



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№ 2
2015

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

Москва



Обзор деятельности Банка России
по управлению валютными активами
№ 2 (34)
2015

При использовании материала ссылка на Центральный банк
Российской Федерации обязательна.

107016, Москва, ул. Неглинная, 12
E-mail: reservesmanagement@mail.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2007

СОДЕРЖАНИЕ

ПРЕДИСЛОВИЕ.....	2
ПРИНЦИПЫ УПРАВЛЕНИЯ ВАЛЮТНЫМИ АКТИВАМИ И ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ.....	3
ОБЗОР ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ТЕНДЕНЦИЙ В ОКТЯБРЕ 2013 ГОДА – СЕНТЯБРЕ 2014 ГОДА.....	4
УПРАВЛЕНИЕ ВАЛЮТНЫМИ АКТИВАМИ В ПЕРИОД С ОКТЯБРЯ 2013 ГОДА ПО СЕНТЯБРЬ 2014 ГОДА	6
ГЛОССАРИЙ.....	9

ПРЕДИСЛОВИЕ

В настоящем обзоре деятельности Банка России по управлению валютными активами представлены результаты управления валютными активами за период с октября 2013 года по сентябрь 2014 года.

Данные о деятельности Банка России по управлению валютными активами публикуются не ранее чем через шесть месяцев после окончания рассматриваемого периода, что обусловлено высокой чувствительностью цен на мировых финансовых рынках к действиям крупнейших участников рынка, в том числе Банка России.

Информация о валютных активах Банка России представлена также в Годовом отчете Банка

России (данные о резервных валютных активах и активах в золоте) и в некоторых разделах официального сайта Банка России (информация о величине золотовалютных резервов Российской Федерации). Показатели, приведенные в настоящем обзоре и в указанных источниках, отличаются друг от друга, так как различаются состав данных, включаемых в расчет величины активов, и методика расчета.

Определения терминов, выделенных в тексте обзора курсивом, приведены в глоссарии.

Замечания и предложения, касающиеся содержания обзора или формы представления материала, просим направлять по адресу reservesmanagement@mail.cbr.ru.

ПРИНЦИПЫ УПРАВЛЕНИЯ ВАЛЮТНЫМИ АКТИВАМИ И ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ

Рассматриваемые в настоящем обзоре валютные активы Банка России включают: государственные и негосударственные долговые ценные бумаги иностранных эмитентов; депозиты и остатки на счетах НОСТРО; средства, инвестированные по сделкам обратного РЕПО; чистую позицию Российской Федерации в МВФ; еврооблигации Российской Федерации, а также иные права требования к контрагентам по заключенным сделкам. Указанные инструменты номинированы в долларах США, евро, фунтах стерлингов, канадских и австралийских долларах, иенах, специальных правах заимствования (СДР), швейцарских франках (далее – иностранные валюты). Ценные бумаги иностранных эмитентов, приобретенные Банком России с обязательством обратной продажи по сделкам обратного РЕПО, не учитываются при определении общего объема валютных активов.

Целью управления валютными активами является достижение оптимального сочетания их сохранности, ликвидности и доходности.

Валютные активы группируются в портфели по валюте номинала. Для оценки эффективности управления указанными портфелями их доходность сравнивается с доходностью *нормативных портфелей*.

Управление валютными активами осуществляется с учетом обязательств Банка России в иностранной валюте (остатки на валютных счетах клиентов, в основном средства *государственных фондов*) и связано с принятием Банком России финансовых рисков: кредитного, валютного, процентного, риска ликвидности.

Под кредитным риском понимается риск неисполнения контрагентом или эмитентом ценных бумаг своих обязательств перед Банком России. Кредитный риск ограничивается различными лимитами и требованиями, предъявляемыми к кредитному качеству контрагентов и эмитентов. Минимальный *кредитный рейтинг* для иностранных контрагентов и эмитентов установлен на уровне «А» по классификации Fitch Ratings и Standard & Poor's и уровне «A2» по классификации Moody's Investors Service.

Под валютным риском понимается риск снижения стоимости чистых валютных активов (активы за вычетом обязательств) в результате изменений курсов иностранных валют. Уровень принимаемого Банком России валютного риска устанавливается целевыми долями валют в чистых валютных активах и ограничивается величиной допустимых отклонений от них.

Под процентным риском понимается риск снижения стоимости валютных активов вследствие неблагоприятного изменения процентных ставок. Уровень принимаемого Банком России процентного риска в каждой из иностранных валют определяется целевой *дюрацией* активов. Для управления процентным риском устанавливаются минимальное и максимальное значения дюрации активов в каждой из иностранных валют, а также ограничиваются сроки до погашения ценных бумаг, сроки депозитов и сделок РЕПО.

Под риском ликвидности понимается риск потерь вследствие недостаточности средств для исполнения Банком России текущих обязательств в иностранных валютах. Для снижения риска объем ликвидных активов в каждой из валют поддерживается на уровне, превышающем объем обязательств в соответствующей валюте. Наиболее ликвидными активами являются государственные ценные бумаги, которые составляют основную долю валютных активов. К источникам ликвидности относятся также остатки на счетах НОСТРО, кредитные линии, краткосрочные депозиты и сделки РЕПО, приток денежных средств от купонных выплат и погашений ценных бумаг в иностранных валютах.

На остатки денежных средств на валютных счетах государственных фондов Банк России начисляет проценты, эквивалентные доходности индексов, сформированных из долговых обязательств иностранных государств. Обязательства по выплате процентов исполняются Банком России в российских рублях. Банк России – эмиссионный банк, поэтому указанные обязательства не создают для него процентного риска или риска ликвидности.

В Банке России действует многоуровневая коллегиальная система принятия инвестиционных решений.

Совет директоров Банка России определяет цели управления валютными активами, перечень допустимых инструментов для инвестирования и целевой уровень валютного риска. Комитет Банка России, ответственный за инвестиционную стратегию, принимает решения об уровне процентного и кредитного риска и определяет перечень контрагентов и эмитентов. Реализация принятых инвестиционных решений осуществляется структурными подразделениями Банка России. Сторонние организации для управления валютными активами не привлекаются.

ОБЗОР ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ТЕНДЕНЦИЙ В ОКТЯБРЕ 2013 ГОДА – СЕНТЯБРЕ 2014 ГОДА

В рассматриваемый период динамика курсов иностранных валют и доходности государственных ценных бумаг основных развитых стран определялась в первую очередь продолжающимися долговыми проблемами в ряде стран еврозоны, замедлением экономического роста в Китае и действием программ количественного смягчения в США и Японии.

В сентябре 2013 года Конгресс США ввиду политических разногласий не смог согласовать федеральный бюджет на 2014 финансовый год, начинающийся 1 октября 2013 года, и договориться о повышении потолка государственного долга. В связи с этим с 1 по 16 октября 2013 года была приостановлена работа некоторых государственных служб США и возникла угроза наступления технического дефолта. За день до достижения лимита заимствований – 16 октября – Конгресс продлил финансирование правительства до 15 января 2014 года и приостановил действие потолка государственного долга до 7 февраля 2014 года. Период неопределенности, предшествовавший достижению соглашения, привел к бегству в качество международных инвесторов и росту краткосрочных ставок.

В ноябре 2013 года в условиях слабого экономического роста и низкой инфляции в еврозоне ЕЦБ смягчил кредитную политику, понизив учетную ставку с 0,5 до 0,25%. Агентство Standard & Poor's понизило рейтинг Франции с уровня «AA+» до «AA», отметив недостаточность реформ на рынке труда и падающую конкурентоспособность. Кроме того, эксперты агентства указали на крайне высокие бюджетные расходы и в то же время на высокие налоги, не позволяющие консолидировать бюджет за счет их дальнейшего повышения.

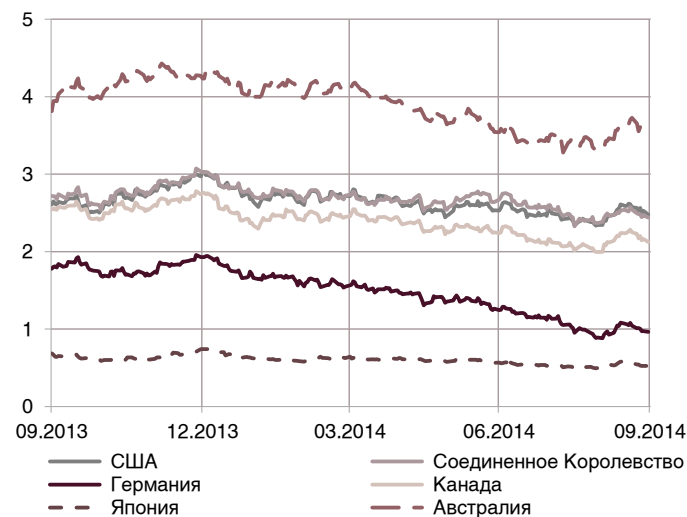
В декабре 2013 года Федеральный комитет по открытым рынкам США принял решение сократить объем ежемесячного выкупа облигаций на 10 млрд долларов США. Решение было принято на фоне заметного улучшения ситуации на рынке труда (безработица к ноябрю достигла 7%) и достижения консенсуса в Сенате США по вопросу федерального бюджета.

В январе 2014 года Конгресс США пришел к соглашению по вопросу о бюджетных расходах на 2014 год, главным итогом которого стало решение о продолжении реформы здравоохранения.

Рисунок 1. Изменение курсов валют основных развитых стран к доллару США, % к началу периода



Рисунок 2. Динамика доходности к погашению по государственным 10-летним облигациям основных развитых стран, % годовых



Федеральный комитет по открытым рынкам США в январе, марте, апреле и июне 2014 года принимал решения о сокращении выкупа облигаций на 10 млрд долларов США.

В феврале 2014 года в США действие лимита по государственным заимствованиям было приостановлено до 15 марта 2015 года. В результате агентство Fitch Ratings подтвердило рейтинг США на уровне «AAA», изменив прогноз по рейтингу с негативного на стабильный.

Уровень безработицы в США во II квартале 2014 года опустился ниже целевого показателя 6,5%, достижение которого ФРС ранее называла необходимым условием для повышения учетной ставки. В марте 2014 года ФРС отказалась от таргетирования безработицы, сохранив целевой показатель инфляции на уровне 2%.

Рост ВВП США за II квартал 2014 года оказался максимальным за период с конца 2011 года (4,6%). Это поддержало ожидания участников рынка относительно начала цикла повышения ключевой ставки ФРС в 2015 году.

В начале II квартала 2014 года правительство Японии провело налоговую реформу, которая заключалась в повышении налога с продаж на 2 п.п. Эта мера наиболее существенно отразилась на потребительском спросе, который с апреля начал сокращаться, в результате чего во II квартале 2014 года ВВП Японии снизился по отношению ко II кварталу 2013 года.

Рейтинговые агентства отметили улучшение кредитоспособности ряда европейских стран. Агентство Moody's Investors Service повысило суверенный рейтинг Испании с уровня «Вaa3» до «Вaa2», рейтинг Ирландии – с «Вa1» до «Вaa3» (до инвестиционного уровня), а также изменило прогноз по рейтингу Германии (Aaa), Австрии (Aaa) и Люксембурга (Aaa) с негативного на стабильный. Агентство Standard & Poor's повысило прогноз по рейтингу Бельгии (AA) с негативного до стабильного. Причиной этих решений стала стабилизация ситуации в периферийных странах еврозоны, снижение вероятности новых операций по поддержке их

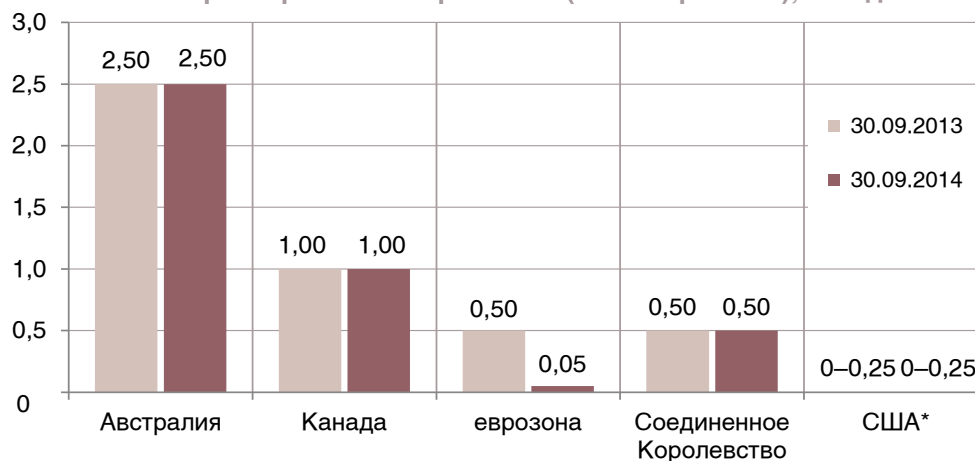
экономик, начало экономического роста в государствах зоны евро.

Во II квартале экономический рост в евро-зоне замедлился, что было связано в том числе с конфликтом на востоке Украины. Экономика Греции вышла из рецессии, среди крупных стран региона в зоне рецессии осталась лишь Италия. С целью поддержания экономического роста и преодоления дефляционного давления ЕЦБ в июне 2014 года снизил учетную ставку с 0,25 до 0,15%. При этом ставка по депозитам впервые опустилась ниже нуля, составив –0,10%. Кроме того, регулятор принял ряд стимулирующих мер:

- введение программы целевых долгосрочных операций рефинансирования (TLTRO), подразумевающей предоставление банкам ликвидности для кредитования реального сектора еврозоны. Совокупный объем программы может составить до 400 млрд. евро;
- приостановка операций по стерилизации ликвидности, полученной банками в рамках программы выкупа суверенных облигаций (SMP), при помощи депозитов ЕЦБ;
- подготовка программы выкупа бумаг, обеспеченных активами (ABS);
- продление срока действия расширенного списка активов, которые могут быть использованы банками в качестве залогового обеспечения при операциях с ЕЦБ, до сентября 2018 года.

В сентябре 2014 года ЕЦБ вновь снизил ставку рефинансирования (с 0,15 до 0,05%), ставка по депозитам была снижена с –0,1% до –0,2%.

Рисунок 3. Ключевые ставки центральных банков основных стран с развитыми рынками (в т.ч. еврозоны), % годовых



* ФРС США установлен целевой диапазон ставок 0–0,25%.

УПРАВЛЕНИЕ ВАЛЮТНЫМИ АКТИВАМИ В ПЕРИОД С ОКТЯБРЯ 2013 ГОДА ПО СЕНТЯБРЬ 2014 ГОДА

За рассматриваемый период объем валютных активов Банка России уменьшился на 73,3 млрд долларов США и составил 406 млрд долларов США (таблица 1). Основной причиной сокращения валютных активов стали операции на внутреннем валютном рынке – продажа иностранной валюты за рубли (рисунок 4). Уменьшение величины валютных активов было обусловлено также изменением курсов иностранных валют по отношению к доллару США (рисунок 1).

С октября 2013 года по сентябрь 2014 года дополнительным фактором сокращения валютных активов Банка России на 1,1 млрд долларов США были платежи по поручению клиентов.

За рассматриваемый период уменьшились объемы вложений в государственные ценные бумаги, а также объемы депозитов и остатков на корреспондентских счетах НОСТРО Банка России. Объем вложений в негосударственные ценные бумаги за этот период вырос (см. таблицу 1).

Рисунок 4. Факторы изменения величины валютных активов в октябре 2013 года – сентябре 2014 года, млрд долл. США



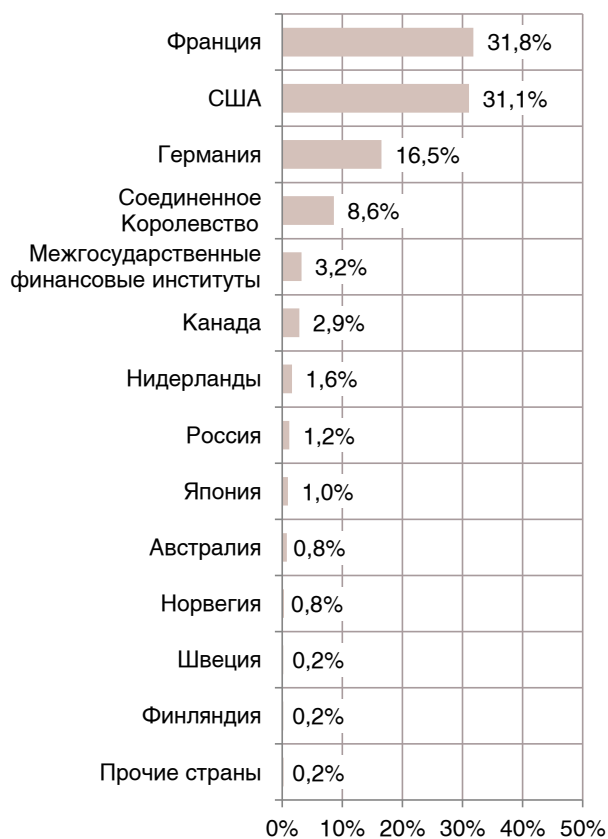
Таблица 1. Величина валютных активов и их распределение по видам инструментов

Валютные активы	На 30.09.2013		На 30.09.2014		Изменение в октябре 2013 года – сентябре 2014 года, млрд долл. США
	млрд долл. США	доля в валютных активах	млрд долл. США	доля в валютных активах	
Государственные ценные бумаги	392,8	81,9%	341,0	84,0%	-51,8
Депозиты и остатки на счетах	70,7	14,7%	54,1	13,3%	-16,6
Негосударственные ценные бумаги	3,7	0,8%	5,1	1,3%	1,4
Чистая позиция в МВФ	4,6	1,0%	4,0	1,0%	-0,6
Сделки обратного РЕПО	7,6	1,6%	1,2	0,3%	-6,4
Итого*	479,3	100%	406,0	100%	-73,3

* Из-за округления итоговое значение может отличаться от суммы указанных величин (классов активов).

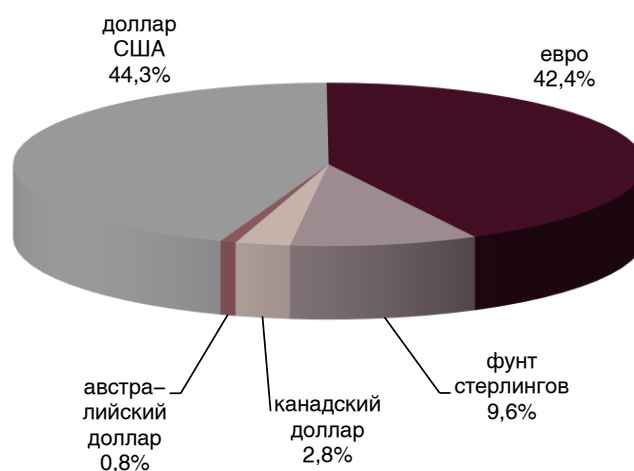
На рисунке 5 представлена фактическая валютная структура активов по состоянию на 30 сентября 2014 года. За рассматриваемый период были увеличены доли активов, номинированных в евро и фунтах стерлингов. Снизился удельный вес активов в долларах США. Доли активов в швейцарских франках и японских иенах оставались незначительными.

Рисунок 6. Географическое распределение валютных активов по состоянию на 30 сентября 2014 года



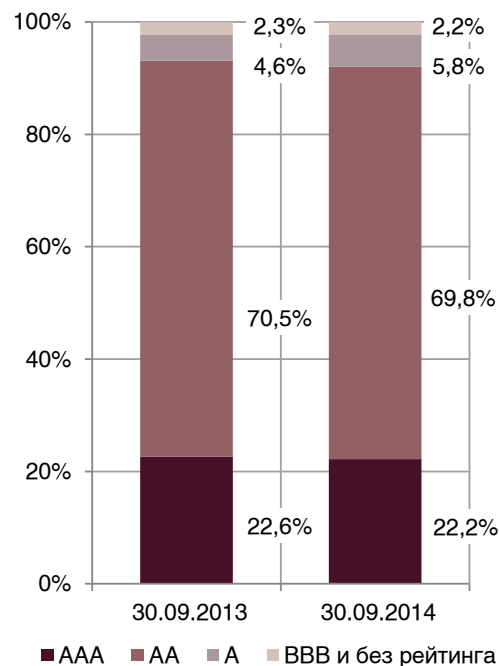
На рисунке 6 представлено географическое распределение валютных активов по признаку местонахождения (регистрации) юридических лиц – контрагентов или эмитентов ценных бумаг.

Рисунок 5. Распределение валютных активов по валютам по состоянию на 30 сентября 2014 года



На рисунке 7 представлено распределение валютных активов по их кредитному рейтингу на 30 сентября 2013 и 2014 годов. График построен на основе рейтингов агентств Fitch Ratings, Standard & Poor's и Moody's Investors Service, при этом во внимание принимались наиболее низкие значения кредитного рейтинга.

Рисунок 7. Распределение валютных активов по кредитному рейтингу



К категории «BBB и без рейтинга» относятся еврооблигации Российской Федерации с уровнем рейтинга «BBB» и активы, которым не присвоен кредитный рейтинг, такие как позиция Российской Федерации в МВФ.

Уменьшение доли активов с рейтингом «AA» и увеличение доли активов с рейтингом «A»

обусловлены сокращением объема вложений в государственные ценные бумаги и ростом объема депозитов в банках, имеющих относительно более низкий рейтинг.

Данные о доходности фактических и нормативных портфелей валютных активов Банка России представлены в таблице 2.

**Таблица 2. Доходность валютных активов Банка России
в октябре 2013 года – сентябре 2014 года, % годовых**

Показатель	Доллар США	Евро	Фунт стерлингов	Канадский доллар	Австралий- ский доллар
Доходность фактических портфелей валютных активов	0,31	0,40	0,51	1,22	2,65
Доходность нормативных портфелей валютных активов	0,28	0,39	0,47	1,20	2,60

ГЛОССАРИЙ

Бегство в качество (flight to quality)

Продажа инвесторами активов с большим риском и приобретение активов с меньшим риском (прежде всего государственных облигаций стран с развитыми экономиками), вызванная снижением склонности к риску.

Валютный своп

Соглашение, по которому стороны обмениваются платежами в разных валютах. На внутреннем рынке сделки «валютный своп» заключаются Банком России с целью предоставления российским кредитным организациям денежных средств в российских рублях под обеспечение иностранной валютой.

Государственный долг

Сумма задолженности государства по выпущенным и непогашенным займам как в национальной валюте, так и в иностранных валютах. При расчете задолженности величина валютных активов правительства не учитывается.

Государственные фонды

Резервный фонд и Фонд национального благосостояния Российской Федерации, управление средствами которых осуществляет Министерство финансов Российской Федерации, в том числе путем их размещения на счета в иностранной валюте (в долларах США, евро, фунтах стерлингов) в Банке России.

Денежная база

Сумма денежных средств в обращении и денежных средств коммерческих банков, депонированных на счетах центрального банка в качестве обязательных резервов.

Доходность валютных активов Банка России

Доходность за период рассчитывается по методу цепных индексов исходя из доходности активов за каждый день периода. Однодневная доходность одновалютного портфеля рассчитывается как отношение совокупного (реализованного и нереализованного) дохода портфеля к его рыночной стоимости на конец предыдущего дня.

Дюрация

Процентное изменение стоимости финансового инструмента либо класса инструментов к изменению соответствующих процентных ставок на один процентный пункт.

Ключевая ставка центрального банка

Ставка, устанавливаемая центральным банком в целях оказания воздействия на уровень процентных ставок в экономике. Изменение ключевой ставки, как правило, является основным инструментом денежно-кредитной политики. Примеры ключевых ставок, используемых ведущими центральными банками:

- Федеральная резервная система США (ФРС США) – целевой уровень ставки на межбанковском рынке по размещению денежных средств, хранящихся у банков на счетах в ФРС США;
- Европейский центральный банк (ЕЦБ) – минимальная ставка на аукционах РЕПО с ЕЦБ;
- Банк Англии – процентная ставка по резервам коммерческих банков на счетах в Банке Англии;

- Банк Канады – целевой уровень ставки на рынке межбанковских кредитов;
- Резервный банк Австралии – целевой уровень ставки на рынке межбанковских кредитов.

**Количественное смягчение
(quantitative easing – QE)**

Монетарная политика, используемая центральными банками для стимулирования национальных экономик. При количественном смягчении центральный банк для увеличения объема денежной массы в экономике покупает финансовые активы или предоставляет денежные средства под залог активов.

Кредитный рейтинг

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

Нормативный портфель

Набор инструментов в каждой из иностранных валют, взятых с определенными весами. Нормативные портфели отражают целевое распределение активов Банка России в каждой из иностранных валют.

**Сделки прямого (обратного)
РЕПО**

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

**СДР (special drawing rights) –
специальные права
заимствования**

Расчетная единица, используемая в операциях МВФ. Курс СДР определяется на основе долларовой стоимости корзины из четырех валют: доллара США, евро, иены и фунта стерлингов.