

## Рынок ценных бумаг

УДК 336.711

# ЭФФЕКТИВНОСТЬ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ОПЕРАЦИЙ БАНКА РОССИИ НА ЗАРУБЕЖНЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

**П. Ю. МАЛЫШЕВ,**  
аспирант кафедры  
финансовых рынков  
и финансового инжиниринга  
E-mail: [malyshev@msd.cbr.ru](mailto:malyshev@msd.cbr.ru)  
Финансовый университет  
при Правительстве  
Российской Федерации

*В статье отмечается, что в связи с возобновившимся после финансового кризиса ростом валютных резервов Банка России становится актуальной проблема повышения эффективности его инвестиционных операций на зарубежных рынках. Рассмотрена существующая система управления валютными резервами в Российской Федерации, рассчитаны уровни достаточности и целевой доходности валютных резервов. Даны предложения по оптимизации системы управления российскими суверенными фондами.*

**Ключевые слова:** Банк России, валютные резервы, Резервный фонд, Фонд национального благосостояния, управление, доходность, стерилизация, кредитование ценными бумагами, трехстороннее РЕПО, деривативы.

### Структура и динамика валютных резервов в Российской Федерации

Оживление деловой активности, приток иностранных инвестиций и рост цен на сырьевые товары стали факторами, определившими высокие темпы экономического роста в Российской Федерации в начале XXI в. Это привело, помимо прочего, к динамичному росту валютных резервов<sup>1</sup>, который

<sup>1</sup> В целях данного исследования под валютными резервами (*foreign exchange reserves*) понимаются средства центрального банка в иностранной валюте, размещенные на корреспондентских счетах и депозитах в банках-нерезидентах, а также инвес-

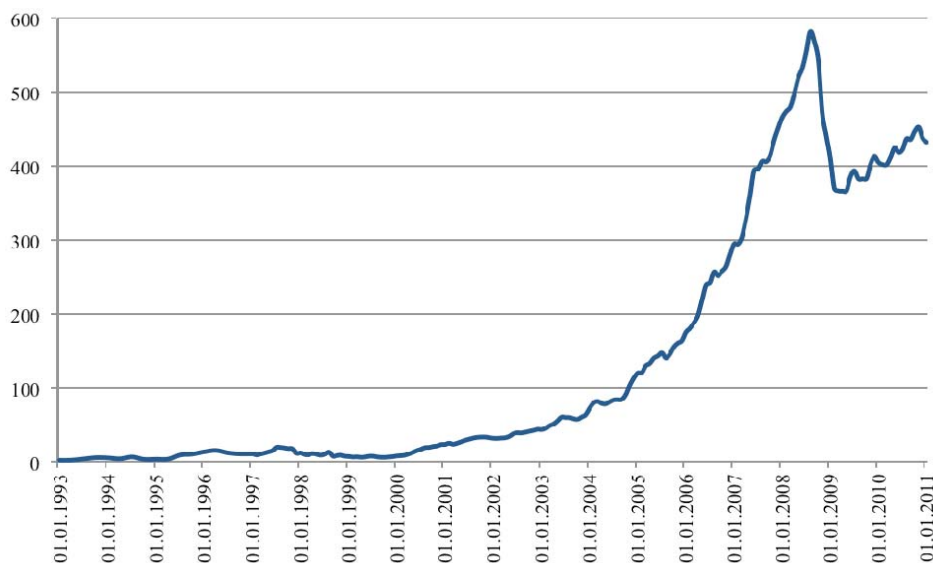
был обусловлен, прежде всего, положительным сальдо торгового баланса в связи с благоприятной конъюнктурой на мировом рынке энергетических ресурсов.

Валютные резервы в Российской Федерации достигли исторического максимума (582,3 млрд долл.) в августе 2008 г., после чего в течение пяти месяцев в условиях оттока иностранного капитала с российского финансового рынка Банк России реализовал на внутреннем валютном рынке 177,5 млрд долл. и 23,5 млрд евро в целях поддержания курса рубля в установленных границах<sup>2</sup>. Кроме того, отрицательная переоценка валютных резервов, связанная с ростом курса доллара США по отношению к другим резервным валютам в июле 2008 – июне 2009 г., составила 39,9 млрд долл.<sup>3</sup> В настоящее время рост валютных резервов возобновился, однако его темпы ниже, чем в предкризисный период (рис. 1).

тированные в ценные бумаги иностранных эмитентов, в том числе в форме операций РЕПО. Указанный подход соответствует общепринятой методологии МВФ. Следует отметить, что Банк России также включает в категорию «валютные резервы» средства в СДР и резервную позицию в МВФ.

<sup>2</sup> Данные по интервенциям Банка России на внутреннем валютном рынке / Банк России. URL: <http://www.cbr.ru>.

<sup>3</sup> Обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами / Банк России. М., 2010. Вып. 1. С. 7.



Источник: Международные резервы Российской Федерации / Банк России. URL: <http://www.cbr.ru/>.

Рис. 1. Валютные резервы Банка России в 1993–2010 гг., млрд долл.

По состоянию на 01.01.2011 объем валютных резервов Банка России составил 479,4 млрд долл. (в том числе 93,5 млрд долл. — средства Резервного фонда и Фонда национального благосостояния, размещенные на счетах в Банке России). В настоящее время Российская Федерация занимает третье место в мире по данному показателю.

Банк России во взаимодействии с Правительством Российской Федерации прогнозирует ключевые показатели российской экономики на трехлетнюю перспективу по трем сценариям в зависимости от основных параметров прогноза социально-экономического развития России и внешнеэкономической конъюнктуры. В рамках двух сценариев (в том числе базирующегося на макроэкономических показателях, использованных при формировании федерального бюджета) в прогнозный период ожидается увеличение валютных резервов Банка России и только в рамках одного — снижение (в среднем на 5–6% в год [2, с. 23]). Следует отметить, что даже в случае реализации пессимистического сценария объем валютных резервов Банка России по-прежнему будет существенно превышать уровень достаточности, рассчитываемый в соответствии с критерием МВФ и правилом Гвидотти.

Таким образом, в среднесрочной перспективе повышение эффективности управления валютными резервами остается одной из актуальных проблем деятельности Банка России на финансовых рынках. Следует отметить, что в настоящее время

понятие «эффективное управление» приобретает принципиально иной смысл: наряду с обеспечением сохранности и поддержанием ликвидности валютных резервов Банк России имеет возможность проводить деятельность, направленную на повышение доходности операций, фактически выступая в роли глобального портфельного инвестора. В этой связи, по мнению автора, управление валютными резервами Банка России на современном этапе целесообразно рассматривать как инвестиционные операции.

Большинство основных тенденций развития инвестиционной деятельности центральных банков, наблюдаемых в мире [10], находит отражение в российской практике, однако следует отметить ряд важных особенностей управления валютными резервами в России.

Банк России осуществляет управление валютными резервами на основании п. 7 ст. 4 Федерального закона от 10.07.2002 № 86-ФЗ (ред. от 03.11.2010) «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)». Данная деятельность осуществляется в соответствии с документом «Основные принципы управления валютными резервами Банка России», который утверждается советом директоров, а также в соответствии с нормами и процедурами, установленными другими документами Банка России, договорами, заключенными с контрагентами, а также применимым законодательством и действующей банковской практикой.

Как и большинство центральных банков, Банк России предъявляет жесткие требования к надежности и ликвидности инструментов при формировании валютных резервов, что предполагает низкую степень их диверсификации. В настоящее время в состав валютных резервов включены остатки на корреспондентских счетах, депозиты, сделки РЕПО, а также государственные и агентские ценные бумаги иностранных эмитентов (США, Франции, Германии, Великобритании, Японии, Бельгии, Нидерландов, Испании и др.). В настоящее время минимально допустимый рейтинг

долгосрочной кредитоспособности контрагентов Банка России по операциям с валютными резервами установлен на уровне А по классификации рейтинговых агентств Fitch Ratings и Standard & Poor's (либо А2 по классификации рейтингового агентства Moody's). Минимальный рейтинг выпусков долговых ценных бумаг (или эмитентов долговых ценных бумаг) установлен на уровне АА – по классификации рейтинговых агентств Fitch Ratings и Standard & Poor's (либо Аa3 по классификации рейтингового агентства Moody's)<sup>4</sup>. Данное ограничение является определяющим при выборе инструментов, используемых для инвестирования.

В состав валютных резервов Банка России входят активы, номинированные в четырех резервных валютах: долларах США (47,2%), евро (41,2%), английских фунтах стерлингов (10,1%) и японских йенах (1,5%)<sup>5</sup>. Кроме того, в 2010 г. Банк России сформировал портфель ценных бумаг, номинированных в канадских долларах, а в 2011 г. планирует приступить к совершению операций с активами в австралийских долларах<sup>6</sup>.

### Суверенные фонды Российской Федерации

Стабилизационный фонд Российской Федерации, созданный в 2004 г. в целях обеспечения сбалансированности федерального бюджета при снижении цены на нефть ниже запланированного уровня, был расформирован 01.02.2008. Его средства (156,8 млрд долл.) были разделены на Резервный фонд (80%) и Фонд национального благосостояния (20%). Одновременно изменились источники и порядок формирования государственных резервов.

Средства Резервного фонда предназначены для финансирования дефицита федерального бюджета в случае падения мировых цен на нефть ниже запланированного уровня (что аналогично целям использования денежных ресурсов расформированного Стабилизационного фонда). Средства Фонда национального благосостояния предназначены для софинансирования добровольных пенсионных накоплений граждан и покрытия дефицита бюджета Пенсионного фонда Российской Федерации [4].

Управление средствами указанных фондов осуществляет Министерство финансов РФ. Действую-

щее законодательство предусматривает два способа управления: приобретение иностранной валюты и ее размещение на счетах в Банке России либо непосредственное инвестирование в финансовые активы, номинированные в иностранной валюте (для Фонда национального благосостояния – также в рублях).

В настоящее время Министерство финансов РФ управляет средствами Резервного фонда и Фонда национального благосостояния в соответствии с первым способом, т. е. путем размещения средств на валютных счетах в Банке России. При этом Банк России уплачивает на остатки на указанных счетах проценты, эквивалентные доходности индексов, сформированных из финансовых активов, в которые могут размещаться средства указанных фондов. Начиная с октября 2008 г. часть средств Фонда национального благосостояния размещается также на депозитах в рублях и долларах США во Внешэкономбанке. По состоянию на 01.01.2011 доля средств фонда, размещенных указанным способом, составляет 23,3%<sup>7</sup>.

За три года, прошедшие с момента формирования Резервного фонда и Фонда национального благосостояния, соотношение их активов изменилось в пользу последнего: в настоящее время они составляют 78% от совокупного объема средств российских суверенных фондов (рис. 2). Главной причиной изменений послужило использование средств Резервного фонда для финансирования нефтегазового трансферта в условиях падения мировых цен на нефть в 2008–2009 гг. Федеральный бюджет на 2011 г. и плановый период 2012–2013 гг. предусматривает дальнейшее использование средств Резервного фонда в размере 9,4 млрд долл. в 2011 г. (при этом совокупный объем использования средств Фонда национального благосостояния в целях финансирования дефицита федерального бюджета в 2011–2013 гг. не превысит 0,75 млрд долл.)<sup>8</sup>. Таким образом, к началу 2012 г. объем активов Резервного фонда составит около 16 млрд долл.

### Определение оптимальной величины и уровня целевой доходности валютных резервов

Как и в других странах с формирующимися рынками, валютные резервы Банка России в пол-

<sup>4</sup> Обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами. Вып. 4. М., 2010. С. 9.

<sup>5</sup> По состоянию на 01.07.2010. См. Обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами. Вып. 1. М., 2011. С. 8.

<sup>6</sup> Российская газета № 5377 от 11.01.2011.

<sup>7</sup> Сведения о размещении средств Фонда национального благосостояния на депозитах в государственной корпорации «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)» / Министерство финансов РФ. URL: <http://www.minfin.ru/>.

<sup>8</sup> См. Федеральный закон от 13.12.2010 № 357-ФЗ «О федеральном бюджете на 2011 г. и на плановый период 2012 и 2013 гг.» (приложения 42–43).

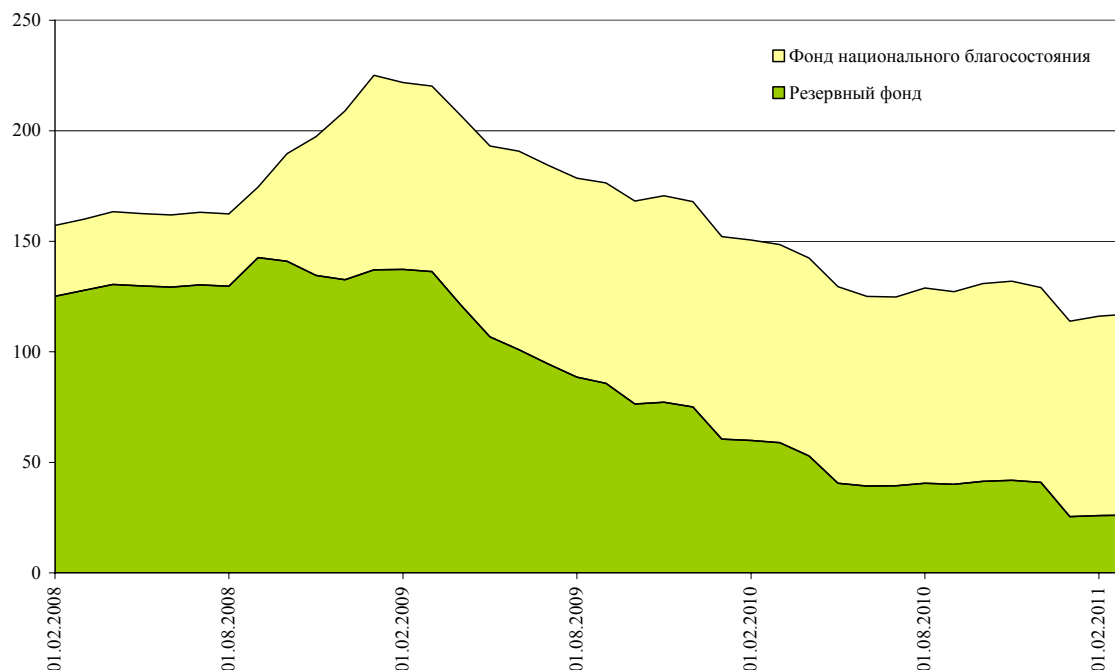


Рис. 2. Активы суверенных фондов Российской Федерации, млрд долл.

Источник: Совокупный объем средств Резервного фонда. Совокупный объем средств Фонда национального благосостояния / Министерство финансов РФ. URL: <http://www.minfin.ru/>.

ном объеме выполняют обе функции: гарантию внешнеэкономических обязательств государства и обеспечение стабильности курса национальной валюты. Определим оптимальную величину валютных резервов Банка России, необходимых для выполнения указанных функций, по состоянию на 01.01.2011.

В соответствии с оценкой платежного баланса Российской Федерации за 2010 г., объем импорта товаров составил 248,8 млрд долл., услуг – 71,4 млрд долл.<sup>9</sup> Таким образом, необходимый уровень валютных резервов в соответствии со стандартным критерием МВФ составляет 80,1 млрд долл. Следовательно, валютные резервы Банка России соответствуют объему 16-месячного импорта (что более чем в 5 раз превосходит стандартный критерий МВФ).

В соответствии с оценкой внешнего долга Российской Федерации, совокупный объем краткосрочных обязательств перед нерезидентами составляет 63,4 млрд долл., в том числе органов государственного управления и денежно-кредитного регулирования – 4,3 млрд долл.<sup>10</sup> Таким образом, необходимый уровень валютных резервов в соответствии с правилом Гвидотти составляет

63,4 млрд долл. Валютные резервы Банка России почти в 7 раз превосходят указанное требование достаточности.

Достаточная величина валютных резервов в соответствии с критерием Редди представляет собой сумму рассчитанных ранее показателей и составляет 143,5 млрд долл.

По оценке Банка России, в 2011–2013 гг. основными факторами изменения курса рубля будут баланс внешнеторговых операций и динамика трансграничных потоков капитала при растущей роли последних [2, с. 25]. Банк России планирует проведение целевых валютных интервенций<sup>11</sup>, направленных на предотвращение ослабления курса рубля, лишь в случае реализации пессимистического сценария при падении цены на нефть до 60 долл. /баррель (в случае реализации более благоприятных сценариев Банк России планирует проведение целевых интервенций, направленных на предотвращение его укрепления). В этом случае объем нетто-продажи иностранной валюты составит 8,3 млрд долл. в 2011 г., 24,1 млрд долл. в 2012 г. и 46,0 млрд долл. в 2013 г. Достаточная величина

<sup>9</sup> Оценка платежного баланса Российской Федерации за 2010 г. / Банк России. URL: <http://www.cbr.ru/>.

<sup>10</sup> Внешний долг Российской Федерации по срокам погашения и финансовым инструментам / Банк России. URL: <http://www.cbr.ru/>.

<sup>11</sup> Целевые валютные интервенции Банка России направлены на нейтрализацию устойчивых ожиданий участников рынка относительно изменений обменного курса рубля, формирующихся под влиянием конъюнктуры мирового рынка энергоносителей. В краткосрочном периоде Банк России также проводит валютные интервенции в целях ограничения волатильности курса рубля.

валютных резервов Банка России в целях обеспечения стабильности курса национальной валюты на трехлетний прогнозный период составит 78,4 млрд долл.

Приведенный расчет показывает, что с учетом наиболее высоких требований к достаточности валютных резервов Банка России (в целях гарантии внешнеэкономических обязательств государства и обеспечения стабильности курса национальной валюты) их достаточный объем по состоянию на 01.01.2011 составляет 221,9 млрд долл.

С учетом рассчитанных параметров представим детализированную структуру валютных резервов Банка России в зависимости от источников формирования и функционального назначения по состоянию на 01.01.2011 (табл. 1).

Таким образом, в настоящее время доля собственных валютных резервов Банка России, не имеющая под собой объективно обусловленных обязательств, составляет 27 %.

Гипотеза о существенном превышении валютными резервами Банка России уровня достаточности была подтверждена на практике в условиях мирового финансового кризиса 2008–2009 гг. В связи с низкой (менее 10 %) долей задолженности органов государственного управления и денежно-кредитного регулирования в структуре внешнего долга России исполнение указанных обязательств не потребовало привлечения валютных резервов Банка России. В то же время, несмотря на существенный объем валютных интервенций, кризис показал, что Банк России располагал валютными резервами в объеме, достаточном для поддержания установленной верхней границы стоимости бивалютной корзины.

Таблица 1

Детализированная структура валютных резервов  
Банка России

Показатель	Величина (сумма), млрд долл.
Средства Резервного фонда	25,4
Средства Фонда национального благосостояния	68,1
Валютные резервы в части, соответствующей уровню достаточности	221,9
В том числе:	143,5
– в целях гарантии внешнеэкономических обязательств	78,4
– в целях обеспечения стабильности курса рубля	
Валютные резервы в части, превышающей уровень достаточности	117,5
<b>Итого...</b>	<b>432,9</b>

Следует также отметить, что в соответствии с Основными направлениями единой государственной денежно-кредитной политики на 2011 г. и плановый период 2012 и 2013 гг. курсовая политика Банка России по-прежнему будет направлена на удержание волатильности рубля в приемлемых границах. При этом в среднесрочной перспективе Банк России планирует постепенное сокращение прямого вмешательства в процесс курсообразования и подготовки участников рынка к работе в условиях плавающего валютного курса. Рассматриваемый документ не устанавливает конкретных параметров ограничений по объему валютных интервенций и сроков их введения, однако позволяет сделать вывод о том, что в среднесрочной перспективе необходимый объем валютных резервов Банка России в целях обеспечения стабильности курса рубля будет постепенно сокращаться.

В целях определения оптимальной целевой доходности по операциям с валютными резервами в части, превышающей рассчитанный уровень достаточности, необходимо провести анализ стоимости их формирования – издержек стерилизации<sup>12</sup>.

В качестве инструментов стерилизации Банк России использует депозитные операции и облигации Банка России (ОБР). По мере ослабления кризисных событий на мировом финансовом рынке и возобновления роста валютных резервов Банк России увеличивал объемы стерилизации, которые к середине 2010 г. достигали 60 млрд долл. В тот же период наблюдался существенный рост роли ОБР как инструмента стерилизации (рис. 3). В 2011–2013 гг. в целях выполнения во взаимодействии с Правительством Российской Федерации комплекса задач по снижению уровня инфляции в условиях наращивания валютных резервов и денежной массы за счет интервенций на внутреннем валютном рынке Банк России, вероятно, продолжит использование указанных инструментов стерилизации.

Анализ стоимости привлечения Банком России денежных средств в рублях в целях стерилизации (при привлечении денежных средств кредитных организаций на депозиты и размещении ОБР)<sup>13</sup>

<sup>12</sup> Под стерилизацией понимается комплекс мер, направленных на ограничение роста денежной массы, вызванного активной покупкой центральным банком иностранной валюты на внутреннем рынке. В целях стерилизации центральный банк, как правило, осуществляет продажу собственных и/или государственных ценных бумаг на внутреннем рынке, а также привлекает средства коммерческих банков на депозиты.

<sup>13</sup> Ставки привлечения средств по депозитным операциям. База данных по рынку ОБР / Банк России. URL: <http://www.cbr.ru/>.

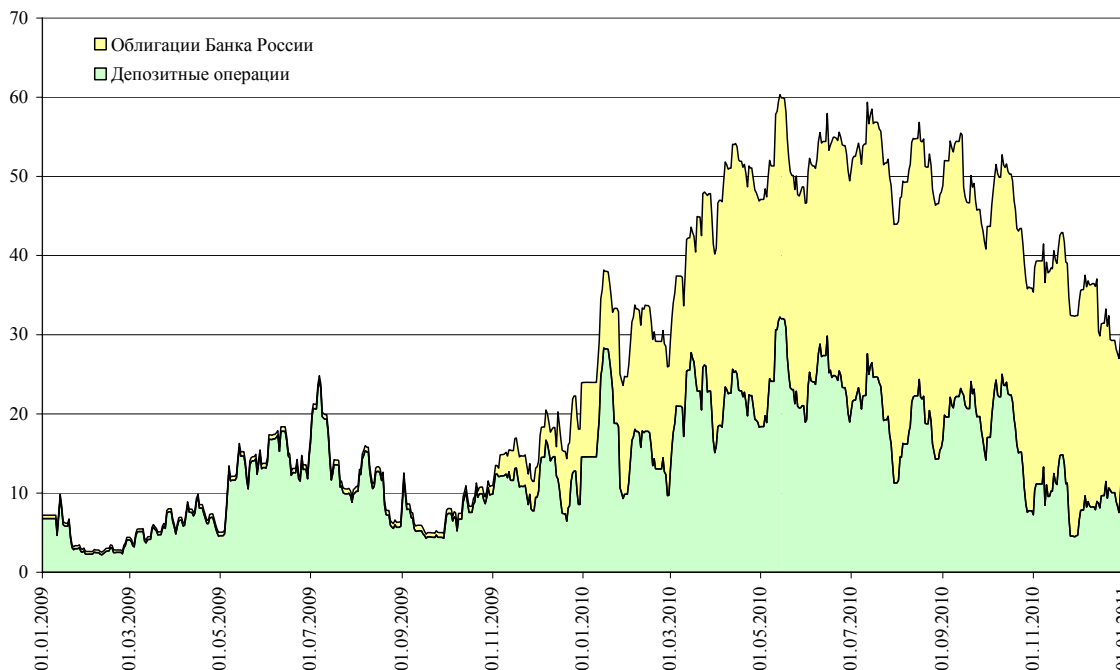


Рис. 3. Объем стерилизованной денежной массы в 2009–2010 гг., млрд долл.

Источник: Данные об остатках денежных средств кредитных организаций на депозитных счетах в Банке России. База данных по рынку ОБР / Банк России. URL: <http://www.cbr.ru>.

показывает, что по мере стабилизации финансовых рынков указанная величина постепенно сокращалась и начиная со II квартала 2010 г. находится на уровне 3–4 % годовых. На основе статистических данных Банка России можно оценить издержки стерилизации в абсолютных величинах: по расчетам автора, в 2009 г. они составили 620 млн долл., а в 2010 г. – 1,56 млрд долл. Таким образом, целевой уровень доходности по операциям с валютными резервами в части, превышающей уровень их достаточности, должен быть установлен на таком уровне, чтобы финансовый результат от управления компенсировал указанные издержки стерилизации. Как следует из приведенных расчетов, в 2010 г. средний целевой уровень доходности в реальном выражении должен был составить 1,3–1,4 % годовых. Указанная цифра практически соответствует текущей средневзвешенной нормативной доходности валютных активов Банка России<sup>14</sup>, в связи с чем можно сделать вывод о том, что управление валютными резервами Банка России позволяет компенсировать издержки стерилизации.

### Развитие новых операций с ценными бумагами

Совершенствование механизмов управления портфелем валютных резервов, направленное

на повышение их доходности при поддержании рисков на приемлемом уровне, требует внедрения новых операций с ценными бумагами. В настоящее время ряд зарубежных центральных банков использует такие операции, как кредитование ценными бумагами (securities lending), а также программы трехстороннего РЕПО (tri-party REPO). Развитие данных инструментов может быть эффективным и для Банка России.

По состоянию на 01.07.2010 89 % валютных активов Банка России (около 380 млрд долл.) инвестировано в высоколиквидные государственные ценные бумаги США, Германии, Великобритании, Франции и некоторых других развитых стран. Указанные ценные бумаги приносят Банку России доход в виде прироста курсовой стоимости и купонных выплат, получаемых от эмитентов. При этом, являясь держателем крупных портфелей высоколиквидных государственных ценных бумаг с разнообразными параметрами, Банк России может сталкиваться с ситуациями, когда на отдельные выпуски ценных бумаг из его портфеля на рынке существует повышенный спрос. Таким образом, указанные ценные бумаги могут также быть источником дополнительного дохода за счет их предоставления в кредит.

Расчет потенциального годового дохода от операций по предоставлению в кредит указанных

<sup>14</sup> Обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами. Вып. 1. М., 2011. С. 10.

Таблица 2

## Расчет потенциального дохода Банка России по операциям кредитования ценными бумагами

Государство	Портфель Банка России, млрд долл.	Средняя доля использования, %	Средняя доходность, б. п.	Потенциальный годовой доход Банка России, млн долл.
США	179,4	38,7	3,75	26,1
Франция	65,2	29,9	9,22	18,0
Германия	80,5	40,0	11,35	36,5
Великобритания	34,5	48,3	8,38	14,0
<b>Итого...</b>	—	—	—	94,5

Источник: авторская разработка на основании Обзора деятельности Банка России по управлению валютными активами. Вып. 1. М., 2011. С. 7–10 и Securities lending review: the future of borrowing demand (Q4 2010). Data Explorers Limited. London, 2011. P. 22–46.

ценных бумаг Банка России с учетом средней доли использования ценных бумаг и доходности по состоянию на конец 2010 г. представлен в табл. 2.

Как следует из приведенного расчета, при использовании портфелей государственных ценных бумаг США, Франции, Германии и Великобритании для предоставления в кредит (с учетом текущих уровней использования указанных ценных бумаг) дополнительный годовой доход Банка России составит около 95 млн долл.

В настоящее время Банк России осуществляет кредитование ценными бумагами путем заключения взаимосвязанных сделок РЕПО<sup>15</sup>. Это не создает дополнительных финансовых рисков для Банка России, однако следует отметить, что автоматические и агентские программы, как правило, позволяют получать более высокий доход от операций за счет привлечения более широкого круга потенциальных контрагентов-заемщиков. Автоматические программы кредитования ценными бумагами, предлагаемые международными центральными депозитариями Euroclear и Clearstream, являются потенциально менее рискованными по сравнению с агентскими программами, предлагаемыми другими глобальными банками-кастодианами, однако их средняя доходность, как правило, также находится на более низком уровне. В целом же операции по кредитованию ценными бумагами считаются достаточно надежными благодаря их структуре, позволяющей управлять кредитным и рыночными рисками, и широко используются центральными банками в качестве дополнительного инструмента управления валютными резервами.

Трехстороннее РЕПО (tri-party REPO) – это порядок организации операций РЕПО, при котором ценные бумаги и денежные средства поставляются контрагентами третьей стороне – кастодиальному банку, клиринговой палате или депозитарию. Тре-

тья сторона контролирует величину обеспечения, проводит расчет и востребование дополнительных перечислений (margin call), выступая в качестве гаранта надлежащего исполнения сделок РЕПО.

На российском фондовом рынке операции трехстороннего РЕПО в настоящее время не практикуются, в то время как на европейских рынках их доля в общей стоимости заключаемых сделок РЕПО составляет около 10%, при этом в качестве посредников, как и по операциям кредитования ценными бумагами, выступают Euroclear и Clearstream.

Как правило, ставка по сделкам в рамках программы трехстороннего РЕПО превышает аналогичную ставку по «классическим» сделкам РЕПО, заключаемым на двусторонней основе, в среднем на 1–3 базисных пункта. С учетом того, что доля валютных резервов Банка России, инвестированных на рынке РЕПО, по состоянию на 01.07.2010 составила лишь 1,1% (4,8 млрд долл.), в настоящее время непосредственный объем экономии за счет внедрения указанных операций невелик (приблизительно 0,5–1,5 млн долл. в год при условии совершения всех операций РЕПО на трехсторонней основе). В случае роста объема средств, инвестируемых Банком России в форме сделок РЕПО, потенциальная экономия в целом останется незначительной, однако основным преимуществом внедрения программ трехстороннего РЕПО, по мнению автора, является сокращение операционных рисков, связанных с проведением расчетов и управлением обеспечением по операциям на внешнем рынке.

Внедрение Банком России в процессе инвестиционной деятельности таких операций, как кредитование ценными бумагами и трехстороннее РЕПО, позволит сократить транзакционные издержки и получить дополнительный доход за счет использования ценных бумаг, находящихся в портфеле (тем самым частично компенсировав

<sup>15</sup> Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. Вып. 2. М., 2008. С. 35.

упущенную выгоду, возникающую за счет применения пассивной стратегии управления портфелем валютных резервов).

### Возможности применения деривативов в целях хеджирования рисков Банка России

При управлении валютными резервами центральный банк сталкивается с тремя видами рыночного риска: кредитным, валютным и процентным. Указанные риски могут быть уменьшены путем диверсификации либо за счет повышения инвестиционного качества портфеля, что приведет к сокращению доходности от инвестиционных операций. Применение деривативов позволит организовать более гибкое управление рисками.

Процентный риск характерен для портфеля средне- и долгосрочных облигаций иностранных государств, принадлежащих Банку России, стоимость которых в значительной мере зависит от изменения рыночных процентных ставок. Банк России имеет возможность воздействовать на дюрацию портфеля валютных резервов путем установления ограничений на текущий срок до погашения ценных бумаг. Однако данная мера приводит к потере потенциальной прибыли от включения в портфель долгосрочных (в большей степени подверженных процентному риску) облигаций, которые в данный момент недооценены рынком и имеют большой потенциал роста стоимости относительно рыночной кривой ставок доходности, чем инструменты, разрешенные для инвестирования. Потенциальный инвестиционный доход может быть реализован без увеличения процентного риска при помощи операций с процентными фьючерсами.

Фьючерсные контракты на процентные ставки оптимально использовать в том случае, если центральный банк держит в портфеле некоторое количество облигаций с однородными характеристиками и использует частичное хеджирование, не имея при этом твердых обязательств по реализации данных бумаг в краткосрочной перспективе. Учитывая величину портфеля Банка России при ограниченном наборе разрешенных инструментов, логично предположить, что процентные фьючерсы могут быть эффективны при управлении валютными резервами.

В связи с наблюдаемой в последние годы тенденцией к снижению курса доллара США по отношению к другим резервным валютам вопрос о хеджировании валютных рисков также является актуальным для Банка России. На рынке деривативов

для Банка России могут представлять интерес следующие разновидности валютных производных:

– *валютный форвард* – контракт, предусматривающий обмен двух валют в определенную дату в будущем по курсу, установленному на дату контракта;

– *валютный своп* – контракт, предусматривающий фактический обмен сумм в двух валютах по текущему курсу и обратный обмен сумм в тех же двух валютах на другую дату в будущем по курсу, установленному в момент заключения контракта;

– *валютный опцион* – опционный контракт, предоставляющий право совершить конверсионную сделку на валютном рынке по установленному обменному курсу в течение определенного периода;

– *валютный свопцион* – опцион, предоставляющий право на заключение контракта «валютный своп» на установленных условиях.

Главным аргументом в пользу использования Банком России валютных деривативов является их универсальность (так, если процентные фьючерсы, рассмотренные ранее, актуальны лишь для портфеля средне- и долгосрочных облигаций, то перечисленные валютные деривативы применимы также к депозитам и сделкам РЕПО).

С помощью деривативов возможно осуществлять и управление кредитным риском. В настоящее время для этих целей в мировой практике используется кредитный дефолтный своп CDS – внебиржевой двусторонний контракт, продавец которого принимает на себя обязательство выплатить покупателю определенную сумму в случае наступления определенного кредитного события, а покупатель выплачивает продавцу премию. Иными словами, с помощью CDS производится полное хеджирование, т. е. передача кредитного риска продавцу свопа за определенное вознаграждение, величина которого определяется, прежде всего, характером принимаемого риска и кредитным рейтингом организации, к которой он относится.

По мнению автора, использование Банком России CDS целесообразно для хеджирования следующих разновидностей кредитного риска, имеющих место при управлении валютными резервами:

– *риск дефолта со стороны эмитента ценных бумаг*. В настоящее время Банк России держит в портфеле высококлассные ценные бумаги, доходность которых сравнительно невысока. Данную ситуацию можно изменить, включив в резервы облигации с более низким рейтингом, одновременно приобретая CDS, полностью покрывающие



указанные выпуски. В этом случае возможно повышение доходности портфеля валютных резервов без увеличения кредитного риска;

– *риск дефолта со стороны банка-контрагента*. Валютные депозиты являются важной частью валютных резервов Банка России, при этом, в отличие от операций РЕПО, они не имеют под собой обеспечения, которое может быть беспрепятственно реализовано в случае невыполнения контрагентом своих обязательств. CDS позволяют осуществлять хеджирование кредитных рисков в отношении валютных депозитов.

Операции с деривативами часто рассматриваются как более рискованные, чем инвестиции в ценные бумаги, однако это не так. Хеджирование само по себе не приводит к увеличению рыночных рисков, создавая лишь угрозу потери дополнительной прибыли, которая может возникнуть в случае благоприятного изменения рыночной конъюнктуры (что не противоречит инвестиционной политике центрального банка как пассивного управляющего, поскольку он не ставит перед собой задачи превышения доходности нормативного портфеля). Рассмотренные примеры показывают, что, помимо хеджирования различных видов финансовых рисков, использование деривативов также позволит Банку России повысить доходность операций с валютными резервами при ограниченном уровне риска. Следует, однако, помнить, что совершение центральным банком операций с деривативами в спекулятивных целях недопустимо.

### **Роль Банка России в повышении эффективности управления суверенными фондами Российской Федерации**

Изменения, происходящие в системе управления суверенными фондами в последние годы, демонстрируют, что Россия в целом следует в русле мирового опыта и готова повышать доходность государственных резервов, выступая в роли инвестора на зарубежных финансовых рынках. В то же время сопоставление требований к финансовым активам, разрешенным для инвестирования средств Резервного фонда и Фонда национального благосостояния, показывает, что различия между ними в целом несущественны и наблюдаются лишь по небольшому набору параметров. В этой связи автор считает целесообразным высказать следующие предложения:

1) *в отношении Резервного фонда*: инвестиционные цели данного фонда, направленные,

прежде всего, на обеспечение сохранности и поддержание ликвидности средств, совпадают с приоритетными принципами управления валютными резервами центрального банка. Таким образом, в среднесрочной перспективе нецелесообразно изменение существующего порядка управления активами фонда (в том числе в связи с дальнейшим сокращением их объема);

2) *в отношении Фонда национального благосостояния*: инвестиционная стратегия данного фонда по-прежнему остается слишком консервативной для обеспечения целей его деятельности. В этой связи особенно актуален вопрос об изменении существующего порядка управления активами фонда и роли Банка России в новой системе.

В настоящее время широко обсуждается вопрос о возможности создания в России специальной государственной инвестиционной корпорации, под управление которой следует передать активы Фонда национального благосостояния (в качестве модели могут послужить инвестиционные корпорации Китая, Кореи, Сингапура или Норвегии). По мнению автора, указанная мера не позволит в должной мере повысить эффективности управления активами фонда по причине высоких транзакционных и альтернативных издержек. Однако Банк России, осуществляя операции на внешнем рынке в течение длительного периода времени, имеет опыт по управлению активами на зарубежных финансовых рынках, необходимую материально-технологическую базу и, что самое важное, развитую корреспондентскую сеть и деловую репутацию за рубежом. В этой связи автор считает целесообразным сохранение функций Банка России по управлению средствами Фонда национального благосостояния. При этом, однако, в целях достижения более высокой доходности от управления средствами фонда необходимо обеспечить обособленный учет его активов и операций за счет выделения указанных средств в отдельный портфель.

В пользу предлагаемого варианта существует дополнительный аргумент: инвестирование денежных средств на внешнем рынке – это источник большого количества нефинансовых рисков. В частности, даже в последние годы имели место случаи ареста государственного имущества за рубежом (в том числе денежных средств на банковских счетах) на основании заявлений кредиторов Российской Федерации. Инвестирование средств суверенных фондов от имени Банка России позволяет избежать

указанных рисков, так как центральный банк не отвечает по обязательствам государства (что не только зафиксировано в российском законодательстве, но и является признанной нормой международного права).

### Краткие выводы

Рост валютных резервов в Российской Федерации после кризиса продолжается, что приводит к усилению роли Банка России как инвестора на зарубежных финансовых рынках и ставит вопрос об эффективности сложившейся системы. В настоящее время объем валютных резервов Банка России в части, превышающей уровень достаточности, составляет 117,5 млрд долл. (27% от общего объема). Доходность, получаемая Банком России от инвестиционных операций, позволяет покрывать издержки стерилизации.

Многие центральные банки в настоящее время используют операции по кредитованию ценными бумагами и трехстороннее РЕПО при управлении валютными резервами. Данные операции могут быть эффективны и для Банка России, так как позволят сократить операционные риски и транзакционные издержки при поддержании приемлемого уровня риска, а также повысить финансовый результат от управления валютными резервами. Организация Банком России операций на рынке

деривативов позволит осуществлять эффективное хеджирование процентных и валютных рисков, свойственных портфелю валютных резервов.

В условиях реформирования системы управления государственными резервами Российской Федерации возникает вопрос о роли Банка России в новой структуре. Не исключено, что в будущем средства суверенных фондов, находящихся под управлением Банка России, будут переданы независимым управляющим, что, по мнению автора, является нецелесообразным. В то же время необходимо обеспечить инвестирование средств суверенных фондов отдельно от собственно валютных резервов Банка России (при помощи создания отдельных инвестиционных портфелей), а также их обособленный учет.

### Список литературы

1. Бюджетный кодекс Российской Федерации: Федеральный закон от 31.07.1998 № 145-ФЗ.
2. *Мальшев П. Ю.* Основные тенденции управления валютными резервами в зарубежной и российской практике // *Финансы и кредит.* 2010. № 14. С. 43–49.
3. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2011 г. и плановый период 2012 и 2013 гг. / Банк России. М., 2010.