



ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

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

ВЫПУСК 3

Москва
2007

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

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

ВЫПУСК 3

Москва
2007

При использовании материала ссылка на Центральный банк
Российской Федерации обязательна

© Центральный банк Российской Федерации, 2007
107 016, Москва, ул. Неглинная, 12
e-mail: reservesmanagement@mail.cbr.ru

ПРЕДИСЛОВИЕ

Вашему вниманию предлагается третий выпуск обзора деятельности Банка России по управлению *резервными валютными активами*. В настоящем выпуске приведены итоги управления указанными активами за 2006 год, а также анализ мировой финансово-экономической конъюнктуры в первом полугодии 2007 года. Временной интервал между окончанием отчетного периода и датой публикации данных об управлении валютными активами обусловлен тем, что преждевременное раскрытие информации об инвестиционных решениях, принятых Банком России, учитывая возможный объем связанных с ними операций с валютными активами, может оказать существенное влияние на поведение других участников мирового финансового рынка. В третьем разделе настоящего выпуска раскры-

вается система принятия решений в области управления резервными валютными активами Банка России.

Кроме того, в дополнение к данному выпуску предлагается подготовленное на основе материала банка Societe Generale приложение, посвященное практике использования зарубежными центральными банками производных финансовых инструментов.

В будущем будет продолжена практика публикации дополнительных материалов об отдельных финансовых инструментах и сегментах финансового рынка, а также о подходах к управлению резервными валютными активами, применяемых зарубежными центральными банками.

СОДЕРЖАНИЕ

1. Обзор конъюнктуры мировых финансовых рынков.....	7
1.1. Глобальные тенденции.....	7
1.2. Соединенные Штаты Америки.....	10
1.3. Экономический и валютный союз.....	13
1.4. Соединенное Королевство.....	16
1.5. Япония.....	18
1.6. Рынок золота.....	20
2. Управление резервными валютными активами Банка России в 2006 году.....	23
3. Система принятия решений в области управления резервными валютными активами Банка России.....	29
4. Глоссарий.....	35
Приложение. Использование производных финансовых инструментов центральными банками при управлении резервными активами (на основе материала Societe Generale).....	39
П.1. Производные финансовые инструменты (деривативы): определения.....	40
П.2. Использование производных финансовых инструментов (деривативов) центральными банками.....	41

1. ОБЗОР КОНЪЮНКТУРЫ МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

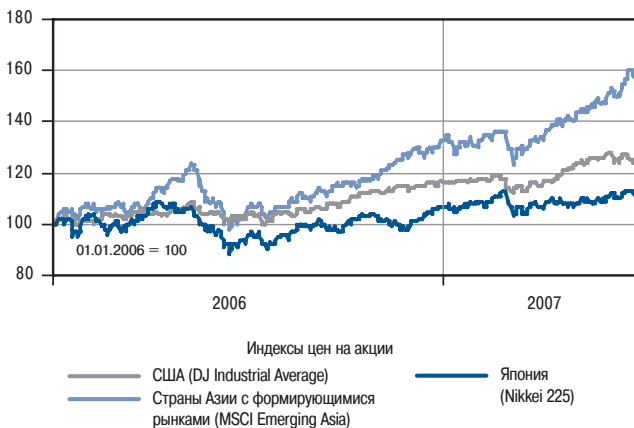
1.1. Глобальные тенденции

Мировая экономика по-прежнему на подъеме, инфляционное давление остается умеренным



* Источник: Международный валютный фонд

Несмотря на повышенную волатильность на финансовых рынках в феврале–марте 2007 года, уверенный рост фондовых индексов продолжается



В первом полугодии 2007 года в условиях сдерживающей денежно-кредитной политики был отмечен рост долгосрочных процентных ставок на ключевых рынках государственного долга



Мировая экономика продолжает уверенно расти. Негативное влияние наблюдавшегося в конце 2006 – начале 2007 г. замедления роста экономики США на другие страны было ограниченным, а во II квартале 2007 г. в США наметились признаки оживления деловой активности. Высокий уровень цен на товарных рынках способствует экономическому росту стран – экспортеров ресурсов и стран с формирующимися рынками. На фоне расширения внутреннего спроса устойчивые темпы роста сохраняются в зоне евро и в Соединенном Королевстве.

Инфляционное давление остается умеренным: в то время как в развитых странах ожидается некоторое повышение темпов роста потребительских цен, в развивающихся странах уровень инфляции постепенно снижается. Сдерживанию инфляции способствуют замедление роста цен на энергоресурсы во второй половине 2006 г. и начале 2007 г. и ужесточение денежно-кредитной политики ведущими центральными банками. В первом полугодии 2007 г. *ключевые ставки* были повышены в Японии, еврозоне, Соединенном Королевстве, Китае. Более того, в течение первого полугодия 2007 г. Народный банк Китая неоднократно повышал норму обязательного резервирования.

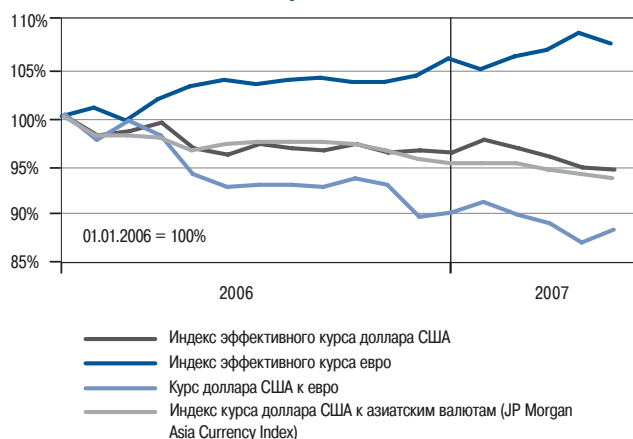
Устойчивое развитие мировой экономики является важнейшим фактором, определяющим динамику финансовых рынков. Несмотря на повышенную *волатильность* на рынках акций в конце февраля – начале марта 2007 г., связанную с падением рынка акций в Китае и обеспокоенностью участников относительно рынка ипотечных кредитов для заемщиков с низким уровнем кредитоспособности в США, уверенный рост фондового рынка продолжается.

В то же время как следствие пересмотра участниками рынка перспектив роста мировой экономики и ожиданий дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики на рынке долгосрочных государственных облигаций преобладала тенденция роста процентных ставок.

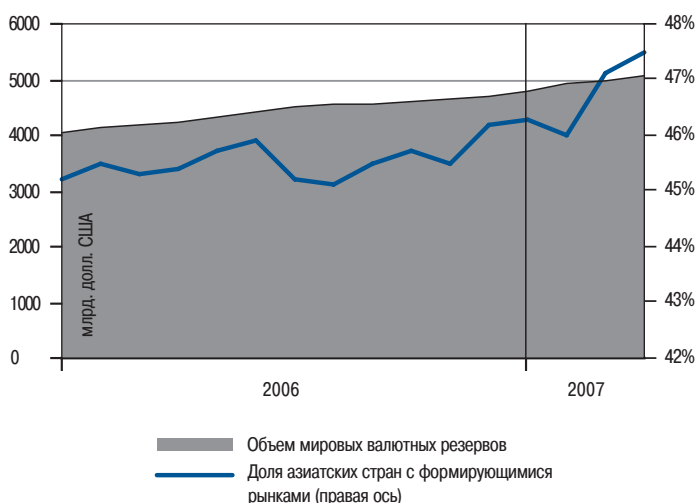
На валютном рынке в первом полугодии 2007 г. сохранялась тенденция к ослаблению доллара США по отношению к совокупности других иностранных валют. Динамика валютных курсов во многом определяется направленностью и интенсивностью мировых потоков капитала, на которые, в свою очередь, оказывают воздействие ожидания участников рынка относительно различий в уровнях процентных ставок и проводимой денежно-кредитной политики. Так, рост курса доллара США к евро в апреле–мае 2007 г. был обусловлен тем, что участники рынка стали более оптимистично оценивать перспективы экономики США, и как следствие – ожидания скорого смягчения денежно-кредитной политики ФРС США ослабли.

Поддержку доллару США оказывает накопление странами с формирующимися рынками и странами – экспортерами нефти валютных резервов, размещаемых преимущественно в данной валюте. По состоянию на конец I квартала 2007 г. объем мировых валютных резервов достиг 5065,4 млрд. долл. США (прирост на 19,1% в годовом выражении). Более 45% этого объема приходится на Китай, Японию и Россию. Ускоренными темпами растут валютные резервы Бразилии (за год прирост составил 83%), России (67%), азиатских стран с формирующимися рынками¹ (25%).

Сохраняется тенденция к укреплению евро и ослаблению доллара США



По состоянию на конец I квартала 2007 года объем мировых валютных резервов достиг 5065,4 млрд. долл. США (темп прироста составил 19,1% в годовом выражении)



¹ К странам Азии с формирующимися рынками относятся Китай, Индия, Индонезия, Южная Корея, Малайзия, Филиппины, Сингапур, Тайвань, Гонконг, Таиланд.

Таблица 1.1. Основные макроэкономические индикаторы некоторых стран в I квартале 2007 года¹

Страна	ВВП на душу населения, тыс. долл. США ²	Темп роста реального ВВП, % в год	Темп роста потребительских цен, % в год	Уровень безработицы на конец периода, %	Сальдо торгового баланса, % ВВП	Ключевая ставка на 01.07.2007, % годовых
США	44,0	1,9	2,8	4,4	-5,3	5,25
Экономический и валютный союз	29,9	3,1	1,9	7,2	1,2	4,00
Соединенное Королевство	31,8	2,9	3,1	5,5	-3,2	5,50
Япония	33,1	2,6	-0,1	4,0	3,9	0,50
Китай	7,7	11,1	3,3	4,1	7,3	6,57 ³
Россия⁴	12,2	7,9	7,4	7,2	11,3	6,00⁵

Таблица 1.2. Валютные резервы центральных банков по состоянию на 1 апреля 2007 года⁶

	Страна	Объем резервов, млрд. долл. США	Доля в совокупных мировых резервах, %	Прирост за год, %
1	Китай	1202,0	23,7	37,4
2	Япония	888,0	17,5	6,6
3	Россия⁷	330,3	6,5	66,6
4	Тайвань	267,5	5,29	4,1
5	Южная Корея	243,9	4,8	12,2
6	Индия	191,9	3,7	32,3
7	Сингапур	137,7	2,7	13,1
8	Гонконг	135,4	2,7	7,5
9	Бразилия	109,5	1,9	83,1
10	Малайзия	86,2	1,6	18,6
<i>Справочно</i>				
	США	41,6	0,8	8,0
	Европейский центральный банк	42,6	0,8	13,0
	Германия	38,2	0,8	-2,1
	Соединенное Королевство	41,8	0,8	15,4
	Франция	41,7	0,8	57,9
	Италия	25,9	0,5	8,9
	Саудовская Аравия	25,5	0,4	-2,3
	<i>Совокупный объем резервов</i>	<i>5065,4</i>	<i>100</i>	<i>19,1</i>

¹ По данным информационного агентства «Блумберг» и центральных банков соответствующих стран.² Данные приведены в текущих ценах за 2006 год. Пересчет в долларах США осуществлялся на основе средних рыночных курсов соответствующих валют к доллару США за отчетный период.³ Ставка Народного банка Китая по кредитам финансовым организациям сроком на один год.⁴ Источники: Федеральная служба государственной статистики Российской Федерации, Банк России.⁵ Ставка Банка России по операциям РЕПО на внутреннем финансовом рынке.⁶ По данным информационного агентства «Блумберг» на июнь 2007 года.⁷ Источник: Банк России.

1.2. Соединенные Штаты Америки

В I квартале 2007 г. под влиянием ряда факторов, способствующих снижению темпов экономического роста, продолжающих действовать с начала 2006 г., темп роста экономики США составил 0,6% (это минимальное значение данного показателя за период с конца 2002 г.).

Основными факторами, способствовавшими снижению темпов роста ВВП, являются:

- спад активности на рынке недвижимости, динамичное развитие которого было одним из основных двигателей роста американской экономики;
- высокие цены на энергоносители, достигшие максимальных значений в конце II – начале III квартала 2006 г.;
- сдерживающая денежно-кредитная политика;
- продолжающееся снижение инвестиционной активности.

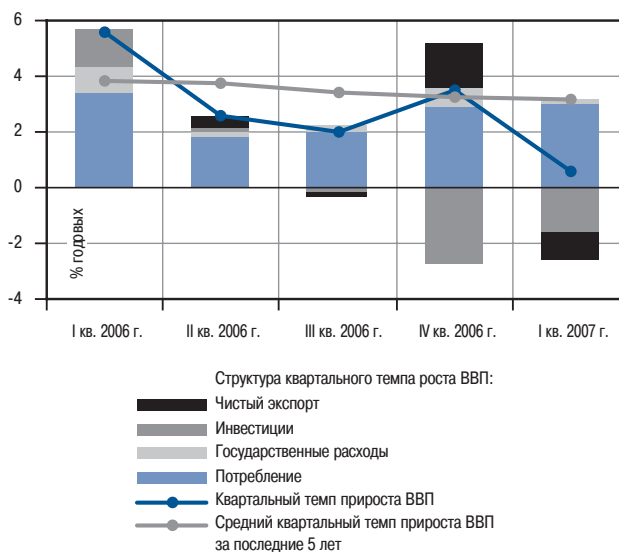
В I квартале 2007 г. продолжилось снижение темпов роста инвестиций в строительство нежилого фонда, а также уменьшение объема инвестиций в оборудование и в строительство жилья.

Снижение инвестиционной активности во всех секторах экономики может обусловить относительно низкие по сравнению с долгосрочным средним уровнем темпы роста ВВП в ближайшие кварталы.

Тем не менее во II квартале 2007 г. после периода относительного снижения в конце 2006 – начале 2007 г. показатели деловой активности во всех секторах экономики США выросли.

Рост данных показателей во II квартале, хотя их значения, особенно в сфере услуг, остаются на исторически сравнительно низком уровне, может свидетельствовать о том, что отклонение темпа роста ВВП от долгосрочного среднего уровня во II квартале 2007 г. будет значительно меньшим, чем в I квартале.

В I квартале 2007 года темп роста экономики США вновь оказался ниже долгосрочного уровня...



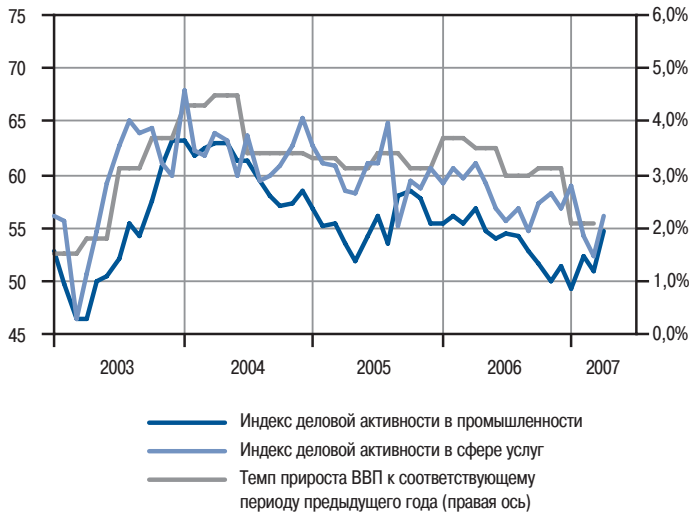
...на фоне продолжающегося спада на рынке жилья, высоких цен на энергоносители...



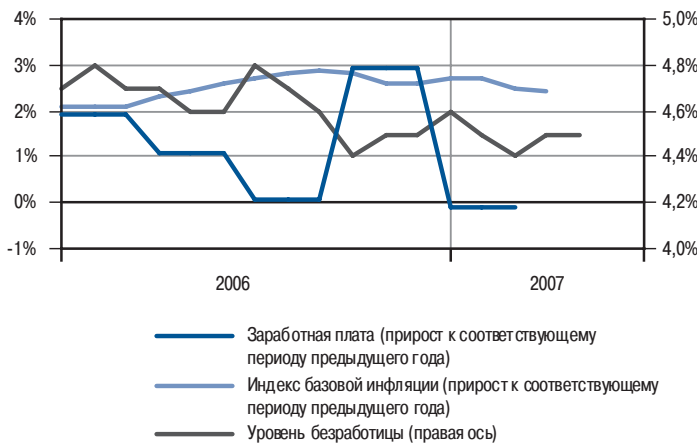
...и снижения инвестиционной активности во всех секторах экономики



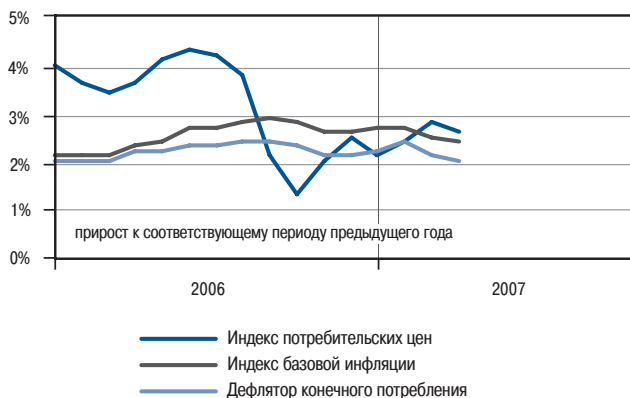
Вместе с тем динамика показателей деловой активности указывает на возможность оживления в экономике



Ситуация на рынке труда остается основным фактором потенциального инфляционного давления...



...а показатели инфляции остаются в фокусе внимания ФРС США



На фоне противоречивых макроэкономических данных ФРС США с середины 2006 года оставляет ключевую ставку без изменения

Кроме того, ситуация на рынке труда, несмотря на спад в отдельных секторах экономики, на протяжении всего года свидетельствует о высоком уровне экономической активности. Низкий уровень безработицы (в мае 2007 г. он был равен 4,5%, в то время как среднее значение за последние 10 лет составило 4,9%) продолжает создавать угрозу повышения темпов роста заработной платы, и как следствие – сохраняется потенциал инфляционного давления.

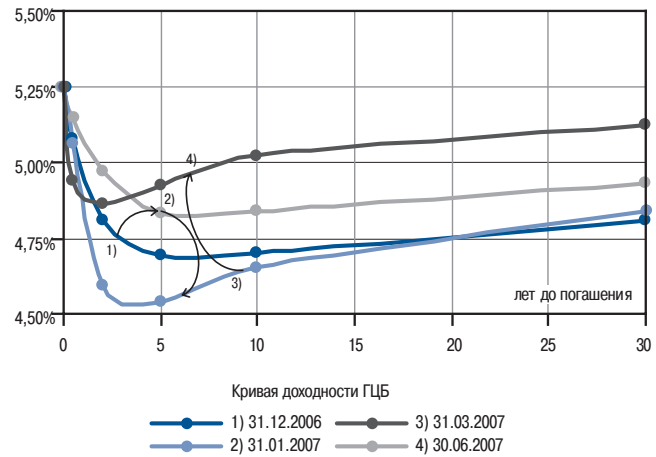
Темпы *базовой инфляции* и прироста дефлятора конечного потребления, являющегося основным индикатором инфляции для Федеральной резервной системы США, в последние месяцы несколько снизились: в апреле они составили соответственно 2,4 и 2,0% против 2,6 и 2,2% в декабре.

В целом макроэкономические показатели дают противоречивую картину в части роста экономики и темпов инфляции в США. С одной стороны, динамика показателей отдельных секторов экономики, прежде всего рынка недвижимости, а также снижение инвестиционной активности свидетельствуют о некотором замедлении роста экономики и уменьшении инфляционного давления. С другой стороны, рост показателей деловой активности и высокие показатели занятости говорят о сохранении в целом благоприятной ситуации в экономике и наличии потенциала инфляционного давления. На этом фоне на всех заседаниях комитета по открытым рынкам Федеральной резервной системы США, проводившихся в период с декабря 2006 г. по июнь 2007 г., было принято решение оставить ключевую ставку на прежнем уровне – 5,25%. Дальнейшая динамика ключевой ставки будет определяться развитием вышеуказанных процессов.

Изменение оценки инвесторами экономического положения в США на протяжении рассматриваемого периода и, как следствие, пересмотр рыночных ожиданий будущей динамики ключевой ставки отражались в изменении ставок практически на всех участках *кривой доходности*.

Всплески позитивных настроений относительно перспектив экономики США сменялись ожиданиями более серьезного спада. В апреле–июне 2007 г. преобладали оптимистические ожидания, основанием для которых служат стабильно высокие показатели рынка труда и рост *индикаторов деловой активности*.

Динамика ставок на рынке государственных ценных бумаг в январе–июне 2007 года была разнонаправленной

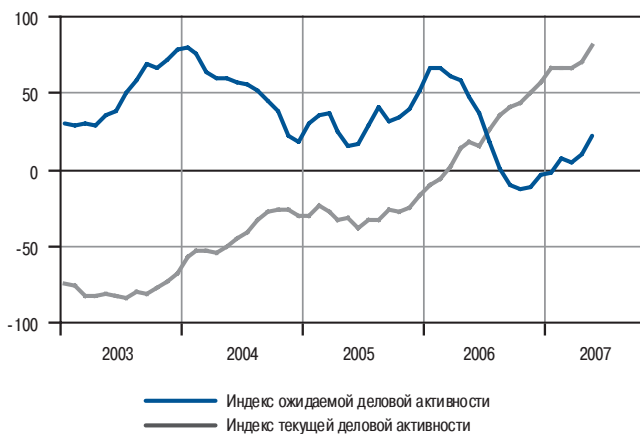


1.3. Экономический и валютный союз

Темпы роста ВВП стран еврозоны по-прежнему превышают долгосрочный уровень



Хозяйствующие субъекты оптимистично оценивают перспективы развития экономики еврозоны



В то же время появились признаки ослабления производственного сектора экономики



В первой половине 2007 г. внешняя и внутренняя экономическая конъюнктура благоприятствовала сохранению высоких показателей экономического роста стран еврозоны. Стабильный рост мировой экономики обеспечивал устойчивый спрос на продукцию экспортных отраслей. Относительно невысокая стоимость денежных ресурсов, а также значительные доходы корпораций и повышение эффективности бизнеса способствовали увеличению объема инвестиций. Ситуация на рынке труда оставалась благоприятной: постепенный рост уровня занятости сопровождался умеренным повышением издержек на труд.

Поступавшие в январе–мае макроэкономические данные свидетельствовали о более динамичном росте экономики, чем ожидалось в конце прошлого – начале текущего года, и как участники рынка, так и Европейский центральный банк (ЕЦБ) пересматривали свои прогнозы в отношении темпов роста ВВП в 2007 г. в сторону повышения.

По итогам I квартала 2007 г. темп роста ВВП в годовом исчислении составил 3,1% (при среднем значении данного показателя за последние 5 лет 1,5%). На фоне высокой деловой активности уровень безработицы в мае достиг нового минимума – 7,0%.

Значения индикаторов деловой активности с начала года свидетельствуют о том, что участники рынка по-прежнему оптимистично оценивают перспективы экономического роста стран ЭВС. В то же время изменение отдельных показателей в худшую сторону отражает влияние повышения процентных ставок и укрепления евро на экономический рост, замедлению которого должно способствовать и действие циклического фактора. Так, индекс промышленного производства стран еврозоны в апреле был минимальным за последние 12 месяцев, а индекс производственной деловой активности в мае – минимальным за последние 15 месяцев: снижение данного показателя в Германии и Испании лишь частично компенсировалось его ростом во Франции и Италии.

Показатели инфляции в январе–мае не выходили за пределы целевого диапазона ЕЦБ, оставаясь ниже 2%. В то же время ЕЦБ, задачей которого является предупреждение инфляционных угроз в среднесрочной перспективе, считает достаточно высокой вероятностью повышения темпов роста *индекса потребительских цен* уже во втором полугодии 2007 года. В качестве основных проинфляционных факторов выступают: высокая степень задействованности производственных мощностей, возможность повышения уровня заработной платы на фоне напряженности на рынке труда, а также возможный рост цен на нефть. Кроме того, ситуация в денежно-кредитной сфере стран еврозоны характеризуется высоким уровнем и динамичным ростом денежного предложения (темп роста денежного агрегата М3 по состоянию на апрель составил в годовом выражении 10,4%).

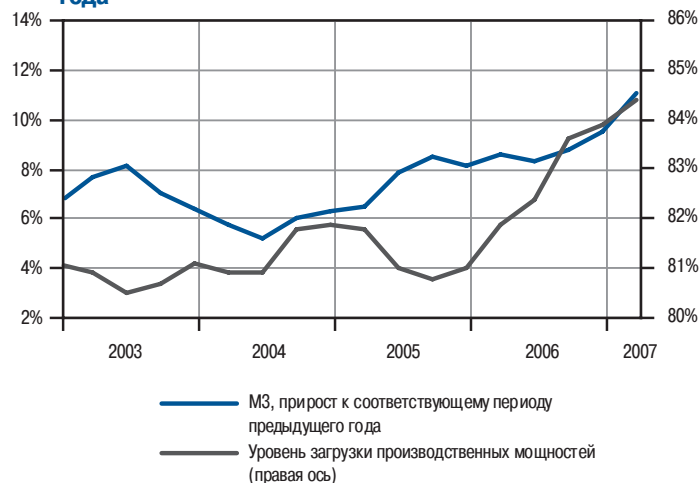
На этом фоне с учетом благоприятной экономической ситуации ЕЦБ в течение первого полугодия 2007 г. дважды – в марте и июне – принимал решение о повышении ключевой ставки, в результате чего она достигла уровня 4,0%.

Данное значение базовой ставки оценивается участниками рынка как близкое к «нейтральному». В этой ситуации, как признает сам ЕЦБ, в отношении динамики ключевой ставки во второй половине 2007 г. существует значительная неопределенность. Дальнейшие решения главного банка еврозоны будут особенно сильно зависеть от поступающих экономических данных. В условиях растущей неопределенности представители ЕЦБ заявляли о возможном отказе от использования на данном этапе в комментариях о решениях в области денежно-кредитной политики «кодовых слов», которые интерпретируются участниками рынка как сигналы о возможной стратегии ЕЦБ в будущем. Следствием этого может стать увеличение волатильности ставок. В целом рынок настроен на продолжение серии повышений ключевой процентной ставки в 2007 году.

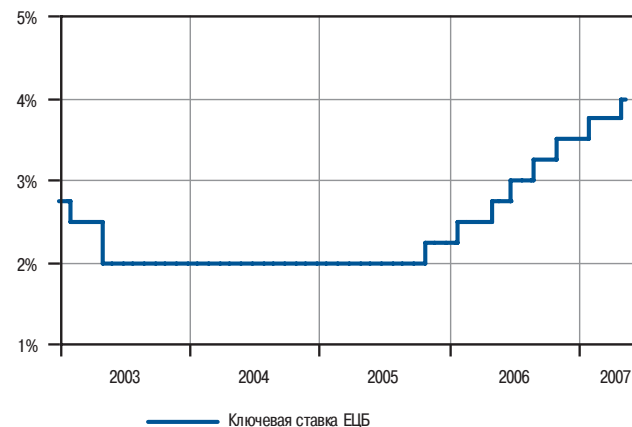
Показатели инфляции пока не превышают верхней границы целевого диапазона ЕЦБ...



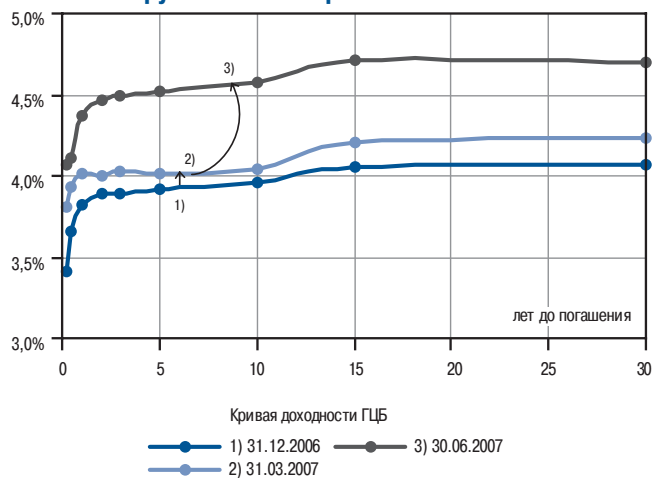
...однако существует риск повышения темпов роста потребительских цен уже во втором полугодии текущего года



В целях сдерживания инфляции ЕЦБ на фоне благоприятной экономической ситуации с начала года дважды повысил ключевую ставку



На рынке государственных ценных бумаг еврозоны в январе–июне 2007 года наблюдался рост ставок по инструментам всех сроков



Ожидания дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики обусловили рост ставок в январе–июне 2007 г. на всех участках кривой доходности, составивший по итогам шести месяцев в среднем порядка 50 базисных пунктов. Как ожидается, предстоящее повышение ключевой ставки ЕЦБ отразится в первую очередь на ставках «короткого» участка кривой, что может привести к сокращению разницы между доходностями долгосрочных и краткосрочных государственных ценных бумаг.

1.4. Соединенное Королевство

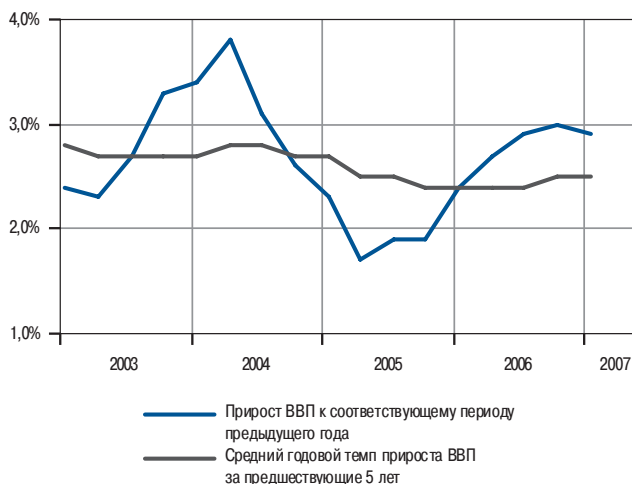
Экономика Соединенного Королевства находится на подъеме: по итогам I квартала 2007 г. темп роста ВВП составил 2,9% годовых (0,7% в квартальном выражении), что превышает средний темп роста экономики за последние пять лет. Показатель безработицы стабилизировался на уровне 5,5%, а доля обратившихся за пособием по безработице в составе населения трудоспособного возраста в мае снизилась до уровня 2005 г. – 2,7%.

Устойчивые темпы роста сохраняются в секторе услуг: в I квартале 2007 г. по сравнению с предшествующим периодом объем услуг увеличился на 0,8%. В промышленных отраслях, напротив, после периода стагнации в конце 2006 г. по итогам I квартала 2007 г. был отмечен спад производства (–0,2%). Однако, поскольку доля этого сегмента по сравнению с сектором услуг невелика, негативный эффект такого спада отразился на динамике ВВП незначительно. Более того, ожидается, что в ближайшее время поддержку промышленному производству может оказать рост спроса со стороны внешних торговых партнеров как следствие благоприятной ситуации в мировой экономике, что уже нашло отражение в возобновлении роста в промышленном секторе в апреле 2007 года.

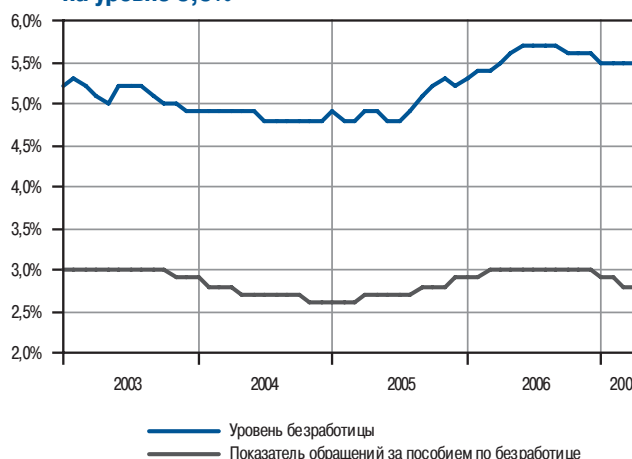
Дальнейшее развитие экономики будет во многом определяться динамикой потребления и инвестиций. Темпы роста потребительских расходов в целом соответствуют долгосрочному уровню, несмотря на высокую волатильность этого показателя. За I квартал 2007 г. расходы домохозяйств увеличились на 0,6% (за IV квартал 2006 г. – на 1,1%). Фактором, сдерживающим рост потребительских расходов, является усложнение условий кредитования, в частности, рост процентных ставок как следствие ужесточения денежно-кредитной политики.

В свою очередь, динамика частных инвестиций в основные фонды свидетельствует о возможном снижении деловой активности в будущем: в отличие от 2006 г., когда инвестиции увеличивались в среднем на 3% за квартал, по итогам I квартала 2007 г. объем капитальных инвестиций сократился на 1,3%.

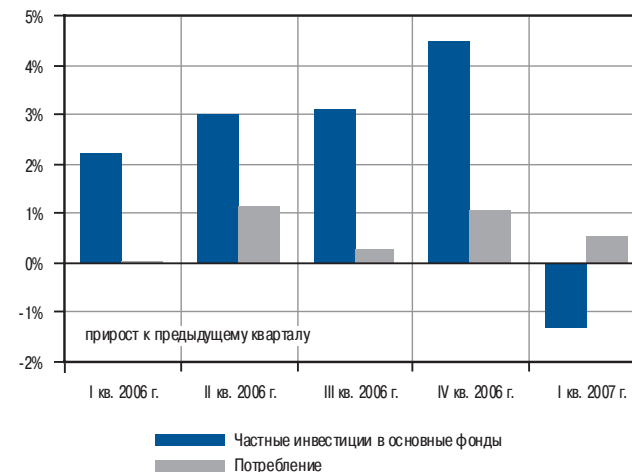
В Соединенном Королевстве продолжается рост деловой активности



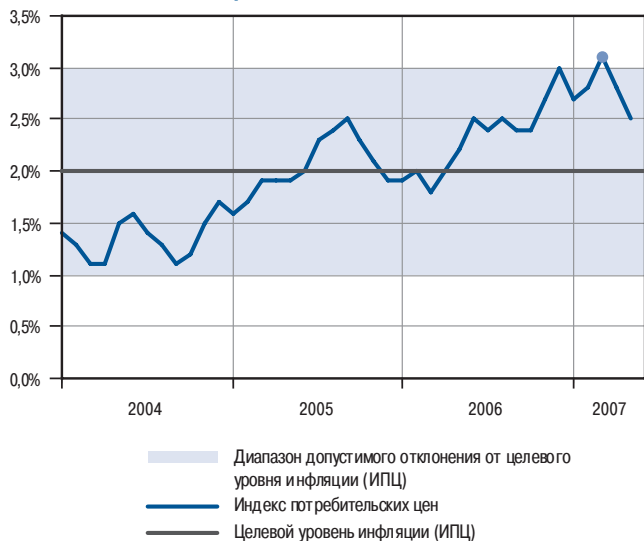
Показатели безработицы говорят об устойчивом спросе на рабочую силу. Безработица стабилизировалась на уровне 5,5%



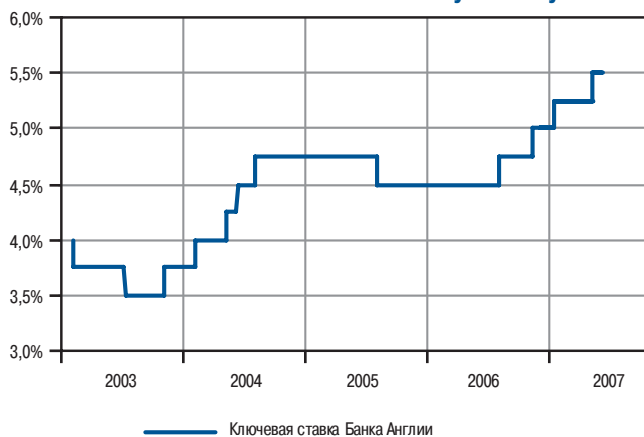
Однако снижение инвестиционной активности и темпов увеличения потребительских расходов может свидетельствовать о постепенном замедлении экономического роста



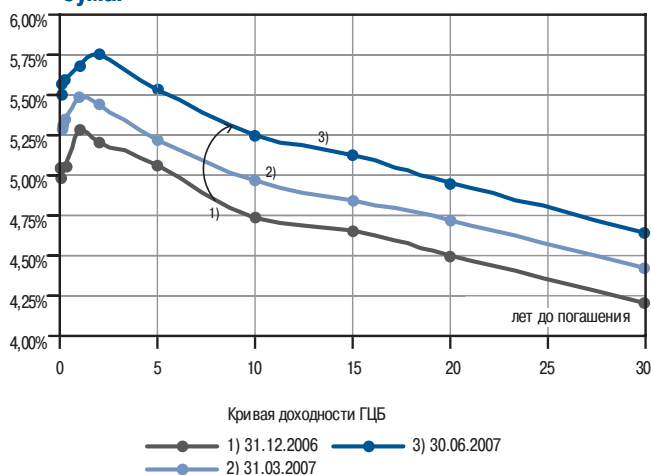
Темпы инфляции в потребительском секторе увеличились, впервые выйдя за диапазон допустимого отклонения от целевого значения



В ответ на неожиданно высокий показатель инфляции при сохранении повышенных инфляционных рисков Банк Англии вновь повысил ключевую ставку...



...что привело к очередному параллельному сдвигу вверх всей кривой доходности государственных ценных бумаг



Подъем экономической активности в Соединенном Королевстве сопровождается стабильным ростом показателей денежной сферы. Высоким остается темп прироста денежного агрегата М4: по итогам I квартала 2007 г. прирост к соответствующему периоду предыдущего года составил 12,9%, в апреле – 13,3%.

В марте 2007 г. инфляция в потребительском секторе неожиданно возросла до 3,1% в годовом выражении, впервые за десятилетний период таргетирования инфляции выйдя за верхнюю границу диапазона допустимого отклонения от целевого уровня (2%). Однако уже в мае 2007 г. темпы инфляции снизились до 2,5% в годовом выражении, что было обусловлено, помимо прочего, значительным снижением тарифов на коммунальные услуги в марте–апреле 2007 года. Возможно, что снижение цен на энергоносители будет способствовать дальнейшему падению темпов инфляции потребительских цен в ближайшие месяцы. Однако в условиях повышенной деловой активности, ограниченного объема не задействованных в экономике ресурсов, а также высоких темпов роста денежной массы инфляционное давление остается высоким.

Принимая во внимание устойчивые темпы экономического роста и риск ускорения инфляции в среднесрочной перспективе, в мае 2007 г. Банк Англии повысил ключевую ставку с 5,25 до 5,5%. Это стало четвертым повышением ставки за период с августа 2006 года.

Два повышения ставки Банка Англии в первом полугодии 2007 г. отразились в росте доходности по государственным ценным бумагам всех сроков до погашения. При этом форма кривой доходности не изменилась: с положительным наклоном кривой на краткосрочном участке, отражающим ожидания участниками рынка дальнейшего повышения ставки, и выраженным отрицательным на средне- и долгосрочном участках.

1.5. Япония

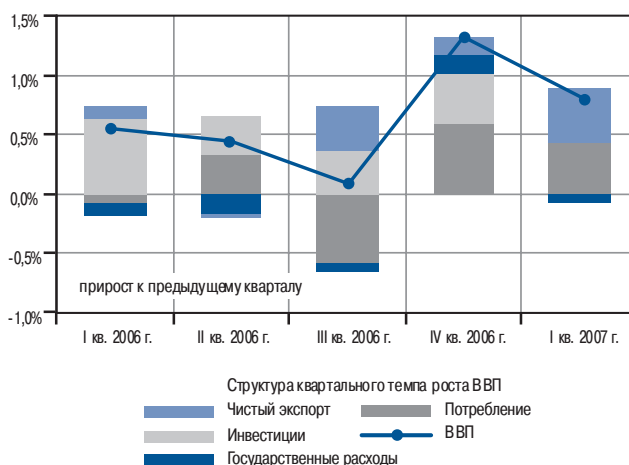
После рекордно высоких показателей последнего квартала 2006 г. в I квартале текущего года рост ВВП Японии несколько замедлился – с 1,3 до 0,8% к предыдущему кварталу. Тем не менее в годовом выражении темп роста ВВП вновь превысил пятилетний средний уровень и составил 2,6%.

Более половины прироста ВВП в I квартале 2007 г. было обеспечено увеличением объемов экспорта. В отличие от нескольких предыдущих кварталов, вклад со стороны инвестиций в показатель квартального роста в I квартале 2007 г. был минимальным. Вместе с тем в январе–апреле 2007 г. продолжилось увеличение расходов домохозяйств, что говорит об усилении роли внутреннего спроса в росте экономики Японии.

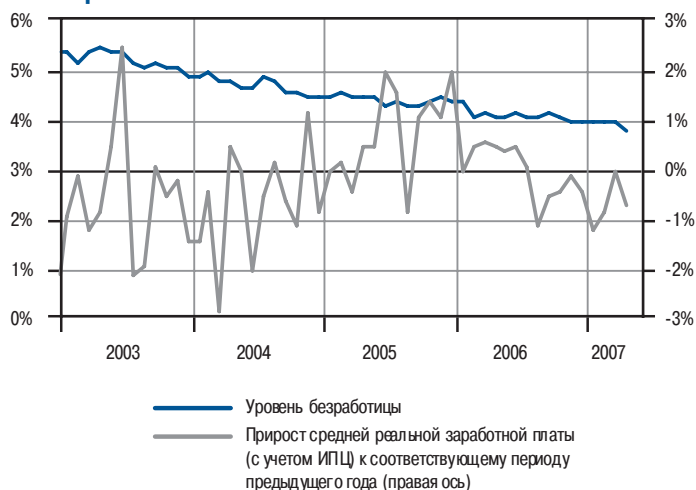
Одним из факторов расширения внутреннего потребления является динамика показателей рынка труда. В I квартале 2007 г. рост занятости продолжился, а в апреле 2007 г. уровень безработицы достиг минимального за 9 лет значения – 3,8%. Однако, несмотря на увеличение спроса на работников и доли компаний, заявляющих о нехватке рабочей силы, прирост средней реальной заработной платы оставался отрицательным. Это объясняется, в частности, изменением структуры занятости, а именно ростом доли молодежи и работающих на неполную ставку. Снижение реального трудового дохода должно было отрицательно сказаться на объеме потребительских расходов, однако уменьшение доли сбережений в располагаемом доходе частично компенсировало этот эффект и наряду с ростом занятости привело к увеличению расходов домохозяйств.

Темпы роста потребительских цен в I квартале 2007 г. вновь оказались ниже нулевой отметки. Рост стоимости затрат на производство пока незначительно отражается на динамике потребительских цен и компенсируется снижением наценки производителей.

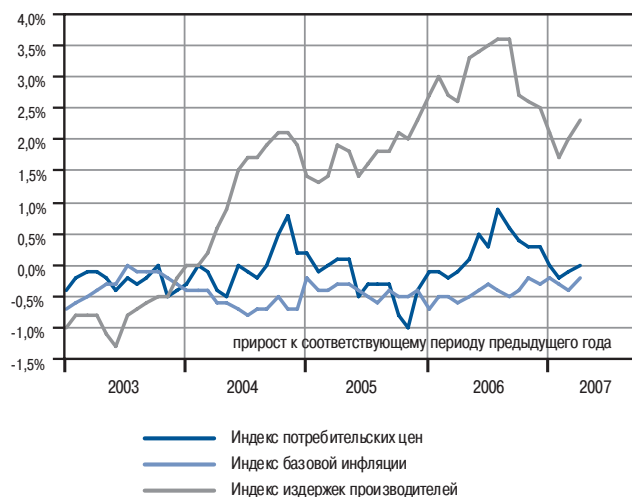
Основными двигателями экономического роста Японии стали экспорт и потребление домохозяйств



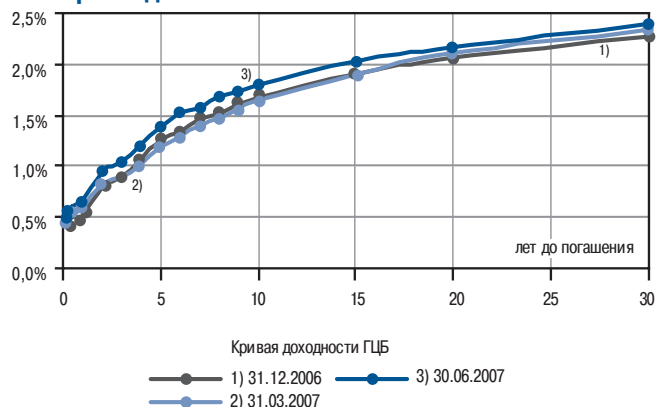
Падение безработицы сопровождается изменением структуры занятости и снижением средней реальной заработной платы



В начале 2007 года экономика Японии вновь столкнулась с дефляцией



В январе–июне 2007 года наблюдался рост доходности инструментов рынка государственных бумаг всех сроков до погашения



В отсутствие устойчивого положительного тренда инфляции в потребительском секторе в марте–июне 2007 г. Банк Японии оставил ключевую ставку неизменной на уровне 0,5%. Во второй половине 2007 г. основными показателями, в зависимости от которых Банк Японии будет принимать решения о дальнейшей динамике базовой ставки, станут темп экономического роста и среднесрочный ориентир по инфляции. Ожидается, что постепенное повышение процентных ставок продолжится.

Под влиянием ожиданий ужесточения денежно-кредитной политики, а также с учетом роста процентных ставок в Европе и США доходность инструментов рынка государственных ценных бумаг Японии в период с января по июнь 2007 г. выросла на всех участках кривой доходности.

1.6. Рынок золота

В январе–апреле 2007 г. на рынке золота преобладала тенденция к росту цен. Несмотря на несколько периодов довольно резкого снижения котировок, за первые четыре месяца стоимость золота увеличилась с 636 до 678 долл. США за унцию (на 6,6%). В мае–июне 2007 г. на фоне укрепления доллара США стоимость унции металла снижалась. В результате по итогам полугодия цена золота увеличилась на 2,0% – до 649 долл. за унцию.

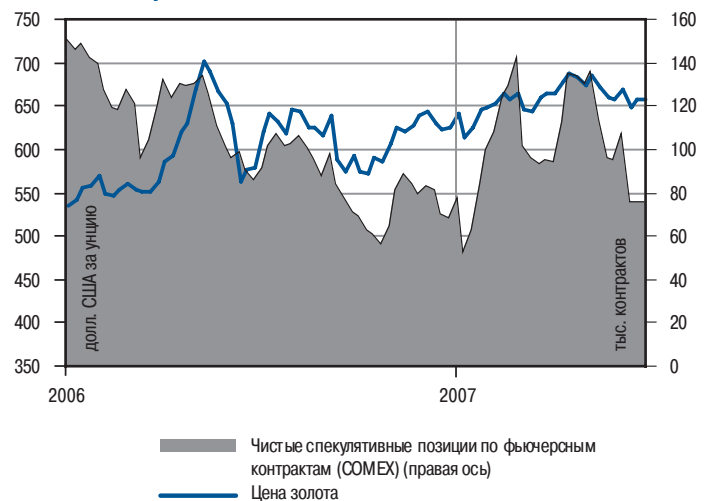
Краткосрочные колебания цены золота в значительной степени зависят от поведения спекулятивных инвесторов: в периоды снижения и роста котировок наблюдаются соответствующие изменения позиций данных инвесторов в металле. В свою очередь, ожидания этих участников рынка формируются под влиянием действия как технических, так и фундаментальных факторов, в том числе динамики спроса на физическое золото и его предложения, цены на нефть, темпов инфляции в мировой экономике и изменения курсов основных валют по отношению к доллару США.

В первые месяцы 2007 г. наблюдалось повышение спроса на золото. Спрос на него в весовом выражении в I квартале 2007 г. оказался на 4% выше, чем в I квартале 2006 г., а в стоимостном выражении – на 22%, достигнув 17,4 млрд. долл. США. При этом спрос со стороны ювелирной промышленности, составляющий более половины совокупного спроса на физическое золото, увеличился на 17% в весовом выражении и на 38% – в стоимостном выражении. Значительный рост продаж изделий из золота наблюдался в Китае (прирост к I кварталу 2006 г. составил 31%), что связано с наступлением Года золотого поросенка (по китайскому календарю). Помимо данного сезонного фактора увеличению спроса со стороны ювелирной промышленности способствовали интенсивный экономический рост в странах – крупнейших потребителях металла, адаптация потребителей к высокому уровню цен и снижение волатильности котировок.

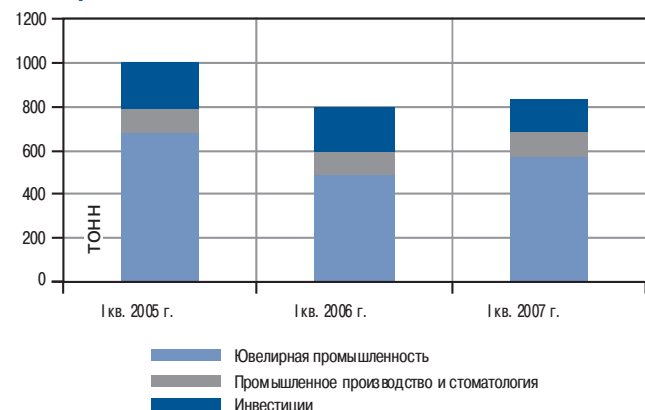
В первом полугодии 2007 года наблюдались периоды как снижения, так и роста цены золота. При этом сохранялась высокая корреляция между котировками золота и курсом евро к доллару США



Краткосрочные колебания цены золота в значительной степени зависят от поведения спекулятивных инвесторов

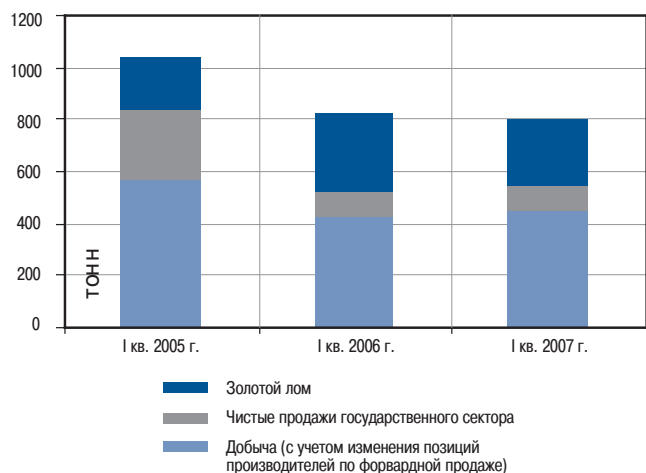


В I квартале 2007 года наблюдалось увеличение спроса на металл, преимущественно со стороны ювелирной промышленности¹



¹ Сравнение величин спроса и предложения золота проводится по отношению к соответствующим кварталам предшествующих лет с целью исключения факторов сезонности, действующих в течение года.

Объем предложения золота в I квартале 2007 года незначительно сократился по сравнению с соответствующим показателем за январь–март 2006 года



Промышленный спрос на золото в физическом выражении практически не изменился. Однако в перспективе ожидается рост потребления золота в отраслях, использующих высокие технологии.

Несмотря на сокращение в I квартале 2007 г. прироста активов паевых фондов в золоте, связанное с повышенной нестабильностью финансовых рынков в конце февраля – начале марта, уровень интереса стратегических инвесторов оценивается как высокий.

Объем предложения золота в I квартале 2007 г. незначительно уменьшился по сравнению с соответствующим показателем за январь–март 2006 года (на 2%). Наряду с 5-процентным увеличением объема металла, поступающего на рынок со стороны золотодобытчиков, наблюдалось заметное (на 13%) сокращение предложения лома. Объем предложения со стороны государственного сектора по сравнению с I кварталом 2006 г. практически не изменился.

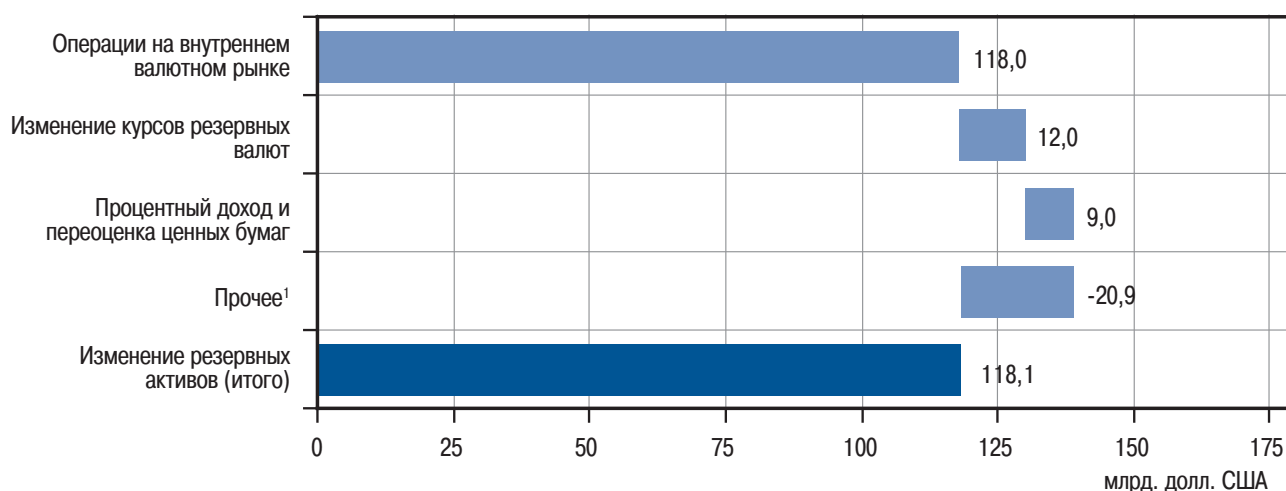
В целом динамика спроса и предложения физического золота благоприятствует сохранению восходящего тренда цены на металл.

2. УПРАВЛЕНИЕ РЕЗЕРВНЫМИ ВАЛЮТНЫМИ АКТИВАМИ БАНКА РОССИИ В 2006 ГОДУ

По итогам 2006 г. активы в *резервных валютах* выросли на 118,6 млрд. долл. США. Основным фактором этого роста стала покупка Банком России иностранной валюты на внутреннем валютном рынке (см. рисунок 2.1.). Дополнительными факторами, оказавшими

влияние на увеличение *резервных валютных активов*, являлись реализованные и нереализованные доходы от операций с ними, а также изменения курсов резервных валют (евро, фунта стерлингов Соединенного Королевства и японской иены) к доллару США.

Рисунок 2.1. Факторы изменения величины активов Банка России в резервных валютах в 2006 году



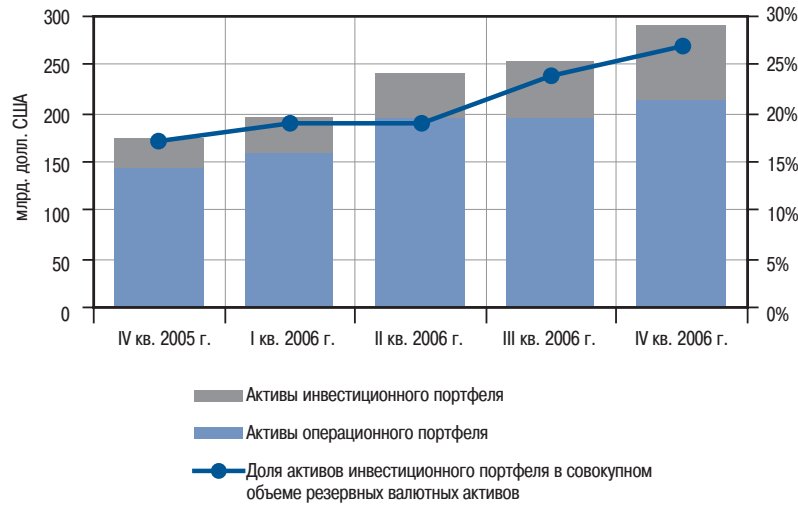
Портфели активов в резервных валютах.

В течение 2006 г. величина *операционного портфеля*, состоящего из краткосрочных активов в виде остатков на корреспондентских счетах, выросла со 143,1 до 213,4 млрд. долл. США. *Инвестиционный портфель*, включающий в себя в основном долгосрочные купонные ценные бумаги, увеличился с 29,9 до 78,4 млрд. долл. США. При этом его доля в общей стоимости резервных валютных активов увеличилась за отчетный период с 19 до 27%.

Переводы средств из операционного портфеля в инвестиционный портфель в долларах США, евро и фунтах стерлингов Соединенного Королевства составили около 15,7 млрд. долл. США, 14,1 млрд. евро и 5,5 млрд. фунтов стерлингов Соединенного Королевства соответственно. Динамика величин операционного и инвестиционного портфелей за 2006 г. представлена на рисунке 2.2.

¹ Статья «Прочие доходы, списания/поступления денежных средств» учитывает оттоки средств для осуществления платежей по внешнему долгу правительства Российской Федерации, результаты от операций с драгоценными металлами и нерезервными валютными активами.

Рисунок 2.2. Изменение объемов операционного и инвестиционного портфелей активов Банка России в резервных валютах в 2006 году (по состоянию на конец соответствующего периода)



Валютная структура резервных валютных активов. В течение 2006 г. валютные активы Банка России были номинированы в долларах США, евро, фунтах стерлингов Соединенного Королевства, а также японских иенах и швейцарских франках¹ (рисунок 2.3). Обязательства Банка России в иностранной валюте состояли из остатков на счетах клиентов в иностранных валютах (включая счета Федерального казначейства в Банке России) и денежных средств, полученных по операциям прямого РЕПО с иностранными контрагентами.

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

В 2006 г. отклонения фактической валютной структуры от нормативной определялись в основном покупками долларов США на внутреннем валютном рынке и изменениями нормативной валютной структуры. В частности, в 2006 г. нормативная доля долларов США была уменьшена в пользу долей других резервных валют. Кроме того, дополнительное влияние на величину отклонений оказывали изменения курсов других резервных валют по отношению к доллару США. Устранение отклонений фактической валютной структуры от нормативной осуществлялось в сроки, которые с учетом объема конверсионных операций позволяли ослабить влияние операций Банка России на конъюнктуру международного валютного рынка.

Структура резервных валютных активов по видам инструментов. К разрешенным для размещения средств в резервных валютах краткосрочным инструментам относятся: остатки на корреспондентских счетах Банка России «НОСТРО» в резервных иностранных валютах; депозиты в резервных иностранных валютах, размещаемые на срок до 6 месяцев; денежные средства, предоставленные на

¹ Величина активов Банка России в швейцарских франках незначительна.

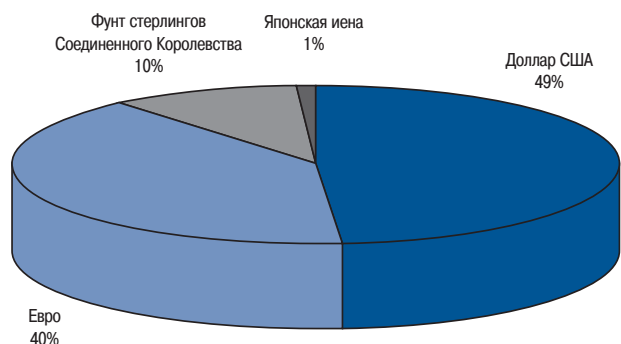
срок до 6 месяцев под обеспечение по сделкам купли-продажи ценных бумаг с обязательством обратного выкупа (сделки РЕПО, сделки «buy/sell back»); дисконтные ценные бумаги со сроком погашения до 1 года, выпущенные эмитентами определенных классов (иностранные правительства, центральные банки, федеральные агентства, внебюджетные фонды и агентства, а также международные финансовые организации) и отвечающие установленным требованиям.

Разрешенные долгосрочные активы в резервных валютах представляют собой купонные ценные бумаги, выпущенные эмитентами определенных классов (иностранные правительства, центральные банки, федеральные агентства, внебюджетные фонды и агентства, международные финансовые организации, ипотечные и земельные банки ФРГ) и отвечающие определенным требованиям. Для купон-

ных ценных бумаг, выпущенных иностранными правительствами и центральными банками, ограничений на срок до погашения не установлено, для прочих ценных бумаг срок до погашения не должен превышать 10 лет.

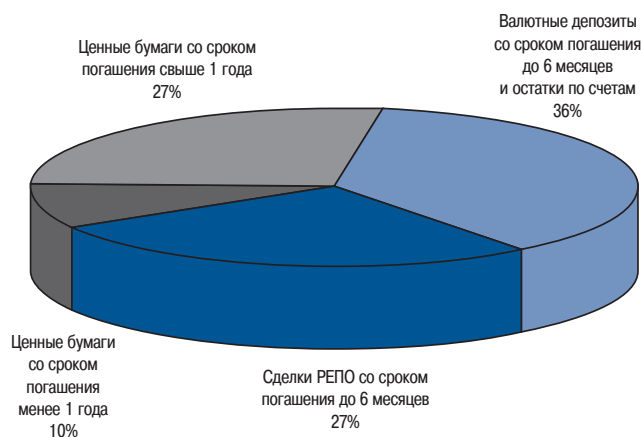
По состоянию на конец отчетного периода основными классами сформированных активов в резервных валютах были депозиты, остатки на корреспондентских счетах, сделки РЕПО, а также дисконтные и купонные ценные бумаги. Более 70% активов было размещено в инструментах со сроком погашения менее 1 года. Распределение активов в резервных валютах по классам финансовых инструментов приведено на рисунке 2.4. Распределение построено на основании данных управленческой отчетности о рыночной стоимости резервных валютных активов Банка России (без учета золота).

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



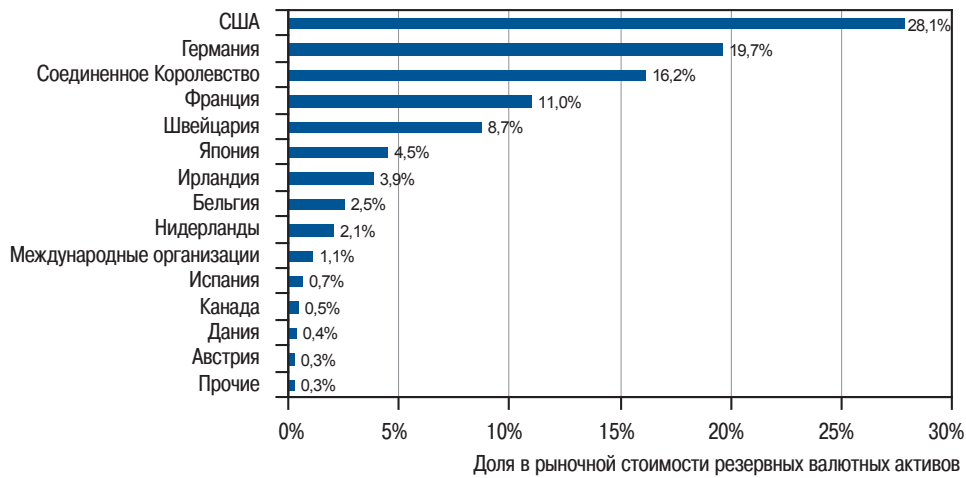
Географическое распределение активов Банка России в резервных валютах по состоянию на конец 2006 г. представлено на рисунке 2.5. Первое место по объему размещенных активов по-прежнему занимают США. На четыре страны (США, Германию, Соединенное Королевство и Францию) приходится порядка трех четвертей совокупного объема раз-

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



мещенных активов. Распределение построено по местонахождению головных организаций банковских групп – контрагентов Банка России по операциям на денежном рынке (остатки по корреспондентским счетам, депозиты, сделки РЕПО) и по странам нахождения эмитентов ценных бумаг, входящих в состав портфелей резервных валютных активов Банка России.

Рисунок 2.5. Географическое распределение активов Банка России в резервных валютах по состоянию на конец периода

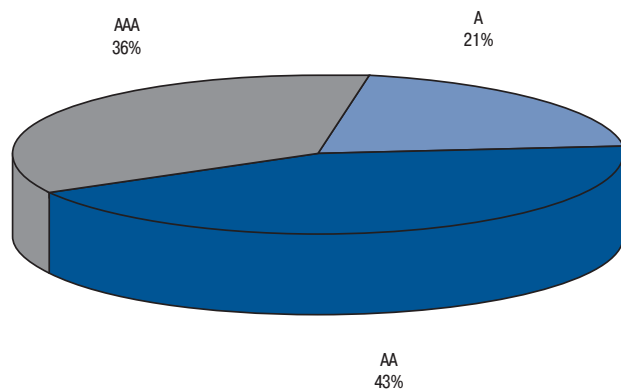


Распределение резервных валютных активов по степени кредитного риска. В течение 2006 г. кредитный риск регулировался лимитами, установленными на контрагентов Банка России, и требованиями, предъявляемыми к кредитному качеству эмитентов ценных бумаг, входящих в состав активов в резервных валютах. Под кредитным риском понимается вероятность возникновения финансовых потерь вследствие неисполнения своих обязательств контрагентами Банка России, эмитентами ценных бумаг, имеющих у Банка России, а также вследствие ухудшения кредитного качества активов Банка России, например, снижения *кредитных рейтингов*. Для оценки кредитного качества иностранных контрагентов используются рейтинговые оценки долгосрочной кредитоспособности рейтинговых агентств Fitch Ratings, Moody's и Standard & Poor's. Минимально допустимый рейтинг долгосрочной кредитоспособности контрагентов и должников Банка России по операциям с валютными резервами Банка России установлен на уровне «А» по классификации рейтинговых агентств Fitch Ratings и Standard & Poor's (либо «A2» по классификации Moody's). Минимальный рейтинг выпусков долговых ценных бумаг (либо эмитентов долговых ценных бумаг) установлен на уровне «AA-» по классификации рейтинговых агентств Fitch Ratings и Standard & Poor's (либо «Aa3» по классификации Moody's).

На рисунке 2.6 представлено распределение активов Банка России в резервных валютах по уровню кредитного риска в разбивке по основным рейтинговым категориям без детализации рейтинговой шкалы внутри каждой категории.

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

Рисунок 2.6. Распределение резервных активов Банка России по кредитному рейтингу по состоянию на конец периода



Доходность резервных валютных активов.

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

Показатели доходности активов Банка России в резервных валютах за 2006 г. приведены в таблице 2.1. Фактическая доходность одновалютных частей активов Банка России в резервных валютах близка к показателям доходности операционных портфелей, так как в течение 2006 г. в среднем 80% активов в резервных валютах инвестировались в краткосрочные долговые инструменты ввиду ожидавшегося и произошедшего за этот период повышения уровня процентных ставок в ведущих мировых экономиках. Соотношение между величинами операционного и инвестиционного портфелей является основным фактором, определяющим уровень доходности, величину процентного риска и ликвидность каждой одновалютной части валютных резервных активов Банка России.

Оценка результатов управления активами Банка России в резервных валютах в части полученной доходности осуществляется путем сравнения доходностей фактических операционного

и инвестиционного портфелей с доходностями соответствующих *нормативных портфелей*¹. По итогам года доходность активов фактического операционного портфеля в евро и фунтах стерлингов Соединенного Королевства превысила доходность соответствующего нормативного портфеля. Доходность активов фактического операционного портфеля в долларах США была ниже нормативной.

В 2006 г. фактические инвестиционные портфели в долларах США и евро содержали большие доли краткосрочных и долгосрочных облигаций и меньшие доли среднесрочных облигаций по сравнению с долями таких ценных бумаг в соответствующих нормативных портфелях. В результате такого распределения активов доходности соответствующих фактических портфелей по итогам года превысили доходность нормативных портфелей. В то же время в условиях роста процентных ставок краткосрочные процентные ставки по ценным бумагам, номинированным в фунтах стерлингов Соединенного Королевства, превышали долгосрочные, активы соответствующего инвестиционного портфеля размещались в более краткосрочные облигации по сравнению с нормативным портфелем. По итогам года доходность фактического инвестиционного портфеля в фунтах стерлингов Соединенного Королевства превысила нормативное значение.

Таблица 2.1. Доходность активов операционного и инвестиционного портфелей валютных резервов Банка России за 2006 год (в % годовых)

Активы		Доллары США	Евро	Фунты стерлингов Соединенного Королевства	Японская иена
Операционного портфеля	фактического	4,99	2,95	4,77	0,33
	нормативного	5,01	2,85	4,55	0,29
Инвестиционного портфеля	фактического	4,12	1,15	2,42	
	нормативного	4,02	1,13	2,35	
Итого	фактического	4,87	2,58	4,13	0,33

¹ Нормативный портфель представляет собой расчетный набор ценных бумаг, депозитов и иных разрешенных инструментов, составленный по определенным правилам. Инструменты, составляющие нормативный портфель, и их доли в нормативном портфеле в течение инвестиционного периода не меняются (за исключением ребалансировок, связанных с погашением обращающихся и выпуском новых ценных бумаг).

3. СИСТЕМА ПРИНЯТИЯ РЕШЕНИЙ В ОБЛАСТИ УПРАВЛЕНИЯ РЕЗЕРВНЫМИ ВАЛЮТНЫМИ АКТИВАМИ БАНКА РОССИИ

Управление резервными валютными активами Банка России осуществляется исходя из текущих и будущих целей владения этими активами. Резервные валютные активы Банка России могут быть использованы для реализации мер денежно-кредитной и курсовой политики (совершение интервенций на внутреннем валютном рынке), продажи иностранной валюты Правительству Российской Федерации для осуществления платежей по валютному государственному долгу и иным платежам, а также для управления финансовыми рисками Банка России. Наличие портфеля валютных активов, обладающих высоким уровнем надежности и ликвидности, обеспечивает доверие к валюте Российской Федерации и финансовой системе Российской Федерации в целом. Цели владения резервными валютными активами (другими словами, цели их возможного использования) являются основой для принятия инвестиционных решений.

В принятии инвестиционных решений в области управления резервными валютными активами Банка России участвуют следующие органы управления, структурные подразделения и должностные лица Банка России:

- Совет директоров Банка России;
- Председатель Банка России;
- Комитет Банка России по денежно-кредитной политике;
- заместители Председателя Банка России;
- департаменты, осуществляющие управление резервными валютными активами.

Процесс инвестирования в резервные валютные активы Банка России включает следующие основные стадии (этапы).

Определение инвестиционной стратегии. На данном этапе, исходя из будущих потребностей в использовании резервных валютных активов, определяются цели инвестирования этих активов и ограничения на

их инвестирование, а также допустимый уровень риска. Осуществляется выбор инвестиционного горизонта и приемлемых классов инвестиционных инструментов, формулируется решение по стратегическому распределению активов по классам инвестиционных инструментов. Далее определяются нормативные портфели, показатели риска и доходности которых сравниваются с показателями риска и доходности фактических портфелей.

В Банке России органами управления, определяющими инвестиционную стратегию в отношении резервных валютных активов, являются Совет директоров Банка России и Комитет Банка России по денежно-кредитной политике (далее – КДКП Банка России).

Совет директоров Банка России принимает «Основные принципы управления валютными резервами Банка России» (далее – Основные принципы), которые устанавливают:

- цели владения резервными валютными активами;
- цели управления резервными валютными активами;
- перечень резервных иностранных валют;
- перечень разрешенных классов инвестиционных инструментов;
- нормативную валютную структуру чистых резервных валютных активов;
- деление резервных валютных активов на операционный и инвестиционный портфели;
- основные ограничения по принимаемым финансовым рискам (кредитному, рыночному и риску ликвидности);
- распределение полномочий по управлению резервными валютными активами между органами управления и структурными подразделениями Банка России.

КДКП Банка России является коллегиальным органом, который помимо решений в

области денежно-кредитной политики принимает отдельные решения по управлению резервными валютными активами в рамках компетенции, определенной Советом директоров Банка России. В соответствии с Основными принципами КДКП Банка России утверждает «Инвестиционные директивы по операционному и инвестиционному портфелям валютных резервов Банка России» (далее – Инвестиционные директивы). Инвестиционные директивы детализируют положения Основных принципов, в том числе:

- условия использования разрешенных инвестиционных инструментов;
- портфельную структуру резервных валютных активов;
- порядок расчета величины и показателей процентного риска и доходности операционного и инвестиционного портфелей;
- порядок формирования, оценки риска и доходности нормативных портфелей;
- ограничения по операционному и инвестиционному портфелям.

Помимо этого КДКП Банка России утверждает методики оценки кредитного и рыночного риска, а также список контрагентов Банка России по операциям с резервными активами.

Таким образом, Совет директоров Банка России и КДКП Банка России разрабатывают инвестиционную стратегию и принимают решение о стратегическом распределении резервных валютных активов по видам инвестиционных инструментов.

Следующим этапом инвестиционного процесса является **реализация инвестиционной стратегии**. На данном этапе происходит формирование фактических портфелей активов, то есть осуществляется покупка ценных бумаг, размещение денежных средств в депозиты и сделки РЕПО, совершаются необходимые конверсионные операции. Реализация инвестиционной стратегии не является одномоментным действием – по мере погашения купленных ценных бумаг, истечения срока депозитов и сделок РЕПО заключаются новые сделки.

Инвестиционная стратегия может быть реализована путем пассивного либо активного управления активами. В случае пассивного управления приобретаются активы в пропорциях, в целом соответствующих пропорциям, установленным нормативным решением о стратегическом распределении активов. Возникающие из-за изменения рыночных цен расхождения между фактическими и нормативными пропорциями распределения активов при пассивном управлении ликвидируются в течение короткого промежутка времени путем совершения соответствующих сделок. В случае активного управления активами расхождения между фактическими и нормативными пропорциями их распределения возникают не только вследствие изменения рыночных цен, но и в результате решений, принятых управляющим активами в целях повышения доходов от инвестирования. Если решения управляющего активами были неверными, то фактически полученная доходность активов окажется ниже доходности, которая могла бы быть получена в случае пассивного управления активами, и наоборот. Как правило, на решения управляющего активами по отклонениям фактической структуры активов от нормативной устанавливаются ограничения (лимиты).

В управлении резервными валютными активами в Банке России допускаются отклонения фактической структуры активов от нормативной в пределах установленных лимитов. Основными видами разрешенных отклонений являются отклонения по валютной структуре чистых резервных валютных активов (принятие валютного риска), отклонения по *дюрации* резервных валютных активов и отклонения по пропорциям ценных бумаг, находящихся в фактических и нормативных портфелях (принятие кредитного и процентного риска).

Ряд инвестиционных решений, направленных на реализацию инвестиционной стратегии, принимают заместители Председателя Банка России, курирующие департаменты Банка России, осуществляющие управление резервными валютными активами. Ука-

занные должностные лица санкционируют совершение конверсионных операций с резервными валютными активами в пределах установленных Советом директоров Банка России и КДКП Банка России допустимых отклонений фактической валютной структуры чистых резервных валютных активов от нормативной. Решения об отклонениях по валютной структуре означают принятие дополнительного валютного риска по сравнению с уровнем валютного риска нормативной валютной структуры в целях увеличения доходности резервных валютных активов. Указанные должностные лица санкционируют также изменения величины инвестиционного портфеля за счет соответствующих изменений величины операционного портфеля. Активы операционного портфеля являются краткосрочными (срок до погашения не более 1 года), в то время как активы инвестиционного портфеля являются преимущественно долгосрочными (срок до погашения некоторых инструментов может составлять 30 лет и более). Соответственно, решение об увеличении активов инвестиционного портфеля за счет активов операционного портфеля приводит к увеличению дюрации резервных валютных активов в целом. Это решение означает принятие большего уровня процентного риска в расчете на получение большей доходности в долгосрочной перспективе.

В соответствии с Основными принципами и Инвестиционными директивами структурными подразделениями Банка России, осуществляющими управление резервными валютными активами, являются Департамент операций на финансовых рынках и Департамент обеспечения и контроля операций на финансовых рынках. Департамент операций на финансовых рынках совершает сделки с резервными валютными активами (фронт-офис), осуществляет оценку уровня кредитного и рыночного рисков, формирование и ребалансировку нормативных портфелей в соответствии с правилами, установленными Советом директоров Банка России и КДКП Банка России, а также осуществляет анализ внешнего финансового рынка. Основные ин-

вестиционные решения, принимаемые Департаментом операций на финансовых рынках, – это решения об отклонениях дюрации фактических портфелей резервных валютных активов от дюрации нормативных портфелей, отклонениях пропорций ценных бумаг в фактических и нормативных портфелях, а также решения о проведении операций с резервными валютными активами, приводящие к увеличению объема инвестиционного портфеля и изменению фактической валютной структуры в рамках установленных лимитов.

Департамент обеспечения и контроля операций на финансовых рынках осуществляет оформление заключенных сделок и расчеты по ним (бэк-офис), оперативный контроль за соблюдением установленных регламентов и лимитов и ограничений, а также поддерживает необходимое программное обеспечение.

Реализация инвестиционной стратегии сопровождается постоянным **контролем за соответствием совершаемых операций с резервными валютными активами установленным правилам, лимитам и ограничениям**. Оперативный контроль за соблюдением установленных лимитов и ограничений осуществляется Департаментом обеспечения и контроля операций на финансовых рынках. Контрольные мероприятия на постоянной основе осуществляются также Департаментом внутреннего аудита и ревизий. Кроме того, аудит операций с резервными валютными активами в рамках своей компетенции осуществляет внешний аудитор Банка России. В соответствии с Основными принципами и Инвестиционными директивами Председатель Банка России и заместитель Председателя Банка России, курирующие департаменты Банка России, которые осуществляют управление резервными валютными активами, контролируют соблюдение требований указанных актов. Департаменты Банка России, осуществляющие управление резервными валютными активами, предоставляют отчеты об управлении резервными валютными активами и соблюдении лимитов по кредитному риску КДКП Банка России ежеквартально и Совету директоров Банка Рос-

сии ежегодно. КДКП Банка России один раз в квартал представляет отчет о своей деятельности Совету директоров Банка России.

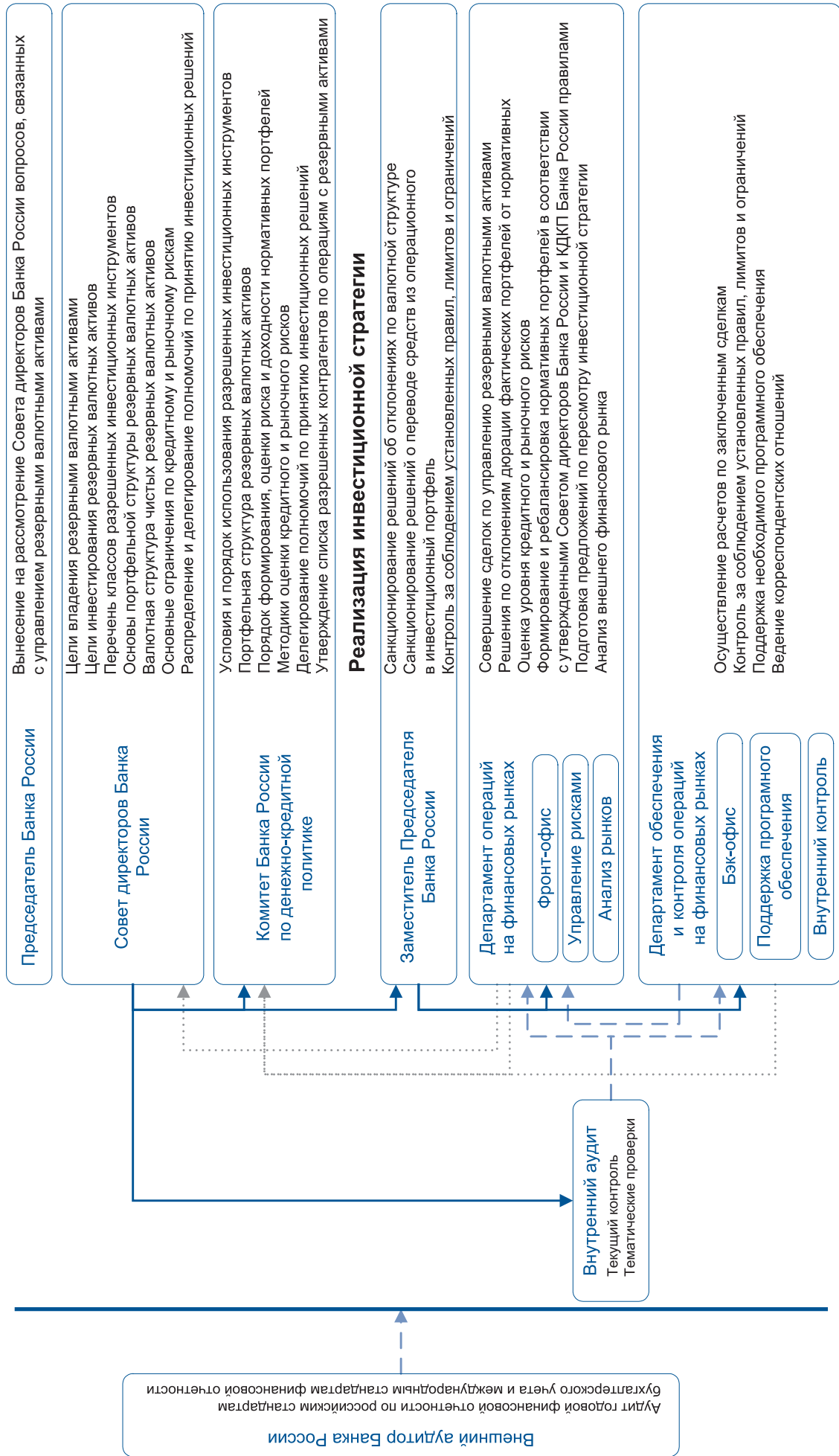
По мере изменения относительной значимости целей владения резервными валютными активами, а также изменения рыночных условий может возникать необходимость пересмотра принятой инвестиционной стратегии. **Пересмотр инвестиционной стратегии** с последующей реализацией принятых изменений является заключительной стадией инвестиционного процесса. В Банке

России пересмотр принятого ранее инвестиционного решения осуществляет тот орган управления, структурное подразделение или должностное лицо, которое ранее приняло пересматриваемое инвестиционное решение.

Организационная и функциональная структура органов управления Банка России, принимающих инвестиционные решения в отношении резервных валютных активов, схематически представлена на рисунке 3.1.

Рисунок 3.1. Принятие инвестиционных решений в отношении резервных валютных активов

Определение инвестиционной стратегии



Административное подчинение
 Аудит и контроль
 Отчетность

4. ГЛОССАРИЙ

Базовая инфляция

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

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

Волатильность

Характеристика изменчивости показателя.

Денежная база

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

Дюрация

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

Золотовалютные резервы Банка России

Золотовалютные резервы Банка России — величина, измеряемая в долларах США, рассчитываемая как разность между суммой резервных валютных активов Банка России, принадлежащих Банку России *монетарного золота* и золота на счетах в зарубежных банках, и обязательствами Банка России перед зарубежными контрагентами:

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

Инвестиционный портфель резервных валютных активов Банка России

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

Индекс потребительских цен (ИПЦ)

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

Индекс розничных цен

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

Индикаторы деловой активности (индикатор текущей активности, индикатор ожидаемой активности, индекс деловой конъюнктуры)

Индексы, рассчитываемые на основе опросов представителей фирм относительно оценки текущей ситуации на их рынках или их ожиданий в отношении того, какова будет ситуация в будущем.

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

Ключевая ставка центрального банка

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

Примеры ключевых ставок, используемых ведущими центральными банками:

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

Кредитный рейтинг

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

Кривая доходности

График взаимосвязи между доходностью и сроком до погашения ценных бумаг.

Монетарное золото

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

Нормативный портфель

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

Операционный портфель резервных валютных активов Банка России

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

Реальный курс национальной валюты к иностранной валюте

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

Реальный эффективный курс национальной валюты

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

Резервные валютные активы Банка России

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

Резервные валюты Банка России

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

Сделка РЕПО (обратного РЕПО)

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

Счет текущих операций платежного баланса

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

Чистый экспорт (товаров и услуг)

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

ПРИЛОЖЕНИЕ

**ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ
ЦЕНТРАЛЬНЫМИ БАНКАМИ ПРИ УПРАВЛЕНИИ РЕЗЕРВНЫМИ АКТИВАМИ
(НА ОСНОВЕ МАТЕРИАЛА SOCIETE GENERALE)**

Производные финансовые инструменты (деривативы) были разработаны коммерческими банками для страхования рисков своих клиентов, в первую очередь экспортеров и импортеров товаров, а также институциональных инвесторов, таких как страховые компании, пенсионные фонды, центральные банки и государственные фонды.

Сначала деривативы применялись для страхования валютных и процентных рисков, а затем стали использоваться также для страхования рисков, связанных с другими видами базовых активов: акций, товаров, кредитов и т.д. В семидесятые годы прошло-

го века с появлением теории опционов класс производных финансовых инструментов был существенно расширен.

В данном приложении рассмотрены следующие вопросы.

- Определение деривативов.
- Особенности управления центральными банками резервными активами.
- Использование центральными банками валютных деривативов.
- Использование центральными банками товарных деривативов.

П.1. Производные финансовые инструменты (деривативы): определения

П.1.1. Определение деривативов

Производный финансовый инструмент (дериватив) – это финансовый инструмент, цена которого напрямую зависит («производится») от стоимости другого актива, который является для данного дериватива базовым активом. Существуют деривативные контракты на валюту, ценные бумаги, товары, акции, процентные ставки, кредитные события (дефолты по кредитам), на индексы, на другие производные инструменты, а также на все комбинации этих активов.

К основным видам производных инструментов относятся форвардные контракты, фьючерсы, опционы и свопы.

П.1.2. Форвардные контракты

Форвардный контракт – это соглашение о покупке или продаже заданного количества определенного актива, например, валюты, в определенную дату в будущем по заранее установленной цене (форвардной цене). Форвард является внебиржевым аналогом фьючерса.

Форвардная цена отличается от цены спот (цена контракта с ближайшей датой расчетов, или текущая цена) в значительной степени из-за существования затрат на поддержание инвестиционной позиции, которые для финансовых активов определяются процентными ставками. Например, для двух валют форвардный обменный курс на определенный момент в будущем определяется, исходя из разницы в процентных ставках по этим валютам.

П.1.3. Опционы

Опцион – один из видов производных финансовых инструментов. Существуют опцио-

ны на покупку («call») и опционы на продажу («put»).

Опцион «call» – контракт, который предоставляет его обладателю право, но не обязанность купить заданное количество базового актива по заранее установленной цене в определенное время или до определенного времени в будущем.

Опцион «put» дает его владельцу право, но не обязанность продать заданное количество базового актива по заранее установленной цене в определенное время или до определенного времени в будущем.

Одним из основополагающих параметров опционного ценообразования является волатильность цены базового актива – характеристика того, насколько сильно цена актива изменяется во времени. Волатильность в годовом исчислении (аннуализированная) является наиболее распространенным показателем и обычно рассчитывается как аннуализированная дисперсия или стандартное отклонение цены, ставки или доходности базового актива. Чем более волатильна цена, ставка или доходность базового актива, тем более вероятно превышение ими цены исполнения опциона и, следовательно, тем выше стоимость опциона.

Покупатель опциона «call» ожидает повышения стоимости базового актива и предполагает, что волатильность будет расти или, по крайней мере, не упадет. Покупатель опциона «put», напротив, ожидает понижения стоимости базового актива и также предполагает, что волатильность либо повысится, либо, по крайней мере, не упадет.

П.2. Использование производных финансовых инструментов (деривативов) центральными банками

П.2.1. Особенности управления центральными банками резервными активами

Накопление валютных резервов: защита от кризисов или следствие борьбы с укреплением национальной валюты. В своем отчете «Руководство по управлению валютными резервами» (2004 г.) МВФ определяет управление резервами как «процесс, обеспечивающий условия, при которых валютные активы государственного сектора имеются в достаточном количестве, находятся под контролем органов власти и в любой момент могут быть использованы для достижения определенных целей страны или союза стран». Одна из основных целей накопления резервных активов центральными банками – финансирование операций на валютном рынке при проведении денежно-кредитной политики.

В целом стремительный рост валютных резервов за последние 10 лет имел две основные причины. Первая полностью находится в пределах сферы, определенной МВФ, но вторая выходит за ее рамки.

Опыт предыдущих финансовых кризисов определил центральную роль международных резервов страны в предотвращении кризисов и снижении волатильности валютных курсов. С этой точки зрения резервы рассматриваются в качестве необходимого инструмента превентивной монетарной политики: резервы аккумулируются в таком количестве, чтобы страна могла противостоять будущим неблагоприятным явлениям в экономике и принимать необходимые меры для борьбы с ними. Осознание центральной роли резервов в предотвращении кризисов стало причиной роста объемов валютных резервов во многих развивающихся странах.

Однако в последнее время рост валютных резервов имел также и другую причину: он стал результатом позитивных экономических и финансовых изменений. В некоторых развивающихся странах центральные банки наращивали свои валютные резервы автоматически, продавая национальную валюту при проведении валютных интервенций в целях нейтрализации повышательного давления на курсы национальных валют, возникающего как результат ак-

тивного сальдо торгового баланса или притока капитала в виде прямых и портфельных иностранных инвестиций.

Превентивная политика для ограничения зависимости от внешних факторов. Если при режиме фиксированного валютного курса валютные резервы используются для поддержания определенного валютного курса, то при режиме плавающего валютного курса валютные резервы часто используются для обеспечения ликвидности во время чрезвычайных колебаний рынка, угрожающих доверию инвесторов. Значительный объем валютных резервов обеспечивает доверие к способности страны отвечать по внешним обязательствам. Сознвая это, большинство стран с формирующимися рынками резко увеличили свои международные резервы за последние десять лет.

По мнению МВФ, наиболее адекватным индикатором достаточности резервов для целей предотвращения кризиса является отношение международных резервов к краткосрочному внешнему долгу страны. Конечно, другие индикаторы, такие как отношение объема резервов к объему импорта или состояние *счета текущих операций платежного баланса*, должны также приниматься во внимание. Страны с большим активным сальдо счета текущих операций не зависят от иностранного финансирования, что приводит к меньшей потребности в резервах.

Некоторые страны используют операции с валютными резервами для регулирования валютного курса. В некоторых странах, особенно в Азии, рост валютных резервов в последнее время происходил в результате стремления центральных банков бороться с повышением курса национальной валюты. Как правило, страны с большим активным сальдо по счету текущих операций имеют и самые большие резервы. Для борьбы с повышением курса национальной валюты центральные банки покупают иностранную валюту за собственную валюту, что приводит к увеличению денежного предложения в национальной экономике. Для компенсации потенциального инфляционного давления центральный банк принимает меры по стерилизации ликвидности с внутреннего финансового рынка, например, посредством

продажи ценных бумаг коммерческим банкам.

Подобные валютные интервенции являются неотъемлемой частью валютной политики, не основанной на свободно плавающем валютном курсе. Например, в настоящее время в Китае в условиях режима контролируемого плавающего валютного курса валютные резервы растут более чем на 1 млрд. долл. США в день, поскольку центральный банк намеренно сдерживает рост курса национальной валюты – юаня.

Валютные интервенции могут быть оправданы и при режимах свободно плавающего валютного курса, когда они применяются центральными банками для сглаживания краткосрочных колебаний валютного курса, не вызванных действием фундаментальных факторов и создающих риск для экономической и финансовой стабильности государства. Например, Резервный банк Новой Зеландии был вынужден продавать свою валюту за доллары США 11 июня 2007 г., когда повышение процентной ставки на предыдущей неделе на 25 базисных пунктов – до 8% – привело к росту курса новозеландского доллара по отношению к доллару США до рекордных уровней. Банк Японии также активно продавал японские иены в 2003 г. – начале 2004 г., опасаясь, что чрезмерное укрепление иены представляет угрозу для улучшения показателей экономического роста.

Поскольку, как показывают исследования, финансовые рынки далеко не всегда находятся в равновесии и рыночные цены могут существенно отклоняться от равновесного значения даже на достаточно глубоком и ликвидном рынке, валютные интервенции в случае подобных отклонений могут быть оправданы и способны избавить от необходимости будущих болезненных изменений в реальной экономике.

Мировые валютные резервы растут высокими темпами. Мировые государственные международные резервы в последние годы быстро росли, при этом в настоящее время объем резервов многих стран значительно превышает требования достаточности. Это свидетельствует о том, что накопление резервов все в большей степени связано с регулированием валютных курсов, а не направлено на защиту от будущих кризисов на валютных рынках.

Особенности управления резервами в зависимости от размера портфеля активов.

Характер управления резервами существенно различается в зависимости от того, что является причиной наращивания валютных резервов, – предотвращение будущих кризисов или желание ослабить повышательное давление на местную валюту.

Резервы, предназначенные для предотвращения потенциальных кризисов, должны в первую очередь быть ликвидными, то есть инвестированными в активы, которые можно быстро реализовать без значительных убытков. Тем не менее, если резервы достигают уровней, значительно превышающих требования достаточности, избыточные резервы могут быть инвестированы в более рискованные и потенциально более доходные активы.

По существу, задачей центрального банка является оценка объема резервов, необходимого для компенсации избыточной волатильности на валютном рынке (на основе опыта прошлых кризисов и стресс-тестов). Эта часть резервов должна инвестироваться в ликвидные и сравнительно надежные активы (включая наличность), а суммы, превышающие данный объем, могут быть инвестированы в более рискованные активы в целях получения дохода и сохранения капитала.

Хотя этот принцип соответствует общим принципам управления портфелем, следует отметить, что традиционные показатели риска и доходности не вполне удовлетворяют потребностям центрального банка. В самом деле, традиционные показатели не дают верной оценки рисков в чрезвычайных обстоятельствах, а центральные банки часто вынуждены прибегать к своим резервам, если рыночная ситуация приобретает чрезвычайный характер. Обычно падение котировок и ликвидности на наиболее рискованных рынках могут сопровождаться понижательным давлением на национальную валюту, что потребует реализации некоторых активов в весьма неблагоприятных рыночных условиях.

Большой объем резервов позволяет осуществлять диверсификацию портфеля путем включения более рискованных активов. Значительный рост валютных резервов в течение последних десяти лет явным образом изменил характер управления валютными резервами. Центральные банки существенно пересмотрели принципы выбора приемлемых

инвестиционных инструментов, что сделало возможным вложение части резервов в более рискованные активы, разумеется, в пределах четко обозначенных лимитов по риску.

Стремление получить более высокую доходность определялось двумя одновременными явлениями в текущем десятилетии: ростом валютных резервов значительно выше требований достаточности и глобальным падением доходности долгосрочных облигаций, которая в 2003–2005 гг. достигла исторически низких уровней. Пытаясь выйти на более высокий уровень доходности, многие центральные банки начали переходить от вложений только в первоклассные государственные облигации к инвестированию в ценные бумаги более широкого круга суверенных эмитентов, международных организаций, в обеспеченные облигации частных компаний или другие ценные бумаги, обеспеченные активами. При этом портфельным менеджерам центральных банков стала предоставляться большая свобода при управлении активами: они получили возможность определять уровень принимаемого риска по своему усмотрению и увеличивать оборачиваемость своих портфелей.

Сталкиваясь с противоречивыми целями управления резервными активами, некоторые центральные банки разделяют свои валютные портфели на более мелкие субпортфели. В некоторых странах, особенно в тех, которые столкнулись с резким и постоянным ростом своих резервных портфелей при проведении валютных интервенций или в результате продажи национальных активов (например, запасов нефти), даже были созданы независимые инвестиционные органы со своей собственной инвестиционной политикой.

Создание государственных фондов – последняя тенденция в управлении государственными накоплениями. По мере роста резервов центральные банки все более активно стремятся к диверсификации как по валютам, так и по видам активов, и для управления частью инвестиционного портфеля нередко привлекаются внешние управляющие. Кроме того, правительства стран все чаще учреждают собственные фонды накоплений (например, таким фондом является пенсионный фонд Норвегии). Крупнейшим государственным фондом является инвестиционная организация Объединенных

Арабских Эмиратов ADIA (Abu Dhabi Investment Authority), под управлением которой находится, по оценкам, около 875 млрд. долл. США. Сингапур (GIC), Норвегия и Саудовская Аравия входят в число стран, фонды каждой из которых управляют средствами порядка 300 млрд. долл. США. В текущем году Китай объявил, что планирует перевести 300 млрд. долл. США своих резервов во вновь создаваемый государственный фонд, который будет размещать средства в более доходные активы. Возможность создания подобных фондов рассматривают также Япония и Индия.

До двух третей совокупных активов государственных фондов приходится на долю стран – экспортеров нефти. По оценкам, к концу 2007 г. общий объем государственных фондов управления активами достигнет 2,5 трлн. долл. США, что значительно больше объема средств под управлением хедж-фондов.

Управление рисками. Какой бы стиль управления резервными активами ни использовали центральные банки, в первую очередь они должны определить нормативный портфель активов, который может иметь различные характеристики в зависимости от целей управления и существующих ограничений. Также в зависимости от склонности конкретного банка к риску портфельным менеджерам может предоставляться разная степень свободы в части отклонений показателей фактического портфеля от нормативного.

Нормативный портфель может быть разделен на два портфеля: ликвидный портфель, который должен быть использован при необходимости обеспечения устойчивости национальной валюты, и более рискованный портфель, нацеленный на получение более высоких доходов.

Каковы бы ни были исходные показатели нормативного портфеля, центральный банк сталкивается с рядом рыночных рисков, которыми необходимо управлять: риском ликвидности (отражает способность продать резервные активы на значительную сумму в короткие сроки без существенных ценовых потерь), кредитным риском (риск дефолта или падения рыночной стоимости в связи со снижением рейтинга компании или переоценкой уровня риска компании), валютным риском (падение рыночной стоимости в результате снижения курса

одной или более резервных валют), процентным риском (падение рыночной стоимости облигаций в связи с ростом процентных ставок). Как уже говорилось, параметры нормативного портфеля и возможность отклонения от него, предоставленная менеджерам, будут зависеть от степени готовности данного центрального банка к принятию риска.

Использование деривативов дает центральным банкам новые возможности для управления рисками. Всеми перечисленными рисками можно управлять с помощью традиционных методов управления портфелем, однако использование деривативов дает дополнительную гибкость: например, валютные свопы увеличивают свободу центральных банков при диверсификации активов по эмитентам.

Операции с производными инструментами иногда рассматриваются как более рискованные, чем инвестиции в активы, однако это не совсем верно. Например, фьючерсный контракт обычно имеет те же характеристики рыночного риска, что и базовый инструмент, а для деривативов, торгуемых на бирже, фактически все кредитные риски, связанные с контрагентом, устраняются клиринговой палатой.

В настоящее время, когда мировые валютные резервы достигли рекордных уровней, представляется все более важным эффективное вложение этих средств. Государственные институты стали ключевыми игроками в сфере управления активами. Крупнейшим в мире управляющим активами стал Народный банк Китая, чьи резервы составляют 1,2 трлн. долл. США, что делает задачу максимально эффективного управления этими средствами все более актуальной.

Использование деривативов помогает решить проблему конфликта целей при управлении резервными активами. Как уже говорилось, стиль управления портфелем активов зависит от размера портфеля относительно требований достаточности и определяется поиском компромисса между ликвидностью и доходностью. Резервы, предназначенные для защиты национальной валюты (предотвращения кризисов), инвестируются в основном в инструменты с коротким сроком до погашения, что придает портфелю большую ликвидность, но обычно подразумевает меньшую доходность.

Проблема выбора между ликвидностью и доходностью становится менее актуальной для центральных банков, использующих деривативы, которые позволяют получать доступ к более широкому кругу финансовых инструментов, сохранив одновременно оперативный доступ к значительным средствам.

Рассмотрим следующий пример. Вместо того чтобы покупать облигацию со сроком до погашения два года, центральный банк может приобрести семилетнюю ценную бумагу, которую он считает недооцененной и в которой видит большой потенциал роста стоимости (относительно рыночной кривой ставок доходности по операциям «своп»). Такая операция приведет к увеличению дюрации, а значит, и процентного риска. Однако этот риск может быть захеджирован посредством продажи фьючерсов на эту облигацию, то есть увеличение дюрации может компенсироваться короткой позицией на фьючерсном рынке. Если центральному банку срочно потребуется реализовать семилетнюю облигацию, у него будет возможность сделать это без дополнительного риска по сравнению с инвестицией в двухлетний инструмент. Другой способ исключить процентный риск заключается в совершении сделки своп по активам, в результате которой инвестиция в бумагу с фиксированным доходом заменяется инструментом с плавающей процентной ставкой. В этом случае, если центральному банку потребуется реализовать бумагу до срока погашения, остающийся риск будет равен разнице между доходностью облигации и ставкой по свопу.

П.2.2. Примеры использования центральными банками валютных деривативов

Для валютных деривативов существует следующая классификация («Трехлетний обзор центральных банков» Банка международных расчетов (март 2007 г.):

- Валютный форвард – контракт, предусматривающий обмен двух валют в определенную дату в будущем (более чем через два рабочих дня) по курсу, установленному на дату контракта.
- Валютный своп – контракт, предусматривающий фактический обмен сумм в двух валютах (без процентов) в определенную дату по курсу, установленному в момент заключения контракта («короткая нога»), и обратный об-

мен сумм в тех же двух валютах на другую дату в будущем по курсу, обычно отличному от предыдущего, установленному в момент заключения контракта («длинная нога»). В эту категорию включаются свопы спот/форвард, форвард/форвард, а также краткосрочные свопы *tom/next*.

- Валютно-процентный своп – контракт, предусматривающий обмен процентными платежами в разных валютах в течение определенного периода и обмен основными суммами в разных валютах по заранее установленному курсу в начале и в конце срока действия контракта.
- Валютный опцион – опционный контракт, предоставляющий право купить или продать валюту за другую валюту по заранее установленному обменному курсу в течение определенного периода. Эта категория включает также экзотические валютные опционы, например, опционы, основанные на среднем курсе, и барьерные опционы.
- Валютный свопцион – опцион на заключение контракта «валютный своп».

Оптимизация доходов посредством деривативов: бивалютные депозиты позволяют осуществлять конверсию по целевым валютным курсам. Бивалютный депозит может предусматривать право стороны, привлекающей депозит, выбирать валюту, в которой депозит будет погашен, предлагая за это более высокую доходность. Помещая деньги на такой депозит, центральный банк продает опцион («call» или «put», в зависимости от валюты депозита), цена исполнения которого равна курсу конверсии. Полученная за опцион премия представляет собой дополнительный доход для центрального банка.

Если данный опцион не будет исполнен к концу срока, конверсия не осуществляется и депозит выплачивается в первоначальной валюте.

Пример.

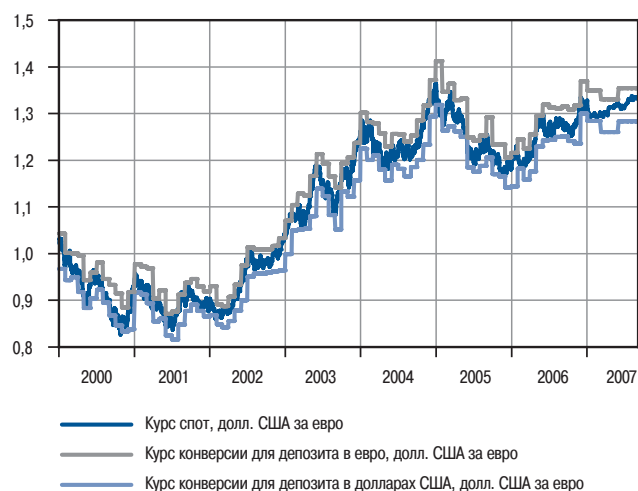
Пусть центральный банк управляет резервными активами в евро и долларах США. Каждый месяц внутренний комитет определяет верхний и нижний целевые уровни обменного курса, которые зависят от курса «спот» и волатильности.

Предположим, что курс спот евро/доллар США составляет 1,3300, а волатильность (σ)

равна 5% годовых (что эквивалентно месячной волатильности 1,44%). Целевые курсы фиксируются на следующий месяц в размере спот $\pm 1\sigma$, то есть 1,3492 (спот $+1\sigma$) и 1,3108 (спот -1σ). Для бивалютного депозита курсы конверсии будут установлены на уровне целевых курсов:

- центральный банк вносит месячный депозит в евро с повышенной ставкой доходности (5,70% против 4,05% ставки денежного рынка) и курсом конверсии 1,3492;
- центральный банк вносит месячный депозит в долларах США с повышенной ставкой доходности 6,75% (против 5,25%) и курсом конверсии 1,3108.

Более высокую доходность бивалютных депозитов можно увидеть с помощью построения модели на основе исторических данных (см. рисунок).



При моделировании ежедневных сделок по одномесечному бивалютному депозиту за период с 2000 по 2007 г. с целевыми курсами, равными спот $\pm 1\sigma$, совпадающими с курсами конверсии, средняя ставка доходности заметно превышает ставку денежного рынка.

П.2.3. Примеры использования центральными банками товарных деривативов

Все основные центральные банки в настоящее время приступили к активному управлению своими резервами в золоте для получения доходов по золотым авуарам. Наиболее распространенный и простой для центральных банков способ управления – отдать золото в заем коммерческому банку и получать проценты по рыночной ставке.

Расширение использования производных

инструментов на товарных рынках затронуло и драгоценные металлы, и центральные банки в настоящее время способны значительно увеличить доходность по золотым авуарам с помощью таких деривативов. Использование деривативов позволяет центральному банку эффективно управлять золотыми запасами путем продажи или покупки золота с применением деривативных стратегий.

Ниже приводятся несколько примеров операций центрального банка по обеспечению доходности золотых авуаров.

- **Депозит в золоте**

Депозит в золоте предоставляет центральному банку возможность получать доход по своим золотым резервам по рыночной ставке; срок таких депозитов может достигать 10 лет. Основными параметрами депозитов в золоте являются размер ставки, количество металла, срок депозита и вид процентного платежа (проценты могут начисляться в золоте или в валюте).

- **Обеспеченный депозит в золоте**

Депозит в золоте для центрального банка несет в себе риск контрагента, особенно в случае долгосрочного депозита (свыше 1 года). Цель обеспеченного депозита заключается в ограничении риска контрагента посредством получения в залог активов (акций или облигаций, обычно государственных облигаций) в обмен на предоставленное золото. В результате ставка по депозиту в золоте снижается, но зато риск контрагента для центрального банка практически полностью устраняется.

- **Соглашения о форвардной процентной ставке по операциям с золотом**

Поскольку рыночные процентные ставки изменяются, в интересах центрального банка заблаговременно зафиксировать процентную ставку по будущему депозиту в золоте. Соглашения о форвардной процентной ставке позволяют центральному банку выигрывать за счет возможности отдавать золото в заем по более высокой, чем рыночные, ставке посредством отложенного депозита в золоте.

Деривативные продукты также позволяют центральному банку активно управлять своими авуарами, сочетая использование опционных стратегий и депозита в золоте.

- **Депозит в золоте со встроенным опционом «call»**

Эта стратегия позволяет центральному банку увеличивать доходность по золоту посредством одновременного размещения депозита в золоте и продажи опциона «call» с ценой исполнения существенно выше текущей рыночной цены на то же количество и с тем же сроком, что и депозит в золоте. В результате процентная ставка по депозиту в золоте возрастает на величину премии по проданному опциону, фактически учитываемой в такой процентной ставке (то есть происходит повышение процентной ставки по золоту, а опцион продается с нулевой премией). Такая стратегия обязывает центральный банк продать определенное количество золота, если рыночная цена золота превысит цену исполнения опциона.

- **Депозит в золоте со встроенным опционом «put»**

Эта стратегия действует так же, как и предыдущая, и позволяет центральному банку повышать доходность по золоту посредством одновременного внесения депозита в золоте и продажи опциона «put» с ценой исполнения существенно ниже рыночной на то же количество и с тем же сроком, что и депозит в золоте. Эта стратегия обязывает центральный банк купить дополнительное количество золота, если рыночная цена золота будет ниже цены исполнения опциона.

Существует также большое количество других стратегий, связанных с использованием производных финансовых инструментов, которые могут использоваться для повышения эффективности управления резервами в золоте, и для каждого центрального банка они могут разрабатываться индивидуально.

Все вышеприведенные примеры показывают, что использование деривативов может помочь центральным банкам не только хеджировать свои риски, но и повышать доходность операций с резервными активами при ограниченном уровне риска.

В ОБЗОРЕ БЫЛИ ИСПОЛЬЗОВАНЫ МАТЕРИАЛЫ СЛЕДУЮЩИХ ОРГАНИЗАЦИЙ:

Информационное агентство «Блумберг»,

Информационное агентство «Рейтер»,

Банк Англии,

Офис по национальной статистике Соединенного Королевства,

Европейский центральный банк,

Банк Японии,

Всемирный совет по золоту (World Gold Council),

Gold Fields Mineral Service (GFMS),

Международный валютный фонд,

Федеральная служба государственной статистики Российской Федерации.

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

Выпуск 3

Подписано в печать 06.08.2007г.

Объем 13 печ. л.

Формат 60x90/8

Отпечатано в ООО «ЭлитГрупп»
127006, Москва, ул. Долгоруковская, д.31, стр.3
тел. (495) 609-24-05

