рынок США. Однако все больше негативной информации поступает из Соединенного Королевства и стран еврозоны, а также из Японии. Правительства и центральные банки принимают совместные усилия по борьбе с кризисом, пытаются остановить цепную реакцию банкротств. Ярким примером скоординированной политики является одновременное снижение 8 октября шестью центральными банками ключевых ставок на 50 базисных пунктов.

Монетарные власти расширяют перечень инструментов по рефинансированию кредитных организаций, по возможности избавляя их от обесценивающихся активов. В США размеры «спасательного круга» для финансового сектора (с учетом всех мер монетарных властей по поддержке экономики и финансового сектора) уже сопоставимы с размером бюджета, который, в свою очередь, составляет около 20% от ВВП.

Тем не менее, несмотря на размеры оказываемой помощи, продолжающаяся на рынке нестабильность свидетельствует о сохранении панических настроений. Предлагаемые планы по спасению экономики оказывают в лучшем случае краткосрочный эффект. К тому же новые планы по спасению экономики и данные по состоянию экономики обновляются быстрее, чем публикуются посвященные им аналитические материалы, что усиливает неопределенность. Фактически ведущие центральные банки, в первую очередь ФРС США, подменяют собой рынок, выступая в роли центрального посредника. Объемы заимствований на финансовом рынке стремительно падают, тогда как денежная база растет.

В развитых странах финансовый кризис все в большей мере начинает затрагивать реальный сектор. Прогнозы относительно вероятности наступления ре-

Кризис и замедление темпов роста экономики США отрицательно воздействуют на экономики других развитых стран



Начавшийся вследствие кризиса процесс сокращения заемного капитала («de-leveraging») стал катализатором роста доллара США ко всем ведущим валютам...



...за исключением иены: закрытие валютных позиций, основанных на трансграничном дифференциале процентных ставок («carry trade»), определило высокий спрос на нее



цессии в США меняются на прогнозы ее продолжительности. После десятилетия экспорта «финансовых пузырей» США начинают экспортировать рецессию. Сужение американского потребительского рынка ведет к замедлению экономического роста в странах – основных торговых партнерах: Японии, Китае, странах еврозоны и продолжает распространяться сходным образом на остальные страны.

МВФ в очередной раз пересмотрел прогнозы динамики мирового валового продукта в сторону понижения, а инфляции – в сторону повышения. При этом следует отметить, что для многих стран (например, стран БРИК¹) внутренний спрос остается ключевым источником роста, и рецессия в развитых странах хотя и окажет негативное влияние на темпы экономического роста развивающихся стран, но не приведет к экономическому спаду в этой группе стран.

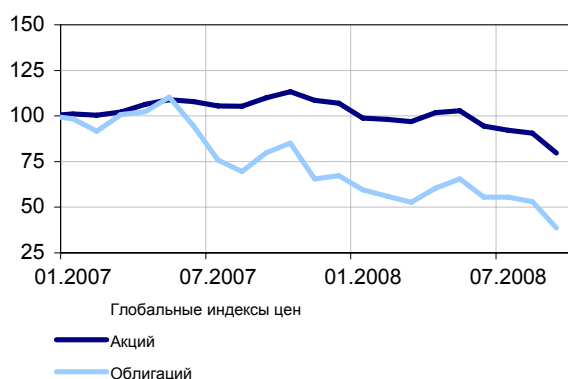
Другой составляющей кризиса стал процесс, который обозначают как «de-leveraging». Это процесс сокращения доли заемных средств у участников финансового рынка. Для повышения доходности проводимых операций многие инвесторы привлекают дополнительные средства, тем самым проводя операции «с плечом». Такая практика существенно повышает доход от операций, однако в равной степени умножает потенциальные убытки, которые не могут быть покрыты собственными средствами организации. Сложившиеся на финансовом рынке условия сделали невозможным сохранение данной стратегии из-за коллапса рынков заемного капитала. В итоге участники финансового рынка стали возвращать вложенные по всему миру средства в страны, где они являются резидентами, преимущественно – в США.

Процесс «de-leveraging» стал катализатором основных тенденций финансового рынка, сложившихся в течение II–III кварталов 2008 года.

Первая и наиболее масштабная из этих тенденций – существенное укрепление доллара США. Индекс номинального эффективного курса доллара США за рассматриваемый период вырос на 7% (до предкризисного уровня). Такой стремительный рост объясняется

¹ БРИК – термин, используемый для обозначения Бразилии, России, Индии и Китая – крупнейших экономик среди стран с формирующимися рынками (введен инвестиционным банком Goldman Sachs).

Не имея возможности поддерживать на прежних уровнях заемный капитал, финансовые институты начали закрывать позиции по всему миру, что вызвало снижение стоимости большинства финансовых активов



Индекс цен на товары возвратился к предкризисному уровню, а индекс стоимости фрахтовых перевозок существенно снизился, указывая на охлаждение межрегиональных торговых отношений



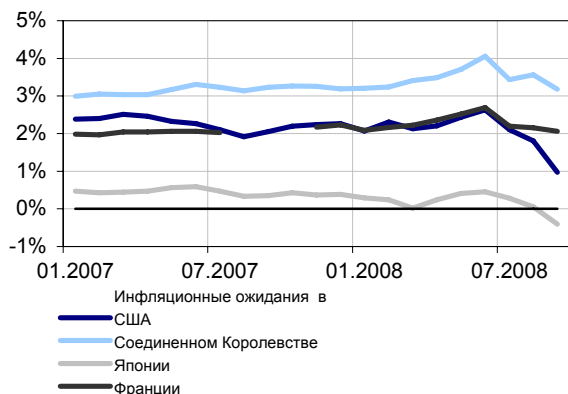
закрытием позиций «carry trade» – стратегии на валютном рынке, основанной на привлечении средств в валютах с низкими процентными ставками и их размещении в валютах с более высоким уровнем ставок. Одной из ключевых валют займа средств была иена.

Возврат кредитов, взятых в иене, объясняет повышенный спрос на нее в последнее время и, соответственно, ее устойчивый курс к доллару США. В рассматриваемый период среди валют развитых стран иена была единственной укрепившейся относительно доллара США валютой.

Вторая тенденция связана со снижением стоимости финансовых активов (акций, облигаций) и биржевых товаров по всему миру. Большой объем операций на этих рынках проводился с привлечением заемного капитала, и необходимость рефинансирования последнего, возрастающий риск таких операций, а также потребность в средствах для покрытия убытков или списаний обусловили активное закрытие инвесторами подобных сделок. Так, вывод средств с фондовых рынков развивающихся стран не был обусловлен фундаментальными характеристиками их экономик. Причиной охлаждения рынков биржевых товаров становится замедление темпов роста мировой экономики в целом, определяющий вклад в которое вносит экономика США. Кроме того, в последние годы в динамике товарных цен все большую роль играл инвестиционный спрос, который в значительной степени обеспечил предшествующий взрывной рост цен на них. Кардинальное изменение ценовой тенденции ведет к ускоренному падению совокупного спроса на этих рынках.

Пик роста цен на биржевые товары, и в первую очередь на энергоносители и продовольственные товары, пришелся на конец I квартала. По-прежнему высокий уровень потребительских цен в развитых странах остается проблемой для центральных банков. Поэтому благодаря некоторой передышке в развитии финансового кризиса во II квартале 2008 г. внимание участников финансового рынка переключилось на проблемы высокой инфляции. В результате от ведущих центральных банков стали ожидать ужесточения денежно-кредитной политики для сдерживания инфляционных процессов. В начале июля Европейский центральный банк повысил ключевую ставку на четверть процентного пункта.

Снижение цен на энергоносители и продовольственные товары выразилось и в снижении инфляционных ожиданий



Динамика доходности гособлигаций остается разнонаправленной, отражая преимущественно предпочтения участников в отношении риска



Однако инфляционные ожидания потребителей в определенной степени охладило массовое снижение цен на финансовые активы. Это позволило участвовать в упомянутом ранее согласованном снижении ставок даже центральным банкам, ориентированным на поддержание определенного уровня инфляции.

Во II квартале с ростом инфляционных ожиданий заметно возросли доходности государственных облигаций, а кривые доходности приобрели нормальную форму, характеризующуюся более высокими доходностями облигаций с большим сроком до погашения. Однако очередной виток финансового кризиса в сентябре текущего года и пересмотр ожиданий в отношении дальнейшей реализации политики центральных банков привели к существенному снижению доходностей до уровней начала 60-х годов прошлого века, что в полной мере отражает эффект «бегства в качество» – перетока капитала в наименее рискованные активы.

С позиций управления резервными валютными активами март–сентябрь 2008 г. характеризовался, во-первых, сужением доступных для инвестиций рынков. Прежде всего следует отметить сжатие кредитного рынка. Во-вторых, наблюдался высокий спрос на гособлигации на фоне эффекта «бегства в качество», и в-третьих, рост неопределенности на мировых финансовых рынках. Таким образом, процесс управления активами усложняется по всем направлениям. С точки зрения сохранности повышенное внимание вызывает возросшая волатильность и кредитный риск, ликвидности – уменьшение глубины рынка, доходности – низкий уровень процентных ставок.

Программа Министерства финансов США по оздоровлению финансовой системы (План Г. Полсона)

3 октября 2008 г. Президент США Дж. Буш подписал одобренный ранее Конгрессом закон о стабилизации экономической ситуации в стране, наделяющий Министерство финансов полномочиями по выкупу у банков и финансовых компаний проблемных ипотечных ценных бумаг на общую сумму 700 млрд дол. США. Срок действия полномочий – до 31 декабря 2009 г. с возможностью продления на один год. Рабочее название новой программы спасения американской экономики – План Г. Полсона (по имени автора – министра финансов США), или TARP (программа освобождения от проблемных активов – Troubled Asset Relief Program).

Основные положения нового закона сводятся к следующим.

Внутри Министерства финансов США предполагается создать специальное подразделение, которое совместно с Федеральной резервной системой США, Министерством жилищного строительства и городского развития, Комиссией по ценным бумагам и биржам и рядом других ведомств разработает методику приобретения у финансовых учреждений находящихся на их балансе проблемных активов. В качестве альтернативы банкам будет предложено участие в системе страхования высокорисковых ипотечных ценных бумаг, условием для вступления в которую будет перечисление установленной Министерством финансов США страховой премии в создаваемый для этих целей гарантийный фонд.

Выкупленные Министерством финансов США у финансовых компаний ценные бумаги могут в дальнейшем реализовываться на рынке или храниться до срока погашения (в зависимости от складывающейся конъюнктуры). Вся полученная при этом выручка будет направляться на погашение государственного долга США.

Примечательно, что наиболее крупные участники TARP будут обязаны предоставить государству право приобретения своих акций или долговых инструментов, с тем чтобы налогоплательщики смогли получить дополнительные бонусы, когда капитализация этих компаний вновь начнет расти. Еще один любопытный момент – ограничение максимально допустимого размера премиальных вознаграждений для руководства таких фирм.

В качестве дополнительной меры повышения доверия к национальной финансовой системе принятый закон предусматривает увеличение размера обязательного страхования банковских вкладов с 100 до 250 тыс. дол. США со сроком действия до 31 декабря 2009 года.

Кроме того, Комиссии по ценным бумагам и биржам США разрешается пересмотреть действующие правила бухгалтерского учета, в частности принцип учета по текущим ценам (mark-to-market accounting), в нынешних условиях существенно ухудшающий и без того неважные балансовые показатели большинства участников рынка.

Другой немаловажный аспект – Министерству финансов поручено разработать комплекс мер по минимизации числа расторгаемых ипотечных соглашений путем их модификации совместно с участвующими в них сторонами.

Наконец, закон содержит внушительный пакет налоговых льгот на общую сумму 150,5 млрд дол. США, призванных дополнительно подстегнуть потребительскую и инвестиционную активность. В частности, он предусматривает вычеты по так называемому альтернативному минимальному налогу для 24 млн граждан, льготы для участников проектов по развитию так называемой «чистой энергетики» и повышению энергоэффективности экономики, для ряда высокотехнологичных и фармацевтических компаний, а также для штатов, пострадавших от стихийных бедствий (Техас, Луизиана и др.). В целях обеспечения бесперебойного финансирования принятой программы решено увеличить максимально допустимый размер государственного долга США с 10 до 11,3 трлн дол. США.

Информационно-аналитические материалы

Таблица 1. Основные макроэкономические индикаторы некоторых стран на конец II квартала 2008 года

Страна	ВВП на душу населения, тыс. дол. США ¹	Темп роста реального ВВП, % в год	Темп роста потребительских цен, % в год	Уровень безработицы, %	Сальдо торгового баланса, % ВВП	Ключевая ставка денежно-кредитной политики на 1.10.2008, % годовых
США	45,7	2,1	5,0	5,5	-5,1	2,00
Экономический и валютный союз	40,0	1,4	4,0	7,4	-0,1	4,00
Соединенное Королевство	46,1	1,5	3,8	5,4	-3,9	5,00
Япония	34,3	0,7	2,0	4,1	4,3	0,50
Китай	2,5	10,4	7,1	4,0	7,6	7,47
Россия	9,1	7,5	15,1	6,2	11,0	7,00

Таблица 2. Валютные резервы центральных банков по состоянию на 1 июля 2008 года²

	Страна	Объем резервов, млрд дол. США	Доля в совокупных мировых резервах, %	Прирост за год, %
1	Китай	1808,8	26,5	35,7
2	Япония	973,5	14,3	9,0
3	Россия	554,5	8,1	39,5
4	Индия	302,1	4,4	46,6
5	Тайвань	291,4	4,3	9,5
6	Южная Корея	258,1	3,8	3,0
7	Бразилия	200,8	2,9	36,5
8	Сингапур	176,7	2,6	22,6
9	Гонконг	157,6	2,3	15,6
10	Алжир	133,2	2,0	46,5
<i>Справочно</i>				
	США	42,0	0,6	2,4
	Европейский центральный банк	49,6	0,7	19,2
	Германия	43,8	0,6	10,3
	Соединенное Королевство	46,8	0,7	14,4
	Франция	43,5	0,6	6,4
	Италия	31,5	0,5	10,9
	Совокупный объем резервов	6 825,0	100	25,6

¹ По оценкам Международного валютного фонда за 2007 г. (по рыночным курсам).

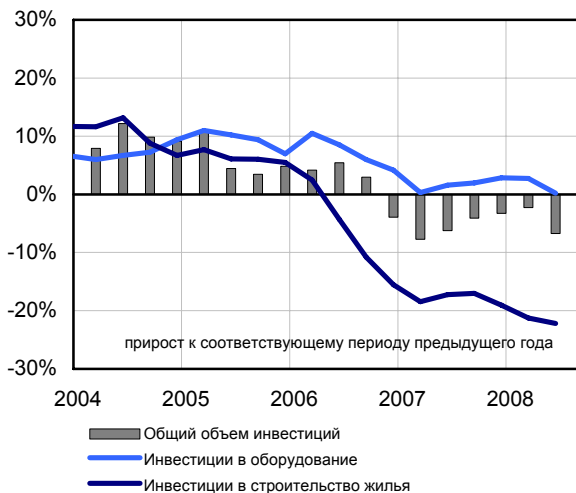
² По данным информационного агентства Bloomberg на 1 июля 2008 года.

2. Соединенные Штаты Америки

Нестабильность на финансовых рынках приводит к ухудшению финансового состояния кредитных организаций и ужесточению условий кредитования в экономике...



...что создает предпосылки для дальнейшего снижения инвестиционной активности в США



Продолжающийся спад на рынке жилья...



*Индекс: 31.12.2003 = 1.

В III квартале 2008 г. нестабильность в финансовом секторе усилилась. В связи с продолжающимся спадом на рынке жилья крупнейшие ипотечные брокеры США оказались в затруднительном положении. В сентябре правительство США было вынуждено взять под свою опеку Федеральную национальную ипотечную ассоциацию (Fannie Mae) и Федеральную корпорацию жилищного ипотечного кредитования (Freddie Mac) с обязательством предоставления им капитала путем покупки привилегированных акций. Пятью месяцами ранее, в марте, Федеральная резервная система США путем предоставления гарантий возмещения убытков организовала покупку инвестиционного банка Bear Stearns, оказавшегося на грани банкротства после масштабного списания активов низкого кредитного качества. В сентябре крупная финансовая компания Lehman Brothers была вынуждена начать процедуру банкротства. Серьезные проблемы у участников рынка подобного масштаба привели к очередному витку «кризиса доверия» на рынках. Частично остановить панику среди инвесторов удалось главе Министерства финансов США Генри Полсону, выступившему с инициативой создания нового государственного института, который возьмет на себя проблемные активы банков и финансовых компаний.

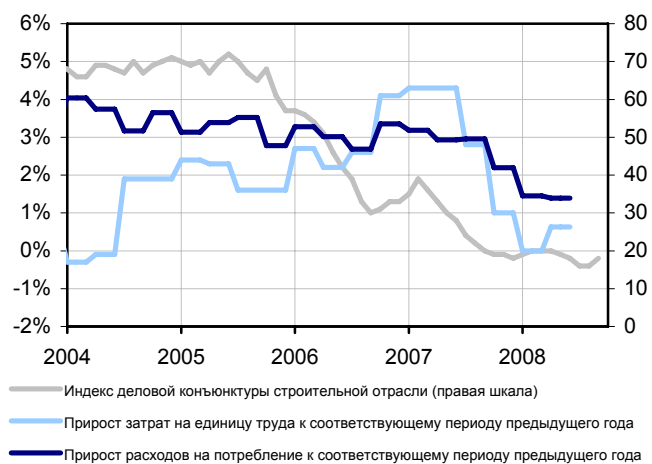
Большинство банков США продолжают ужесточать требования, предъявляемые к заемщикам. Проводимые ФРС США ежеквартальные опросы показывают, что ужесточение требований коснулось не только ипотечных кредитов, но и в большей степени кредитов реальному сектору экономики. Снижение доступности кредита отрицательно влияет на объем инвестиций, и так находящийся на весьма низком уровне.

В середине 2008 г. спад на рынке жилья начал замедляться. Число продаж домов на вторичном рынке в июле неожиданно для большинства аналитиков выросло на 3,1%. Продажи новых домов в июле увеличились на 2,4% по сравнению с июнем. Темпы падения цен на жилье постепенно замедляются. В то же время говорить о кардинальном улучшении картины на рынке недвижимости США пока преждевременно. Ситуация в данном секторе все

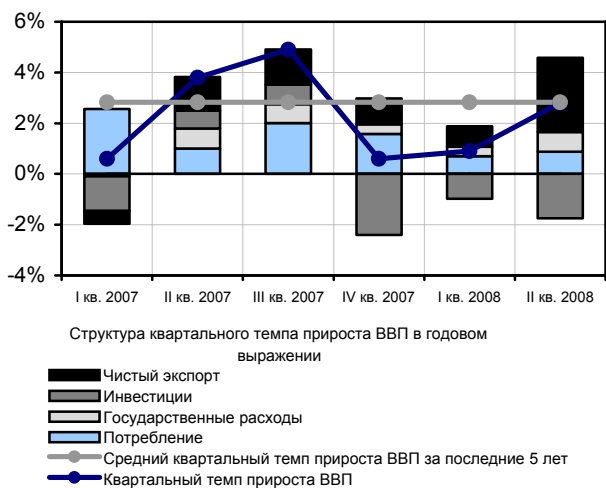
...оказывает все большее влияние на деловую активность и занятость в смежных секторах экономики



Проблемы на рынке труда и снижение доступности кредита влияют на темпы роста конечного потребления...



...и увеличивают вероятность серьезного замедления или даже рецессии в американской экономике в 2008 году



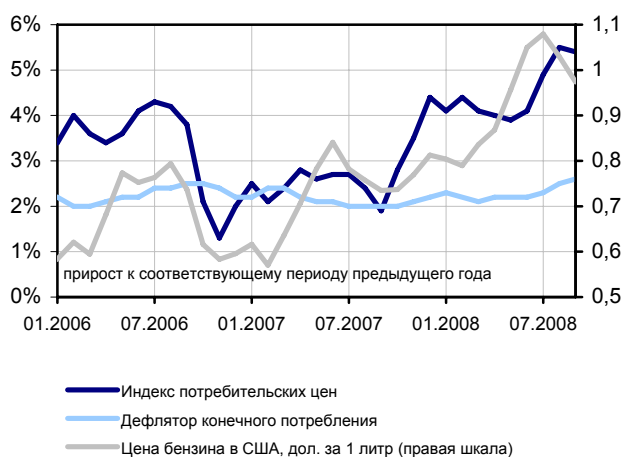
еще далека от стабильной. Цены на недвижимость продолжают снижаться, объемы строительства новых домов остаются небольшими. Резервы нового жилья измеряются месяцами продаж, а число отказов от покупок по-прежнему велико.

Напряженность на финансовом рынке вместе с кризисом на рынке жилья привели к снижению деловой активности и занятости в различных секторах экономики, прежде всего в отраслях промышленности, связанных со строительством. Так, *среднесписочная численность занятых* в промышленности начиная с середины 2006 г. сокращалась возрастающими темпами. Показатели общего прироста численности занятых в американской экономике являлись отрицательными на протяжении первых восьми месяцев 2008 г. На этом фоне уровень безработицы в США вырос до 6,1% в августе 2008 г. с 4,7% годом ранее.

Рост безработицы сопровождается замедлением прироста затрат на единицу труда, влечет за собой снижение темпов роста доходов населения и подрывает уверенность потребителей. 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. Кредитные организации ужесточают условия выдачи потребительских кредитов. Вместе эти факторы могут способствовать существенному снижению темпов роста конечного потребления – основного компонента ВВП США.

Ситуация на рынке жилья и в финансовом секторе создает существенные риски замедления темпов роста или даже рецессии в американской экономике во второй половине 2008 г. Прирост ВВП во II квартале 2008 г. составил 2,8% в годовом исчислении. Основной вклад в этот прирост внесло сокращение разрыва между экспортом и импортом. Укрепление доллара в III квартале 2008 г. снижает относительную конкурентоспособность американских товаров на мировых рынках. Одновременно замедляющийся экономический рост в мире будет способствовать снижению спроса на американские товары. Эти факторы могут привести к замедлению роста экспорта США в ближайшие кварталы. Практически

Текущие высокие уровни инфляции в США являются следствием высоких цен на энергоносители и продовольственные товары



ФРС США активно использовала инструменты денежно-кредитной политики для стимулирования деловой активности



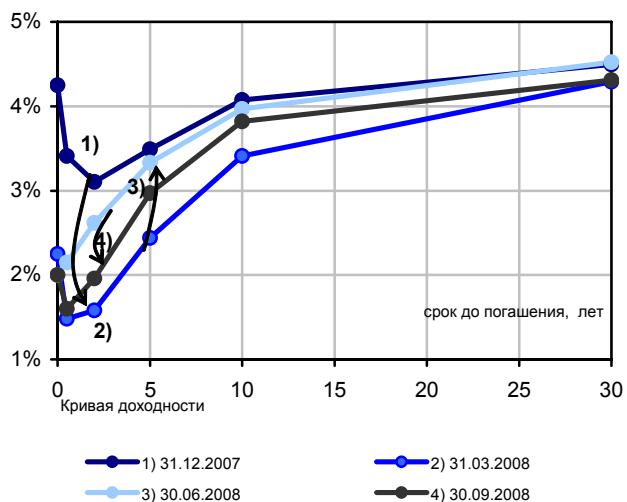
все сегменты экономики указывают на серьезное ухудшение экономической ситуации в стране. Замедляются темпы роста расходов на потребление, снижается инвестиционная активность.

Инфляция в США находится на высоком уровне, что обусловлено произошедшим ранее ростом цен на энергоносители и другие сырьевые товары.

Индекс потребительских цен в августе 2008 г. вырос на 5,4% по отношению к соответствующему периоду прошлого года. Темпы прироста базового дефлятора конечного потребления, являющегося для ФРС США основным индикатором инфляции, на конец августа 2008 г. составили 2,6% к августу предыдущего года. Снижение цен на нефть в III квартале вместе с ослаблением инфляционного давления со стороны внутренних экономических процессов в США, прежде всего со стороны рынка труда и кредитного сектора, говорят о возможном снижении инфляции в IV квартале 2008 года.

Для нормализации ситуации на финансовом рынке ФРС США продолжает активно использовать инструменты денежно-кредитной политики. В течение I квартала 2008 г. *ключевая ставка* ФРС США была снижена на 2,25 процентного пункта – до 2%. Во II–III кварталах 2008 г. объектами значительной озабоченности Комитета по открытым рынкам ФРС США являлись одновременно и риски ослабления экономики, и риски повышения инфляции. В этих условиях в течение указанного периода ФРС США оставляла ключевую ставку неизменной. На внеочередном заседании Комитета по открытым рынкам ФРС США, состоявшемся 8 октября, ключевая ставка была снижена на 0,5 процентного пункта – до 1,5%. Как сказано в пояснительной записке к заседанию, данное решение было продиктовано ростом беспокойства комитета относительно состояния экономики США. Кроме того, ФРС США принимает активные меры для поддержания ликвидности на рынке путем предоставления кредитным организациям кредитов под залог ценных бумаг.

Динамика ставок на рынке государственных ценных бумаг США в I–III кварталах 2008 г. в целом была обусловлена ростом спроса со стороны инвесторов на ценные бумаги высокого кредитного качества



Динамика ставок на рынке государственных ценных бумаг США в I–III кварталах 2008 г. была разнонаправленной. В I квартале на фоне смягчения денежно-кредитной политики ФРС США происходило последовательное снижение ставок доходности вдоль всей кривой. Частичная стабилизация ситуации на мировых финансовых рынках во II квартале 2008 г. способствовала росту оптимизма участников рынка и изменению отношения инвесторов к риску. Усилились ожидания того, что в августе–сентябре 2008 г. начнется цикл повышений ключевой ставки ФРС США. Это привело к росту в тот период ставок практически на всех участках *кривой доходности*. В III квартале ситуация опять развернулась. События в финансовой системе способствовали росту спроса на высоконадежные государственные облигации США, что привело к снижению ставок доходности по этим бумагам.

План Правительства США по поддержке ипотечных агентств

7 сентября 2008 г. Министерство финансов, Федеральная резервная система и недавно созданное Федеральное финансовое агентство по жилищному строительству (Federal Housing Finance Agency) США приняли план мер по государственной поддержке ипотечных агентств США: Федеральной национальной ипотечной ассоциации (Fannie Mae), Федеральной корпорации жилищного ипотечного кредитования (Freddie Mac) и Федеральной системы банков жилищного кредитования (FHLB). Эти меры направлены на стабилизацию финансовых рынков, поддержание доступности ипотечных кредитов и защиту интересов налогоплательщиков. Согласно этому плану, Fannie Mae и Freddie Mac перешли под попечительство Федерального финансового агентства по жилищному строительству. Также было объявлено о смене руководства ипотечных гигантов. Бывший топ-менеджер Merrill Lynch Херб Эллисон возглавил Fannie Mae, а бывший топ-менеджер US Bancorp Дэвид Моффет – Freddie Mac.

План по поддержке агентств США включает в себя четыре ключевых меры:

Для Fannie Mae и Freddie Mac до конца 2009 г. сняты ограничения на максимальный размер портфеля ценных бумаг, обеспеченных закладными (MBS). Компании могут без ограничений наращивать объемы вложений в MBS, которые на данный момент составляют 798 млрд дол. США для Fannie Mae и 758 млрд дол. США для Freddie Mac. Эта мера направлена на поддержание стабильности вторичного ипотечного рынка и сдерживание роста стоимости привлечения ресурсов. Однако для ограничения доминирующей доли агентств на рынке и снижения системного риска начиная с 2010 г. портфели MBS агентств начнут ежегодно снижаться на 10%.

На основании Соглашения о покупке привилегированных акций, которое заключено между Министерством финансов и агентствами на сумму 100 млрд дол. США каждое, Министерство финансов США будет отслеживать, чтобы чистая стоимость компаний оставалась положительной. В случае превышения обязательств над активами компаниям будет предоставляться дополнительный капитал через покупку привилегированных акций этих агентств. Эта мера направлена на повышение надежности долгов Fannie Mae и Freddie Mac, в том числе – субординированных.

Для оперативной поддержки ликвидности компаний Министерство финансов США создает дополнительную линию кредитования для Fannie Mae, Freddie Mac и FHLB под обеспечение MBS, эмитированных Fannie Mae и Freddie Mac, и авансированных сумм FHLB. Кредиты будут предоставляться до 31 декабря 2009 г. на срок не менее одной недели и не более одного месяца. В соответствии с начальной договоренностью ставка по кредитам принята равной однодневной ставке LIBOR+50 базисных пунктов, однако в дальнейшем ее значение может быть пересмотрено.

Министерство финансов будет покупать MBS, эмитированные агентствами, для того чтобы уменьшить рыночные ставки по ипотеке и повысить привлекательность сектора недвижимости США. Эти инвестиции будут осуществляться независимым менеджером по управлению активами от имени министерства в соответствии с четко определенными инвестиционными директивами и целями. Срок действия этой меры – до 31 декабря 2009 года.

План Правительства США от 7 сентября 2008 г., направленный на поддержку агентств, должен был повысить уровень доверия к компаниям и, как следствие, привести к сокращению кредитного спреда облигаций агентств США к казначейским облигациям США. Однако новый виток финансового кризиса в США и отсутствие явной гарантии со стороны властей по обязательствам агентств привели к сохранению недоверия и дальнейшему расширению кредитных спредов.

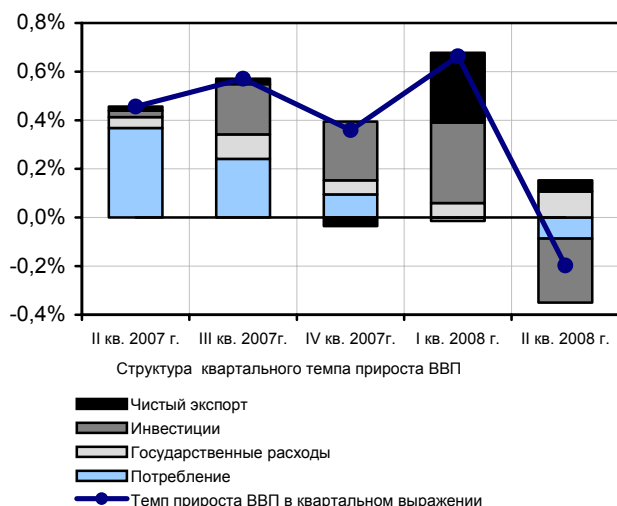
Динамика кредитного спреда облигаций ипотечных агентств к гособлигациям



Источник: Bloomberg.

3. Экономический и валютный союз

Снижение темпов роста потребления и инвестиций во II квартале 2008 г. обусловило замедление экономического роста в странах еврозоны



Повышение уровня инфляции приводит к уменьшению объема реальных доходов населения и как следствие – сокращению расходов на конечное потребление...



...а затрудненный доступ к внешним источникам финансирования оказывает негативное влияние как на потребление, так и на объем инвестиций...



Во II квартале 2008 г. ВВП еврозоны впервые с момента введения единой валюты сократился в абсолютном выражении. По сравнению с I кварталом 2008 г. ВВП уменьшился на 0,2%. Отрицательный темп прироста ВВП был отчасти обусловлен коррекцией после необычно высокого (0,7% в квартальном выражении) темпа прироста ВВП в I квартале 2008 года. Тем не менее динамика прироста ВВП к соответствующему периоду предыдущего года, составившего во II квартале 2008 г. 1,4% (по сравнению с 2,6% во II квартале 2007 г.), также свидетельствует о том, что экономика еврозоны вступает в период относительно низких темпов экономического роста.

Основной вклад в падение ВВП во II квартале 2008 г. внесло сокращение в абсолютном выражении объема расходов на потребление (на 0,2%) и инвестиций (на 1,2%).

Инфляция, растущая с середины 2007 г. ускоренными темпами, обусловила относительное уменьшение текущих располагаемых доходов потребителей и усиление пессимистических настроений в оценках потребителями будущего уровня их реальных доходов, что, в свою очередь, привело к сокращению объема средств, направляемых на потребление.

Кроме того, во II квартале 2008 г. усилилось влияние продолжающегося на мировых финансовых рынках «кризиса доверия» на ситуацию в реальном секторе экономики еврозоны.

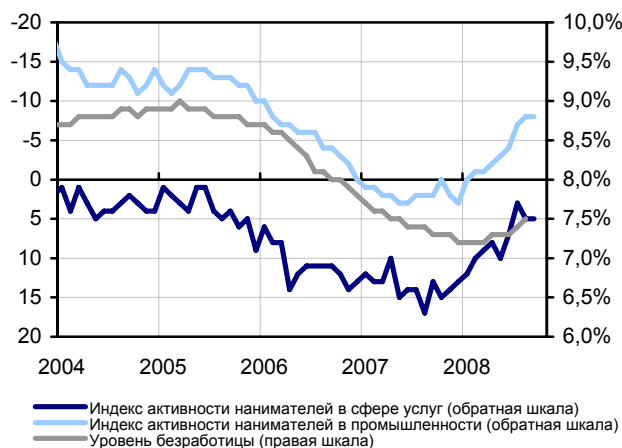
Неопределенность на мировых финансовых рынках и недостаток ликвидности у большинства их участников привели к усложнению доступа к внешним источникам финансирования для всех экономических агентов. Так, во II–III кварталах 2008 г. впервые за последние 5 лет существенно сократился объем кредитов нефинансовым корпорациям. Продолжилось также падение объемов потребительского кредитования.

Дополнительным фактором сокращения объема инвестиций на фоне высокого уровня цен на ряд сырьевых товаров и «кризиса доверия» на мировых финансовых рынках стало ожидание замедления эко-

...дополнительным фактором сокращения объема инвестиций является ожидаемое снижение спроса на продукцию европейских экспортеров



Безработица пока находится на исторически низком уровне, однако индикаторы спроса на труд как в промышленности, так и в сфере услуг снижаются



На фоне высокого уровня цен на энергоносители и сырьевые товары индекс потребительских цен начиная с сентября 2007 г. устойчиво превышает целевой уровень



номического роста и снижения темпов роста потребительских расходов в неевропейских странах. Создавая угрозу уменьшения спроса на продукцию европейских экспортеров, оно ведет к сокращению количества осуществляемых ими инвестиционных проектов.

После нескольких лет сравнительно высоких темпов экономического роста безработица в еврозоне остается на исторически низком уровне. В августе 2008 г. уровень безработицы в еврозоне составил 7,5%, всего на 0,3% превысив исторический минимум, достигнутый в декабре 2007-го – марте 2008 года.

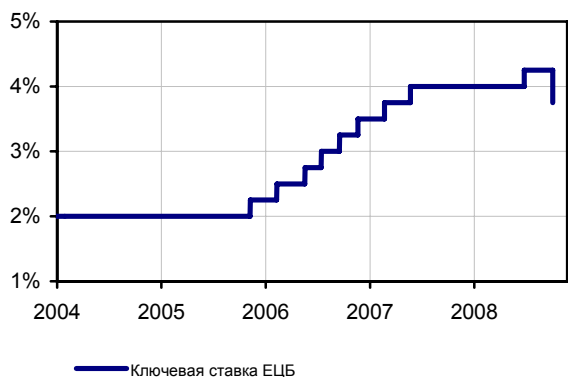
Тем не менее ожидаемое замедление экономического роста как в странах еврозоны, так и за ее пределами несколько уменьшает потребность компаний в рабочей силе. Снижение спроса на трудовые ресурсы уже нашло отражение в снижении индексов настроений нанимателей по сравнению с максимальными уровнями, достигнутыми в III–IV кварталах 2007 г., и, вероятно, приведет к дальнейшему росту уровня безработицы в ближайших кварталах.

На фоне высокого уровня цен на энергоносители и сырьевые товары темп прироста *индекса потребительских цен* начиная с сентября 2007 г. устойчиво превышает целевой уровень Европейского центрального банка (ЕЦБ). В августе 2008 г. инфляция составила 3,8% в годовом выражении. При этом *базовая инфляция*, не учитывающая эффекты изменения цен на продукты питания и энергоносители, остается в пределах комфортной для ЕЦБ зоны – в августе 2008 г. она составила 1,9% в годовом выражении.

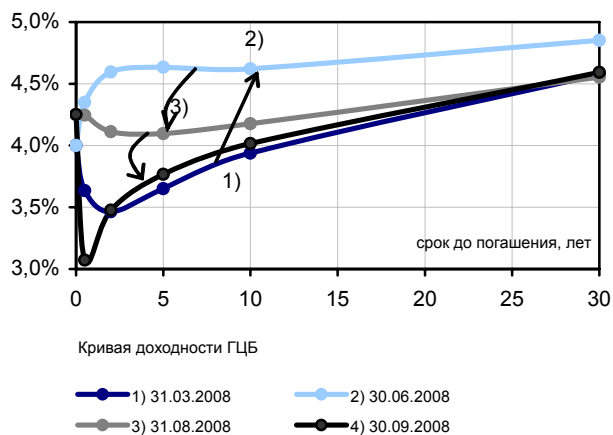
Сохранение высоких цен на сырье и энергоносители в течение достаточно длительного периода создало серьезную угрозу ускорения роста уровня цен на более широкие группы товаров и услуг, в себестоимости которых сырье и энергоносители составляют значительную долю. Несмотря на некоторое снижение цен на нефть в III квартале 2008 г., ЕЦБ оценивал эти инфляционные риски как высокие и в июле 2008 г. повысил *ключевую ставку* до 4,25%.

В целом во II–III кварталах 2008 г. в экономиках стран еврозоны усилилось действие факторов, свидетельствующих о снижении уровня деловой активности и темпов экономического роста. Под влиянием

Для предотвращения риска ускорения роста цен на более широкие группы товаров и услуг ЕЦБ в июле 2008 г. повысил ключевую ставку до 4,25%



Изменения ожиданий инвесторов относительно дальнейшего развития экономической ситуации в еврозоне, а также состояние внешнеэкономической конъюнктуры и динамика спроса на высоконадежные ликвидные активы обусловили разнонаправленные колебания доходностей государственных ценных бумаг во II–III кварталах 2008 года



высоких ставок на денежном рынке и затрудненного доступа к заемным средствам начали сокращаться потребление и инвестиции; индикаторы настроений нанимателей на рынке труда говорят о возможном росте уровня безработицы в будущем, а ситуация в мировой экономике в целом повышает вероятность снижения спроса на продукцию европейских экспортеров.

Новый виток мирового финансового кризиса на этот раз серьезно затронул европейскую финансовую систему, так что в целом ряде стран еврозоны потребовалось экстренное вмешательство государства (см. вставку). Признав, что соотношение инфляционных рисков и рисков для реального сектора существенно изменилось, в октябре ЕЦБ принял решение о снижении ключевой ставки сразу на 0,5 процентного пункта – до 3,75%. Это первое снижение за последние 5 лет, и достаточно высока вероятность того, что снижение ставок будет продолжено.

Рост доходностей государственных ценных бумаг во II квартале 2008 г. был обусловлен прежде всего сформировавшимися в этот период ожиданиями более скорого повышения ключевых ставок ФРС США и ЕЦБ и как следствие – ростом в той или иной степени доходностей государственных облигаций на всех рынках развитых стран. В III квартале 2008 г. по мере развития нового витка кризиса ликвидности на мировых финансовых рынках вновь вырос спрос на высоконадежные ликвидные активы и усилились ожидания снижения ключевых ставок, в результате чего ставки на всех сегментах кривой доходности, особенно на ее краткосрочном участке, вновь снизились.

Государственная помощь европейским банкам, пострадавшим от кризиса

Мировой финансовый кризис, который поначалу, казалось, серьезно не затронул европейские банки, теперь начал оказывать существенное влияние и на них. В конце сентября 2008 г. несколько крупных банков из разных стран Европы столкнулись со столь серьезными финансовыми проблемами, что потребовалось срочное вмешательство государства, принявшего меры для их спасения.

Бельгийско-голландская финансовая группа Fortis стала первой европейской компанией, получившей крупную финансовую помощь от государства.

Обязательства Fortis резко возросли после приобретения ею доли в голландском банке ABN AMRO за 24 млрд евро в прошлом году. В июне текущего года один из входящих в группу банк объявил о планах привлечь дополнительные средства в размере 8 млрд евро путем выпуска акций и продажи некоторых активов, однако найти покупателей ему не удалось. В конце сентября под влиянием слухов о возникших у банка проблемах с ликвидностью стоимость его акций резко упала.

Fortis является не только крупнейшей бельгийской финансовой группой (более 1,5 млн семей, т. е. около половины населения страны, являются ее клиентами), но и крупнейшим работодателем в частном секторе страны. Считая, что коллапс банка такого масштаба недопустим, 28 сентября 2008 г. правительства Голландии, Бельгии и Люксембурга предоставили Fortis средства в размере 11,2 млрд евро (крупнейший вклад – 4,7 млрд евро – был сделан Бельгией, Голландия и Люксембург внесли 4 и 2,5 млрд евро соответственно) в обмен на его частичную национализацию. Компания также должна продать свою долю в ABN AMRO, однако имена потенциальных покупателей пока не назывались. Каждому из трех государств – Бельгии, Голландии и Люксембургу – первоначально перешло в собственность по 49% акций соответствующих страновых подразделений компании. Однако менее чем через неделю – 3 октября голландское правительство объявило о намерении выкупить оставшуюся долю в голландском подразделении Fortis за 16,8 млрд евро. В свою очередь, Бельгия и Люксембург, осуществив выкуп оставшихся акций, продали 75- и 67-процентные пакеты акций французскому BNP Paribas, который выкупил страховой бизнес Fortis. Общая сумма сделки оценивается в 14,5 млрд евро. В обмен Бельгия и Люксембург получают во французском банке 11,6 и 1,1% доли соответственно.

За Fortis вскоре последовал один из основных его конкурентов – франко-бельгийский банк Dexia, являющийся одним из крупнейших кредиторов местных органов власти. Обеспокоенность, вызванная ситуацией вокруг Fortis, а также слухи о финансовых проблемах, возникших и у Dexia в результате значительных убытков от операций на американском рынке, привели к снижению стоимости его акций на 30% за один день (29 сентября). На следующий день правительства Франции, Бельгии и Люксембурга приняли решение о выделении 6,4 млрд евро на поддержание капитала банка и восстановление доверия к нему. Два этих случая заставили экономическое сообщество говорить об опасности возникновения «эффекта домино». В последующие дни стало известно, что еще несколько крупных банков Европы оказались в крайне затруднительном положении.

В Германии второй по величине банк в секторе коммерческой недвижимости – Hypo Real Estate Group – столкнулся с нехваткой средств и оказался на грани неплатежеспособности. После достаточно длительных переговоров 5 октября 2008 г. было принято решение о том, что Бундесбанк и консорциум частных банков Германии предоставят Hypo Real Estate особую кредитную линию в размере 50 млрд евро под государственную гарантию.

В тот же день крупнейший банк Италии Unicredit объявил о программе привлечения дополнительного капитала в размере 6,6 млрд евро, в том числе путем выпуска конвертируемого долга на 3 млрд евро. В случае, если ему не удастся привлечь запланированный объем средств, этот банк также может оказаться в тяжелой финансовой ситуации.

Ряд стран принял значительные меры по поддержанию банковской системы. Так, в Ирландии 30 сентября 2008 г. было принято решение о предоставлении государственных гарантий по обязательствам (розничным и коммерческим депозитам и облигациям) шести крупнейших банков страны (в их числе Allied Irish Banks) на срок 2 года. Сумма таких гарантий оценивается в 400 млрд евро. Это решение мгновенно вызвало критику со стороны правительства Соединенного Королевства, обеспокоенного тем, что подобная мера дает ирландским банкам преимущество по сравнению с их британскими конкурентами, имеющими дочерние компании в Ирландии (в их числе такие крупные банки, как Royal Bank of Scotland и HBOS). Великобритания настаивала на необходимости распространить гарантию на обязательства действующих в Ирландии филиалов британских банков¹.

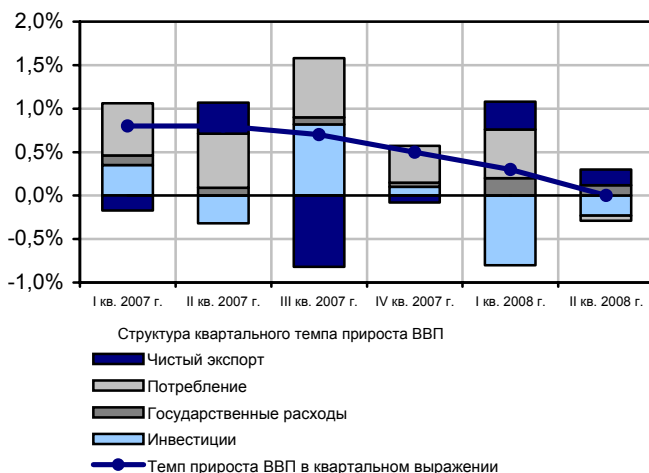
Правительство Германии 5 октября 2008 г. также объявило о готовности предоставить полную гарантию по сберегательным вкладам физических лиц², не затрагивающую счета компаний. Подобные шаги предприняли правительства Греции, Австрии, Дании, Швеции и Исландии. Другие европейские государства теперь также могут быть вынуждены принять аналогичные меры, чтобы не допустить оттока средств в иностранные кредитные организации, получившие государственные гарантии.

¹ Ряд крупных европейских банков, имеющих филиалы в Ирландии, уже подал заявки на включение их в систему государственной гарантии вкладов (по состоянию на 7 октября решение по этому вопросу еще не было принято).

² До сих пор гарантия покрывала 90% депозита, но не должна была превышать 20 тыс. евро.

4. Соединенное Королевство

Во II квартале 2008 г. рост ВВП в квартальном выражении замедлился до нуля за счет уменьшения объемов инвестиций и снижения уровня потребления



Минимальные значения индикаторов деловой активности и потребительских настроений указывают на возросшую вероятность рецессии



Показатели рынка труда свидетельствуют о его охлаждении



По итогам II квартала 2008 г. экономический рост Соединенного Королевства замедлился до нуля в квартальном выражении, что означает снижение годового темпа роста ВВП до 1,5%. Продолжилось уменьшение инвестиционных расходов (на 2,8% в квартальном и 2,1% в годовом выражении). Кроме того, впервые за два года квартальный темп прироста потребления оказался отрицательным (-0,1%).

Сокращение реального располагаемого дохода домохозяйств, продолжающееся ужесточение условий кредитования и усиление негативных ожиданий всех экономических агентов из-за нестабильности на финансовом рынке остаются основными факторами снижения внутреннего спроса. *Индикаторы деловой активности* и потребительских настроений, достигшие в III квартале 2008 г. исторических минимумов, указывают на растущую вероятность того, что Соединенное Королевство во второй половине 2008 г. ожидает серьезная рецессия.

Показатели рынка труда свидетельствуют о постепенном его охлаждении: уровень безработицы в июле 2008 г. вырос до 5,5%, продолжает увеличиваться количество обращений за пособиями по безработице, а темп роста уровня заработной платы остается относительно низким.

Как и ожидалось, стремительный рост темпа инфляции в потребительском секторе в июне-августе 2008 г. продолжился – до 4,7% по итогам августа. Повторяя динамику мировых цен на сельскохозяйственную продукцию и энергоносители, розничные цены на продукты питания, бензин, газ и электричество в Соединенном Королевстве выросли с начала текущего года на 13, 20 и 25% соответственно, обеспечив 2,1 из 2,6 процентного пункта прироста инфляции за этот период. Несмотря на заметное охлаждение мировых товарных рынков в III квартале 2008 г., по оценкам Банка Англии, пиковое значение инфляции, которое ожидается в сентябре-октябре 2008 г., может составить около 5%.

В то же время замедление экономического роста приведет к увеличению не задействованных в экономике мощностей, что вместе со снижением инфляционного давления со стороны мировых то-

Инфляция в Соединенном Королевстве продолжает ускоряться и, скорее всего, еще не достигла пиковых значений

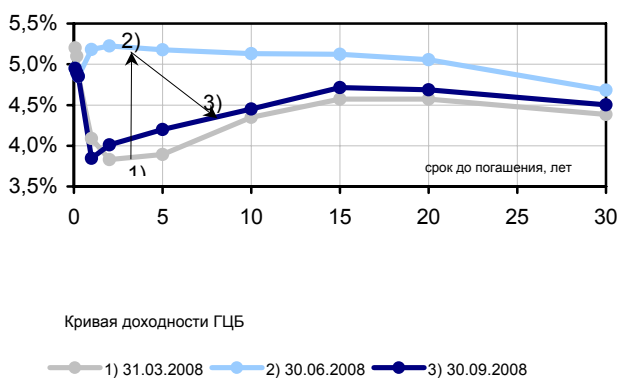


В октябре 2008 г. Банк Англии понизил ключевую ставку сразу на 0,5 процентного пункта – до 4,5%



Одновременно Банк Англии принял ряд мер по поддержанию ликвидности финансового рынка и банковской системы

В III квартале 2008 г. доходность государственных ценных бумаг существенно снизилась, отражая изменения ожиданий участников рынка и возобновившийся процесс «бегства в качество»



варных рынков должно способствовать постепенно-му возвращению уровня инфляции к целевому уровню.

В условиях резкого снижения экономической активности и растущей угрозы рецессии в экономике Соединенного Королевства, обостренной очередным витком кризиса ликвидности в финансовой системе, наблюдая признаки снижения инфляционного давления, Банк Англии в октябре 2008 г. понизил *ключевую ставку* сразу на 0,5 процентного пункта – до 4,5% после полугодовой паузы в серии снижений. Высока вероятность того, что это не последнее ее снижение.

При этом Банк Англии отметил, что только снижение ставки центрального банка не может стать решением текущих проблем финансового сектора и должно сопровождаться комплексом мер по поддержке финансового рынка и банковской системы.

В сентябре–октябре текущего года Банк Англии одновременно с центральными банками ведущих развитых стран начал проводить операции по предоставлению денежных средств в долларах США под залог обеспечения на 1 и 7 дней и опубликовал план проведения аналогичных операций со сроками 1 и 3 месяца, а также срочных сделок для предоставления средств «через конец года» (на последнюю декаду декабря 2008 г. – первую декаду 2009 г.). Кроме того, был увеличен объем средств в фунтах стерлингов, предоставляемых банкам на 3 месяца, и расширен перечень активов, принимаемых в обеспечение по данным операциям.

Ухудшение перспектив экономического роста и ослабление угрозы ускорения инфляции привели к тому, что участники рынка государственных облигаций Соединенного Королевства ожидают еще большего снижения ключевой ставки. В результате по итогам III квартала доходность гособлигаций вернулась на уровни конца марта текущего года после существенного роста во II квартале 2008 г. под влиянием изменившихся настроений инвесторов, а также очередного повышения спроса на высоконадежные инструменты («бегства в качество»).

Национализация ипотечного банка Northern Rock в Соединенном Королевстве

В 2007 г. банк Northern Rock являлся пятым по величине ипотечным банком Соединенного Королевства. Еще в середине сентября 2007 г. компания столкнулась с нехваткой ликвидности и получила от Банка Англии экстренное финансирование. Однако новости о кризисе посеяли панику, и более миллиона вкладчиков стали забирать свои деньги. Предотвратить крушение банка смогло только вмешательство Банка Англии, который выделил ему кредит в размере 25 млрд фунтов стерлингов.

После этого ряд инвестиционных фондов выразил желание приобрести банк Northern Rock. На него претендовали компания Virgin Group и внутренний менеджмент банка, а также независимая группа инвесторов Olivant.

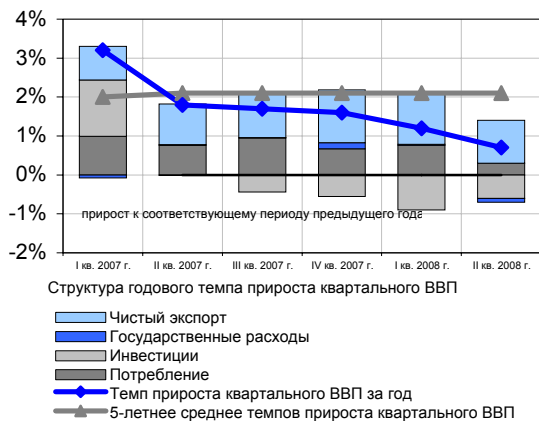
В конце января британское правительство поддержало новый план, предложенный инвестиционным банком Goldman Sachs. Согласно этому плану выделенные государством средства в размере 25 млрд фунтов стерлингов будут обращены в специальные облигации. В зависимости от ситуации на рынке они будут продаваться небольшими пакетами инвесторам, а вырученные средства – постепенно возвращаться в казну.

Однако уже 17 февраля 2008 г. министр финансов Соединенного Королевства А. Дарлинг объявил, что пострадавший от финансового кризиса Northern Rock будет национализирован. Принимая решение о национализации банка, правительство исходило из того, что полученные им два предложения от частных компаний о приобретении Northern Rock не отвечают интересам налогоплательщиков. Вместе с тем А. Дарлинг отметил, что переход банка в собственность государства – временная мера, необходимая в условиях сложившейся конъюнктуры рынка. К этому моменту его рыночная стоимость упала уже почти на 80%. А. Дарлинг также отметил, что долгосрочные перспективы банка неразрывно связаны с частным сектором.

По состоянию на 30 сентября 2008 г. Northern Rock переведен на баланс государства, и долг банка стал частью внутреннего долга Соединенного Королевства. Как отмечает информационное агентство Bloomberg, в общей сложности меры по спасению Northern Rock стоили государству примерно 55 млрд фунтов стерлингов, или 107 млрд дол. США, в виде предоставленных правительством займов и гарантий другим кредиторам (это примерно 4% национального дохода страны). В настоящее время банк продолжает полноценно функционировать, единственным исключением стало ограничение объемов привлеченных депозитов от населения, размер которых не должен превышать 1,5% от общего объема рынка депозитов физических лиц Соединенного Королевства. Цель введения данного ограничения – недопущение конкурентного преимущества Northern Rock перед коммерческими банками Соединенного Королевства, связанного с государственной гарантией долга банка.

5. Япония

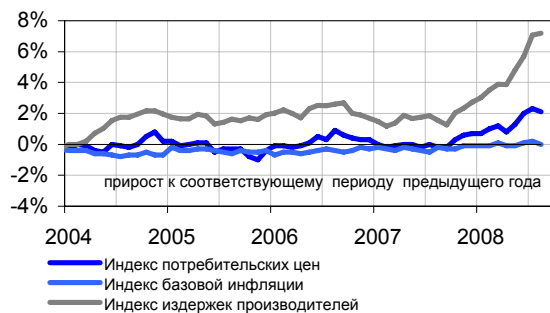
Во II квартале 2008 г. годовые темпы прироста реального ВВП Японии продолжали снижаться...



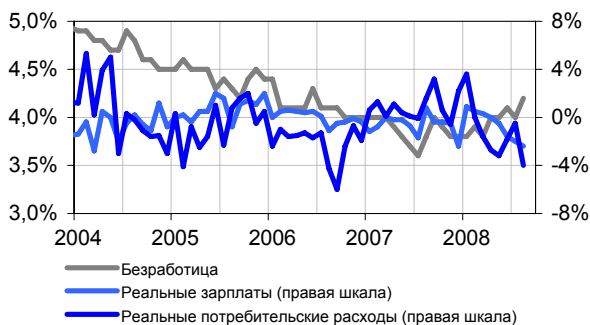
...на фоне падения индикаторов деловой активности...



...а также при высокой инфляции, которая достигла в июле 2008 г. 2,3%, что является максимальным значением данного показателя за последние 10 лет



Ожидания снижения темпов роста потребления связаны с уменьшением реальной заработной платы и повышением уровня безработицы



II квартал 2008 г. для Японии ознаменовался тем, что охлаждение экономик США, еврозоны и Китая наряду со снижением внутреннего спроса на фоне ускоряющегося роста производственных издержек и цен в потребительском секторе привели к развитию стагфляционных процессов в экономике.

С одной стороны, ВВП сократился во II квартале 2008 г. на 0,7%; прирост ВВП к аналогичному периоду предыдущего года (0,7%) оказался значительно меньше среднего за последние 5 лет уровня (2,1%). Резкое снижение *индикаторов деловой активности* в течение II–III кварталов текущего года позволяет говорить не только о кратковременной стагнации, но и об угрозе рецессии.

С другой стороны, сохраняются неотрицательные значения прироста базового *индекса потребительских цен*. Рост цен был обусловлен не увеличением внутреннего спроса, а повышением цен на продовольствие и энергоносители. При этом сохранение высоких цен на нефть и сельскохозяйственные продукты, а также продолжающийся рост цен на промежуточную промышленную продукцию на мировых рынках повышает риск сохранения высоких значений инфляции в ближайшие месяцы.

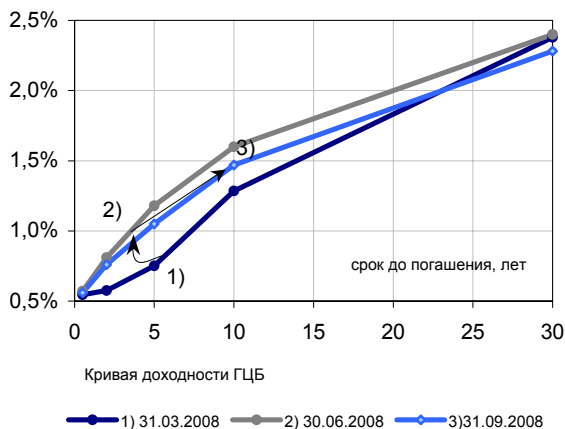
Ускорение инфляции привело к снижению реальных зарплат. Вместе с ростом безработицы, составившей в августе 2008 г. 4,2%, это способствовало ухудшению потребительских настроений, которые стали наиболее пессимистичными за последние 26 лет. Пессимизм потребителей уже начал проявляться в уменьшении реальных потребительских расходов, что усиливает угрозу рецессии.

Перспективы роста чистого экспорта – основного компонента прироста ВВП в течение последних полутора лет – далеки от радужных. Сальдо торгового баланса за август 2008 г. впервые за 28 лет стало дефицитным (дефицит составил 324 млрд иен) из-за ухудшения условий торговли, ускоренного роста импорта и снижения спроса на японские товары со стороны США и стран еврозоны. Однако стимулирующая политика основного торгового партнера Японии – Китая, возможно, позволит поддержать

Отсутствие роста реального чистого экспорта вызвано ухудшающимися условиями торговли и снижением спроса со стороны США и еврозоны



На фоне ухудшения перспектив развития экономики и ожиданий неизменности ключевой ставки доходность госбумаг Японии снижалась



объем чистого экспорта в III квартале 2008 года.

Пытаясь остановить замедление роста экономики, в августе 2008 г. японское правительство приняло решение о создании фонда экономического стимулирования объемом 11,7 трлн иен (что равно 2,3% ВВП), средства которого будут направлены на гарантии по кредитам, поддержку малого бизнеса и другие цели.

Вместо осуществленного в США, ЕС, Соединенном Королевстве и других странах снижения *ключевых ставок* Банк Японии проводит комплекс собственных мер для выхода из кризиса. Он начал выплачивать проценты по вкладам до востребования, снизил процентную ставку по ломбардным кредитам¹, начал принимать в качестве обеспечения по кредитам ценные бумаги, номинированные в иностранных валютах. В текущих экономических условиях большинство участников рынка² ожидает, что *ключевая ставка* Банка Японии останется неизменной на уровне 0,5% по крайней мере до III квартала 2009 года³.

В течение II квартала 2008 г. ставки по государственным облигациям Японии росли, но в июне они стали снижаться под воздействием процесса «бегства в качество» на мировых финансовых рынках. Он проявился в увеличении спроса на госбумаги со стороны японских банков, обеспокоенных пессимистичными сценариями развития как японской экономики, так и экономик основных торговых партнеров Японии.

¹ Кредиты, выдаваемые под залог ценных бумаг из установленного центральным банком Ломбардного списка – наиболее ликвидных долговых ценных бумаг.

² По данным консенсус-прогноза информационного агентства Bloomberg на сентябрь 2008 года.

³ Во время подготовки настоящего обзора к печати Банк Японии снизил ключевую ставку до 0,3%.

6. Рынок золота

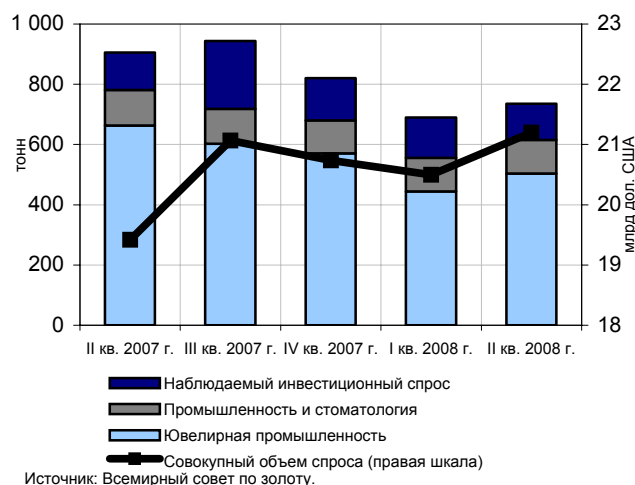
Во II–III кварталах 2008 г. сохранялась тенденция к уменьшению цены золота, в III квартале сопровождавшаяся также снижением цен на других товарных рынках



Рост цен за последний год сопровождался увеличением их волатильности...



...что наряду с ухудшающейся экономической ситуацией отрицательно сказалось на спросе со стороны ювелирной промышленности...



Источник: Всемирный совет по золоту.

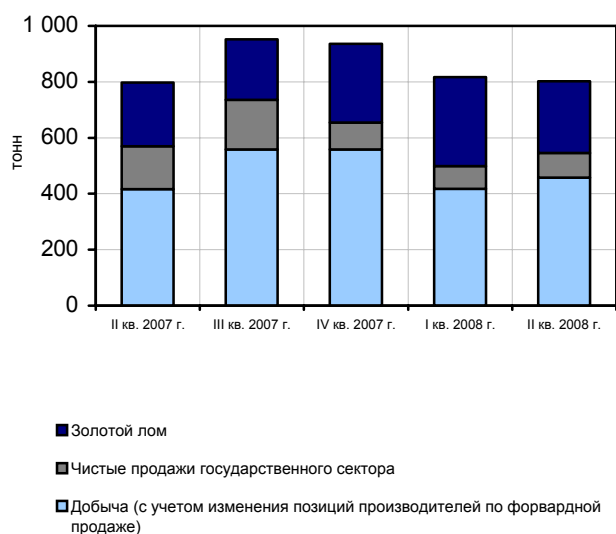
Во II–III кварталах 2008 г. уровень цен на золото оставался высоким: средняя цена золота за указанный период составила 884 дол. США за унцию, что на 31% выше, чем в аналогичный период 2007 г. В то же время по сравнению с I кварталом 2008 г., когда было достигнуто максимальное значение данного показателя (1011 дол. США за унцию), уровень цен снизился (средняя цена золота в I квартале 2008 г. составила 925 дол. США за унцию – на 6% больше, чем в III квартале этого года).

Наметившаяся во II квартале 2008 г. тенденция к уменьшению цен на золото в начале III квартала усилилась, началось снижение цен и на других товарных рынках. 15 августа был достигнут минимум цены золота в текущем году – 787,7 дол. США за унцию, после чего цены несколько повысились под влиянием негативных новостей об экономической ситуации в США. По состоянию на 30 сентября 2008 г. цена золота составила 870,95 дол. США за унцию, что примерно соответствует уровню января 2008 года.

Высокий уровень цен и их возросшая волатильность, а также ухудшение состояния мировой экономики продолжают оказывать негативное влияние на объем спроса. Во II квартале 2008 г. спрос в весовом выражении снизился по отношению к тому же периоду прошлого года на 19%. Наиболее существенное снижение спроса за этот период – на 24% в весовом выражении – наблюдалось в ювелирном сегменте рынка. Спрос со стороны промышленности снизился на 5%. Наиболее устойчивой составляющей спроса был наблюдаемый инвестиционный спрос, но и он, во многом под влиянием роста волатильности цен на золото и неопределенности относительно их дальнейшей динамики, снизился на 4% в весовом выражении. Тем не менее благодаря высоким ценам во II квартале 2008 г. спрос в стоимостном выражении вырос на 9% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, установив новый рекорд.

Если ранее высокие цены оказывали стимулирующее воздействие на предложение золота, то теперь его рост замедлился: за II квартал 2008 г. предложение в весовом выражении выросло на 1% к уровню предыдущего года (в I квартале аналогичный

...в то же время предложение оставалось достаточно стабильным



Источник: Всемирный совет по золоту.

показатель составил 5,7%). Положительный прирост был достигнут главным образом за счет увеличения на 13% предложения золотого лома, которое компенсировало уменьшение на 4% золотодобычи, а также небольшие объемы продаж золота центральными банками, сократившиеся по сравнению со II кварталом 2007 г. на 43% (см. вставку).

Дальнейшая динамика показателей на рынке золота будет определяться в первую очередь поступающими экономическими новостями: с одной стороны, развивающийся на мировых финансовых рынках кризис увеличивает привлекательность золота как эффективного диверсифицирующего актива для инвесторов, с другой стороны, снижение доходов населения и производящих компаний ослабляет неинвестиционную составляющую спроса.

Вашингтонское соглашение о золоте

Вашингтонское соглашение о золоте – соглашение центральных банков об ограничении ими совокупных продаж золота (далее – Соглашение) – было заключено 27 сентября 1999 г. на 5 лет 15 центральными банками Европы: центральными банками 11 стран – членов еврозоны, ЕЦБ и центральными банками Швеции, Швейцарии и Соединенного Королевства.

Мотивом заключения Соглашения стали опасения, что нескоординированные продажи золота центральными банками (в собственности которых находится около четверти общемирового запаса золота) дестабилизируют рынок золота и могут вызвать резкое падение его цены. Соглашение установило максимальную величину продажи золота в течение 5 лет центральными банками – участниками Соглашения на уровне 2 тыс. тонн. Все участники Соглашения также взяли на себя обязательство не увеличивать объемы связанных с золотом кредитов и производных финансовых инструментов.

Банки, подписавшие Соглашение, владели примерно 45% международных резервов в золоте. Некоторые другие владельцы значительных резервов в золоте, включая центральные банки США, Японии, Австралии, а также МВФ и Банк международных расчетов, неформально поддержали Соглашение или объявили о том, что не будут продавать золото. Таким образом, доля международных резервов в золоте стран, связанных Соглашением или сходными обязательствами, составила порядка 85% общих мировых резервов в золоте.

В 2004 г. было заключено новое Соглашение сроком до 27 сентября 2009 года. Соединенное Королевство не подписало его (объявив, что в ближайшие 5 лет не планирует продаж золота), но в число участников вошли Кипр, Мальта, Греция и Словения – новые страны еврозоны. Соглашение ограничивает максимальные совокупные продажи золота 2,5 тыс. тонн (не более 500 тонн ежегодно) и подтверждает обязательство не увеличивать объемы кредитов в золоте и производных финансовых инструментов – «золотых» опционов и фьючерсов.