

НОВІ ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ В УПРАВЛІННІ ЗОЛОВОВАЛЮТНИМИ РЕЗЕРВАМИ НБУ

О.Б. Лупін, канд. екон. наук, Національний банк України

Поступальний розвиток світових фінансових ринків, поява нових фінансових інструментів обумовлюють необхідність удосконалення механізму управління золотовалютними резервами Національного банку України.

На сьогодні основним фінансовим інструментом розміщення коштів золотовалютного резерву НБУ є строкові депозити, які характеризуються низькою ліквідністю та доходністю, що є вищою, ніж за коррахунками, але нижчою, ніж можуть забезпечити інші інструменти фінансового ринку.

Стрімке зростання обсягу золотовалютних резервів (рис. 1), зменшення процентних ставок на міжнародних грошових ринках, зниження кредитних рейтингів ряду європейських банків-контрагентів НБУ призвели до значного зменшення ефективності традиційної інвестиційної політики НБУ – розміщення коштів золотовалютного резерву на короткострокові депозити. Середня ринкова сума міжбанківського депозиту, для якої котируються найкращі цінові умови, становить на сьогодні 15-50 млн.дол.США. Таким чином, для розміщення золотовалютних резервів у 30-денні депозити необхідно здійснювати близько 2500 операцій на рік, що тягне за собою значне підвищення як кредитного (пов'язаного з фінансовим станом банків-контрагентів), так і операційного ризику (необхідність обробки значної кількості трансакцій).

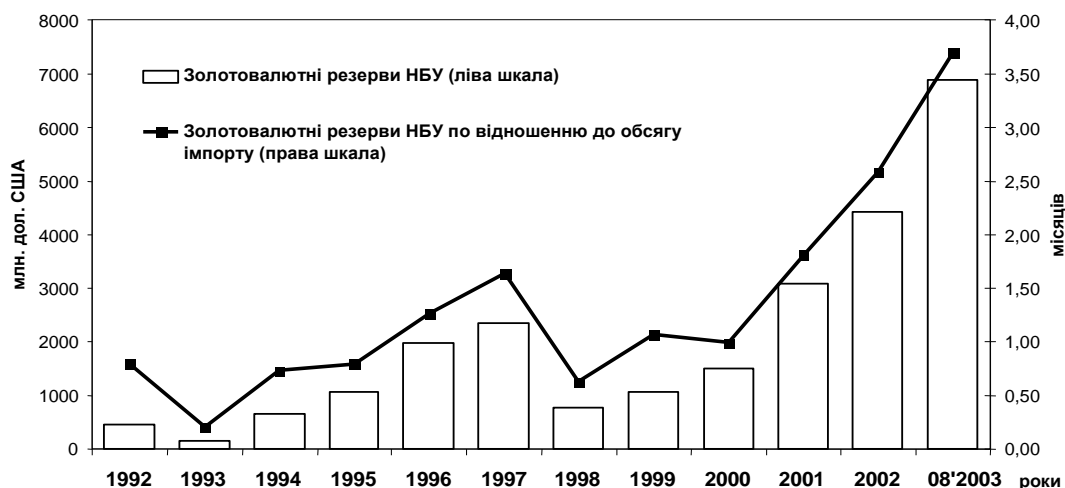


Рис. 1. Динаміка золотовалютних резервів НБУ, 1992-2003 рр. (дані на кінець періоду)

За інформацією Банку міжнародних розрахунків, більше 75 % світових золотовалютних резервів розміщено у державні цінні папери (облігації) країн-емітентів резервних валют (долар США, євро, японська ієна, англійський фунт, швейцарський франк).

Проведення операцій з цінними паперами (маються на увазі зобов'язання країн "великої сімки" та міжнародних фінансових організацій)

дозволяє зменшити кредитний ризик, підвищити ліквідність золотовалютного резерву (цінні папери можуть бути за 1-2 дні продані, у випадку необхідності, на вторинному ринку) та його дохідність (за рахунок інвестування коштів у більш довгострокові фінансові інструменти, ніж міжбанківські депозити).

На сучасному міжнародному ринку капіталу обертаються мільйони різних цінних паперів: акції, облігації тощо. Крім того, існують добре розвинуті ринки похідних фінансових інструментів (ф'ючерси, опціони, FRA), міжбанківські ринки (операції “форвард”, “своп”, “репо”). Яким чином центральні банки вибирають з множини фінансових інструментів, які обертаються на ринку, прийнятні фінансові інструменти, призначені для розміщення коштів золотовалютних резервів?

Перш за все, необхідно проаналізувати юридичні аспекти. Для запобігання інвестуванню коштів золотовалютних резервів у занадто ризикові та/або низьколіквідні фінансові інструменти на законодавчому рівні можуть встановлюватись певні регулятивні обмеження. Близько 40 % центральних банків відзначили існування юридичних обмежень інвестиційної практики у національному законодавстві, зокрема [2]:

- фінансові інструменти повинні бути активами, що визнаються світовим співтовариством як міжнародні резервні активи;
- обмежується чи забороняється інвестування коштів в акції або недержавні (корпоративні) зобов'язання;
- встановлюються кредитні ліміти або мінімально допустимий кредитний рейтинг фінансових інструментів;
- забороняється використання фінансових інструментів, оборот яких не регулюється належним чином відповідними державними органами;
- забороняються операції з деривативами.

Українське законодавство вимагає, щоб активи, які входять до складу золотовалютних резервів, визнавалися міжнародним співтовариством як резервні. НБУ має обмеження мінімального кредитного рейтингу банків контрагентів на рівні А. Також законодавець заборонив Національному банку здійснювати розміщення коштів резервів в акції [1].

До недавнього часу, певною мірою всупереч світовим тенденціям, інвестиційна політика Національного банку України передбачала розміщення коштів у депозитні інструменти, до яких ми відносимо і депозити до запитання – залишки на кореспондентських рахунках. Разом із тим, протягом 1995-1999 рр. здійснювалися операції з цінними паперами, а також залучалися зовнішні інвестиційні менеджери для управління частиною золотовалютних резервів НБУ. Мінімальна частка депозитних інструментів у складі золотовалютних резервів спостерігалася наприкінці березня 1996 року, і складала дещо більше 65 %.

Нами було проаналізовано структурну динаміку золотовалютних резервів за період з 1995 по 2002 р. у вигляді розкиду значень питомої ваги кожної складової золотовалютних резервів за цей період (рис. 2).

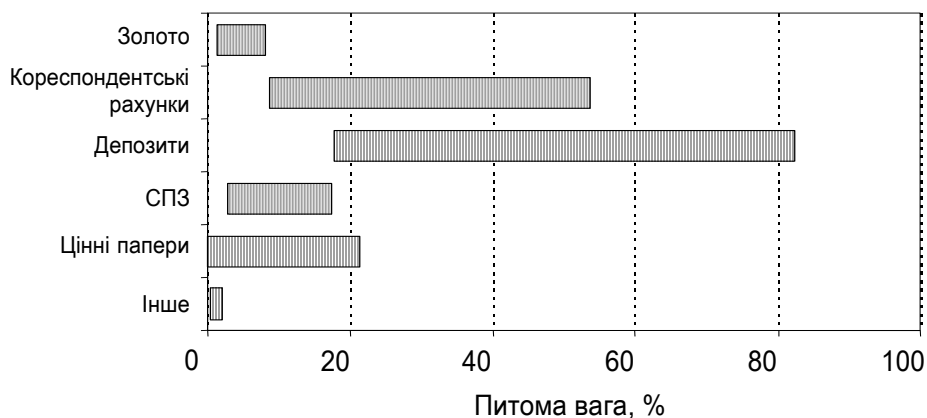


Рис. 2. Питома вага компонентів золотовалютних резервів у загальному обсязі, 1995-2002 рр.

Як можна побачити, найбільшу питому вагу в цей період у структурі золотовалютних резервів мали строкові депозити та залишки на кореспондентських рахунках, частка яких коливалась, відповідно, від 17,9 % до 82,3 % та від 8,6 % до 53,6 %.

Необхідний рівень ліквідності золотовалютних резервів за умови використання депозитних фінансових інструментів можуть забезпечити тільки депозити до запитання. Така форма інвестицій приносить або дуже низький дохід, або взагалі його не приносить, оскільки кошти зберігаються у високоліквідній формі у вигляді залишків на кореспондентських рахунках в іноземних банках. Строкові євродепозити забезпечують дещо більшу дохідність (на рівні відповідних ставок LIBID), однак їх неможливо достроково припинити (без суттєвих штрафних санкцій). Найяскравіше недоліки практики розміщення золотовалютних резервів у строкові депозити виявляються в періоди фінансових криз. Наприклад, у самий розпал валютної кризи 1998 р. перебували в ліквідному стані та були доступними органам монетарного управління лише половина (57,2 %) золотовалютних резервів, або 25,7 % валових валютних активів. Решта припадала на довгострокові депозити (з терміном погашення до 2 років) в іноземних банках, кредити Міністерству фінансів України, надані в 1995-1996 рр. тощо.

Проаналізувавши досвід управління золотовалютними резервами іноземних центральних банків, враховуючи вимоги українського законодавства, Правління Національного банку України 11.09.2000 року затвердило Положення про основні принципи управління золотовалютними резервами, в тому числі визначивши коло прийнятних фінансових інструментів та угод для розміщення коштів золотовалютних резервів:

- а) депозити на строк до 1 року в прийнятних для Національного банку іноземних банках, з огляду на їх інвестиційний клас (кредитний рейтинг);
- б) конверсійні валютні угоди;
- в) прості форвардні угоди та операції своп строком до 6 місяців, які укладаються виключно з метою страхування валютних ризиків;
- г) угоди продажу, міни, надання та отримання в кредит і під заставу;

- державних цінних паперів (казначейських векселів, нот, облігацій та ін.) без обмеження поточного строку до погашення, боржником або гарантом за якими виступає держава в цілому, Міністерство фінансів (казначейство), інше відомство центрального уряду, а також організації та адміністративно-територіальні суб'єкти, що мають державну підтримку (федеральні агенції США, федеральні землі ФРН), або центральний банк;
- боргових зобов'язань (векселів, депозитних сертифікатів тощо) з поточним строком до погашення не більше ніж 10 років, боржником або гарантом за якими виступає міжнародна фінансова організація (Світовий банк, ЄБРР, Банк міжнародних розрахунків тощо), або інший іноземний банк за умови, що його зобов'язання повністю забезпечені державними позиками;

д) угоди з похідними фінансовими інструментами, які укладаються виключно з метою страхування ризиків.

Як можна побачити, керівний орган Національного банку України дозволив здійснювати операції з досить широким колом фінансових інструментів – від державних облігацій до похідних фінансових інструментів.

Наступним кроком є вибір географічного сегмента світового фінансового ринку. Основними сегментами світового фінансового ринку є ринки США, країн єврозони, Японії, Великобританії, Канади, Австралії. Одним із найбільших фінансових ринків світу є ринок США, тому що:

- інституційно розвинутий;
- прозорий, ліквідний;
- найвищий суверенний кредитний рейтинг (AAA);
- єдиний зберігач (Федеральна Резервна Система);
- найбільша капіталізація (>20 трлн. дол. США);
- середньоденний оборот – близько 273 млрд. дол. США;
- згідно з інформацією Федеральної резервної системи, іноземні центральні банки утримують близько 697 млрд. дол., або 21 % від загального обсягу емітованих державних зобов'язань США.

Враховуючи те, що в золотовалютному резерві НБУ долар США має найбільшу питому вагу (близько 60 %), був обраний саме американський сегмент світового фінансового ринку: починаючи з вересня 2003 р. НБУ в співпраці з Міжнародним банком реконструкції та розвитку (Світовим банком) розпочав здійснення операцій з цінними паперами.

Третій етап полягає у виборі оптимального середнього строку до погашення (дюрації) державних цінних паперів, з якими будуть здійснюватись операції. На ринку обертаються зобов'язання з терміном до погашення до 30 років, серед яких Національний банк особливо виділяє короткостроковий сегмент (табл. 1).

**Дохідність та ризик американських державних зобов'язань
(1978-2002 рр.)***

Зобов'язання	Термін до погашення			
	до 1 року	1-3 роки	3-5 років	5-10 років
Державні зобов'язання США				
- середня дохідність, %	5,21	6,83	7,76	8,25
- ризик (стандартне відхилення), %	0,97	2,33	4,38	6,30
Зобов'язання агентств США				
- середня дохідність, %	...	7,11	7,97	8,67
- ризик (стандартне відхилення), %	...	2,35	3,99	5,94

*Джерело: Merrill Lynch Bond Indices, Bloomberg

Як можна побачити, при зростанні дюрації цінних паперів середня дохідність також зростає, але й процентний ризик зростає навіть більшими темпами: наприклад, облігації з терміном до погашення 1-3 роки мають на 31 % більшу дохідність, ніж облігації з терміном до погашення до 1 року, але на 140 % більший ризик. Процентний ризик являє собою ризик отримання збитків внаслідок змін процентних ставок, оскільки ринкова вартість облігацій залежить від процентних ставок: при їх підвищенні ринкова вартість облігацій падає, і навпаки.

Для аналізу процентного ризику часто застосовують стрес-тестування. Останнє полягає в моделюванні декількох сценаріїв зміни ринкових процентних ставок з подальшим розрахунком фінансового результату від операцій з цінними паперами. Враховуючи наявний на сьогодні низький рівень процентних ставок за основними світовими валютами, інвестування коштів у середньо- або довгострокові цінні папери може призвести до отримання збитків, оскільки дуже ймовірним є зростання процентних ставок з огляду на макроекономічні фактори (табл. 2).

Дані табл. 2 свідчать про небезпеку розміщення коштів золотовалютного резерву в відносно довгострокові облігації з терміном до погашення від 1 до 3 років: у випадку досить ймовірного підвищення процентних ставок на 100 базисних пунктів (1 bp = 0,01 %) можливі збитки за результатами фінансового року.

Стрес-тестування процентного ризику*

Термін до погашення	Підвищення % ставок на 200 bp	Підвищення % ставок на 100 bp	Базовий сценарій	Зниження % ставок на 100 bp	Зниження % ставок на 200 bp
до 1 року	1,00 %	1,04 %	1,08 %	1,12 %	...
1-3 роки	-1,33 %	-0,10 %	1,17 %	2,47 %	...

*Джерело: Bloomberg, розрахунки автора

З урахуванням вищенаведеного, Національним банком здійснюються операції з цінними паперами з терміном до погашення до 1 року. Як

інвестиційний еталон (benchmark) застосовується індекс *Merrill Lynch 0-12 Month Government Index*.

Для Національного банку України розміщення коштів золотовалютних резервів у короткострокові (до 1 року) облігації уряду США (T-bills) дає такі переваги:

1. Зменшення кредитного ризику. Уряд США має найвищий кредитний рейтинг AAA.

2. Зменшення операційного ризику. На ринку обертаються цінні папери з терміном до погашення від 1 тижня до 1 року, що дає можливість інвестувати кошти на необхідний термін без здійснення численних пролонгацій.

3. Зменшення трансакційного ризику (ризик непоставки паперів). Розрахунки за придбані облігації здійснюються через Федеральний Резервний банк Нью-Йорка за принципом “поставка проти платежу” (DVP, delivery-versus-payment). Таким чином, без фактичної поставки куплених цінних паперів списання коштів з рахунка Національного банку України не відбувається.

4. Підвищення ліквідності золотовалютного резерву. Цінні папери уряду США за необхідності отримання грошових коштів можуть бути швидко реалізовані на умовах “тод” (оплата сьогодні), “том” (оплата наступного дня) і “спот” (оплата на другий робочий день від дати укладення угоди), тоді як припинення строку дії депозитів є складною процедурою, тягне за собою штрафні санкції і негативно впливає на репутацію банку.

5. Підвищення рівня доходності. Доходність цінних паперів є дещо вищою від короткострокових депозитних ставок.

Список літератури

1. Закон України “Про Національний банк України” № 679-XIV від 20.05.1999 р. // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – 1999. – Вип. 7. – С. 3-23.
2. How Countries Manage Reserve Assets / Edited by R.Pringle and N.Carver. – London: Central Banking Publications, 2003. – 333 p.

Лупін О.Б. Нові тенденції в управлінні золотовалютними резервами / О.Б. Лупін // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". - Суми, 2004. - Т. 3. - С.146-150.