

ІНВЕСТИЦІЙНЕ ПЛАНУВАННЯ В НАЦІОНАЛЬНОМУ БАНКУ УКРАЇНИ

Однією з основних функцій центрального банку є управління золотовалютними резервами. Золотовалютні резерви являють собою високоліквідні активи центрального банку в іноземній валюті, які використовуються, в основному, для регулювання платіжного балансу країни. Однією з характерних ознак управління золотовалютними резервами є те, що від моменту формування до моменту їх використання проходить тривалий час. Незважаючи на те, що невизначеність моменту використання золотовалютних резервів обумовлює необхідність їх підтримки в високоліквідній формі, історичний досвід свідчить, що золотовалютні резерви – це “довгостроковий” елемент активів центрального банку. Ця “довгостроковість” полягає в тому, що золотовалютні резерви практично ніколи не використовуються стопроцентно: інтереси національної економічної безпеки диктують необхідність постійного підтримання обсягу золотовалютних резервів на певному рівні. Виходячи з цього, великого значення набуває проблема зберігання золотовалютних резервів, розв’язання якої залежить від інвестиційної політики центрального банку. Окремі аспекти управління золотовалютними резервами розглянуті, зокрема, в підручниках з питань валютного регулювання [2]. Незважаючи на це, якщо умовно уявити “життєвий цикл” золотовалютних резервів у вигляді ланцюга “формування – зберігання – використання”, то виявляється, що середина є своєрідною “білою плямою”, тобто залишається практично не дослідженою в економічній літературі.

Формування золотовалютних резервів є елементом зовнішньоекономічної та політичної діяльності держави (обмін внутрішніх активів на зовнішні, залучення коштів міжнародних фінансових організацій, урядів іноземних країн тощо). Використання золотовалютних резервів (найчастіше для здійснення валютних інтервенцій) є одним з інструментів грошово-кредитної політики центрального банку. Зберігання золотовалютних резервів є стадією, на якій центральний банк здійснює інвестиційний менеджмент активів, з урахуванням певних, досить специфічних обмежень. До речі, це є одна з найбільш “комерційних” функцій центрального банку. Можливе проведення певних паралелей між управлінням золотовалютними резервами і комерційним інвестиційним менеджментом, які полягають у наступному: у широкому сенсі як управління золотовалютними резервами, так і комерційний інвестиційний менеджмент ставлять на меті досягнення певного компромісу у трилемі: “ризикованість – ліквідність – дохідність портфеля активів” [1]. Схематично сукупність інвестиційних альтернатив, що

існують на фінансових ринках, можна навести у вигляді інвестиційної множини, кожна точка всередині якої відповідає певному рівню ризикованості, ліквідності та доходності портфеля активів. З урахуванням специфічних обмежень, що накладаються центральним банком на власну інвестиційну практику, “межі свободи” центрального банку будуть значно вужчими, ніж для комерційного інвестиційного менеджера.

Враховуючи те, що обсяг світових золотовалютних резервів за останні 25 років зріс приблизно в 7 разів та досягнув 3,1 трлн. дол. США, проблема зберігання золотовалютних резервів виходить на перше місце (рис. 1).

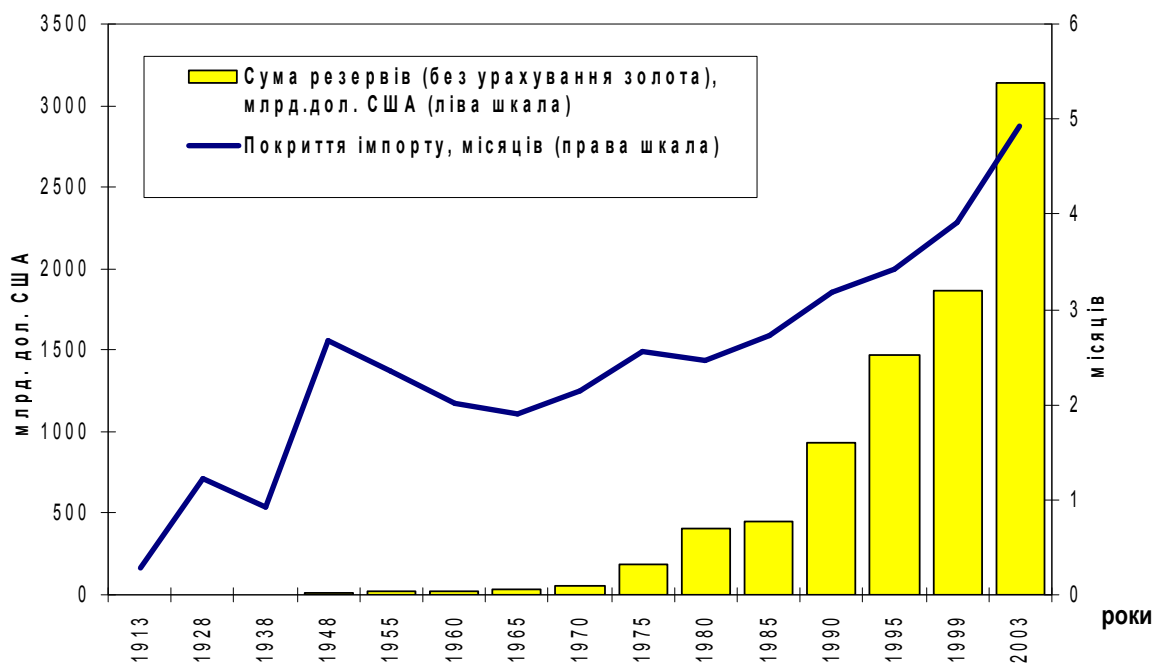


Рис. 1. Динаміка світових золотовалютних резервів у 1913-2003 рр. (джерело: МВФ)

За оцінками автора, високонадійні іноземні державні цінні папери – найбільш прийнятний фінансовий інструмент для розміщення золотовалютного резерву: близько 80 % світових золотовалютних резервів утримуються в цінних паперах. Так, питома вага цінних паперів у світових золотовалютних резервах у 2003 р. склала: у Східній Європі – 84 %, Балтійських країнах – 87 %, Центральній Європі – 79 %, країнах “великої сімки” – 76 % (джерело: МВФ, звітність за стандартом SDDS, 2003 р.).

Розміщення коштів золотовалютних резервів в державні цінні папери дозволяє суттєво знизити кредитний ризик та значно підвищити ліквідність золотовалютного резерву. Крім того, облігації вважаються практично “ідеальним” активом для центральних банків з огляду на специфіку виконуваних останніми функцій через наявність від’ємної кореляції між цінами облігацій та стадією економічного циклу: в період зростання світової економіки ціни облігацій падають; в період стагнації ціни облігацій зростають, що дає центральному банку додатковий обсяг ресурсів для здійснення валютних інтервенцій. Разом із тим, при розміщенні коштів у цінні папери зростає процентний ризик. Ціна облігацій чутлива до зміни

процентних ставок – при підвищенні ставок ціна облігацій (та дохідність) зменшується. Більше того, інвестиції в довгострокові цінні папери можуть принести від’ємний дохід за результатами фінансового року (рис. 2). В даній статті автор пропонує розглянути шляхи знаходження оптимального компромісу “ризикованість – ліквідність – дохідність портфеля цінних паперів Національного банку України”.

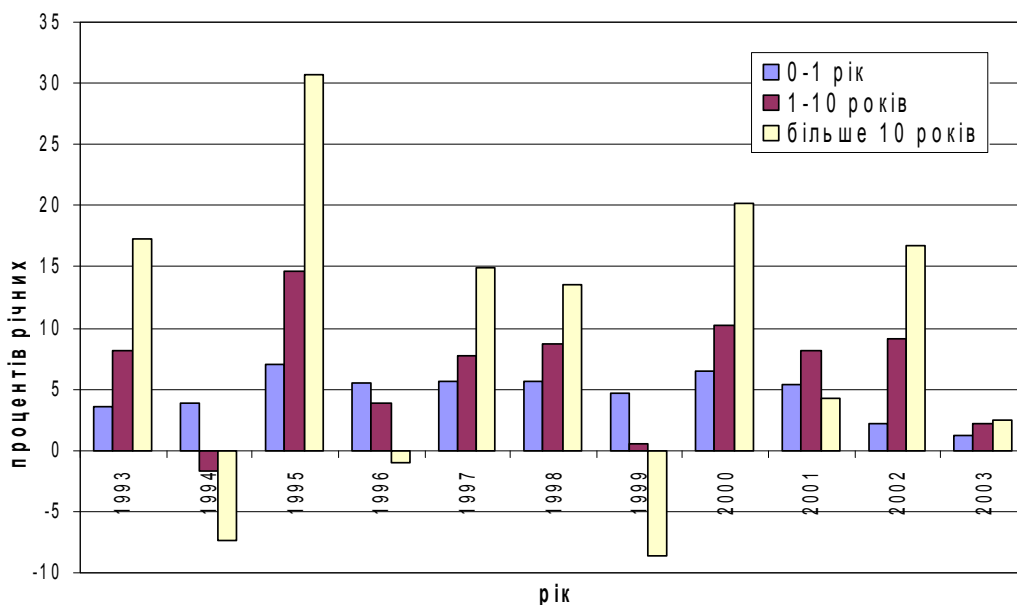


Рис. 2. Дохідність державних облігацій США з різними термінами до погашення у 1993-2003 рр. (джерело: *Bloomberg*)

Як можна побачити, дохідність портфеля облігацій з терміном до погашення від 1 до 10 років у 1994 р. була від’ємною (-1,7 %); дохідність портфеля облігацій з терміном погашення більше 10 років була від’ємною у 1994 та 1999 роках (відповідно, -7,4 % та -8,6 %). В той же час, середньорічна дохідність збільшується майже вдвічі разом із зростанням строкowości інвестицій (дюрації) та відповідним збільшенням процентного ризику: починаючи з 4,7 % річних для облігацій з терміном погашення до 1 року до 9,4 % річних для облігацій з терміном погашення більше 10 років.

Вищенаведене обумовлює те, що переважна кількість центральних банків, в тому числі і Національний банк України, велику увагу приділяє інвестиційному плануванню. Інвестиційне планування (англ. *strategic asset allocation, SAA*) являє собою планування розподілу інвестиційних коштів за різними видами активів (акції, облігації, інструменти грошового ринку, нерухомість, деривативи тощо) з метою досягнення певних рівнів дохідності та ризику. Слід зазначити, що для портфеля цінних паперів з фіксованим доходом (облігації) інвестиційне планування визначає до 90 % рівня дохідності та ризику інвестиційного портфеля. В економічній літературі розглядаються наступні етапи процесу інвестиційного планування (рис. 3).



Рис. 3. Схема процесу інвестиційного планування

Розглянемо етапи інвестиційного планування більш детально з урахуванням специфіки Національного банку України.

1. Інвестиційні цілі. Аналізуючи українське законодавство, можна зробити висновок, що основним призначенням українських золотовалютних резервів є регулювання платіжного балансу, яке здійснюється за допомогою валютних інтервенцій. Золотовалютні резерви також можна розглядати як досить вагому частину (близько 15 % ВВП) національного багатства України. З урахуванням цих факторів на перше місце виходять такі характеристики активів, як захищеність та ліквідність. Інвестиційну ціль Національного банку України відносно управління золотовалютними резервами можна сформулювати таким чином: максимізація дохідності разом із підтриманням високих рівнів захищеності та ліквідності золотовалютних резервів, достатніх для виконання функцій Національного банку України.

2. Прийнятний рівень ризику та інші обмеження. Безризикових інвестицій не існує. Наприклад, розміщення коштів в цінні папери з фіксованим доходом (облігації) пов'язане з кредитним та процентним ризиками. В рамках цієї статті ми зосередимось на процентному ризику, оскільки американські державні зобов'язання мають найвищий рейтинг AAA та мають мінімальний кредитний ризик. Оскільки Національний банк України управляє частиною національного багатства та його річний звіт затверджується Верховною Радою України, не можна допустити негативного фінансового результату за операціями із золотовалютними резервами за результатами фінансового року. З рис. 2 видно, що, скажімо, портфелі цінних паперів з терміном погашення 1-10 років та вище 10 років не відповідають обмеженню процентного ризику, оскільки мають в окремі роки негативний фінансовий результат.

3. Характеристики фінансових ринків. На цьому етапі оцінюються інвестиційні характеристики різних фінансових інструментів, які використовуються при інвестиційному плануванні. Оскільки кон'юнктура фінансових ринків постійно змінюється, для оцінки ризику та дохідності фінансових інструментів застосовують історичний статистичний аналіз.

До появи негативного фінансового результату призводять три фактори:

- дюрація портфеля цінних паперів, або чутливість ціни облігації до зміни процентної ставки;
- середньорічна дохідність цінних паперів. Високий рівень дохідності може покрити збитки, заподіяні зменшенням ціни облігації. Отже, облігації з більш високим рівнем дохідності мають менший процентний ризик при однаковому рівні дюрації;
- інвестиційний горизонт. Інвестиційний горизонт являє собою період інвестування коштів, за який аналізується фінансовий результат. Для Національного банку інвестиційний горизонт дорівнює фінансовому року.

Наприклад, при інвестуванні коштів в американські облігації з дюрацією 1 рік при інвестиційному горизонті, який дорівнює одному року, ймовірність отримання негативного фінансового результату складає 0,2 %. З іншого боку, максимальним “безпечним” рівнем дюрації (при 95 %-ній довірчій ймовірності) для 1-річного інвестиційного горизонту є два роки.

4. Розподіл коштів за активами. На цьому етапі Національний банк України визначає, яку питому вагу в золотовалютних резервах займатимуть цінні папери з фіксованим доходом. В іноземних центральних банках частка цінних паперів в резервах складає 75-85 %. Питома вага цінних паперів в золотовалютних резервах Національного банку України протягом 2003-2004 рр. коливалась в межах 8-12 %. Планується поступово нарощувати цей показник до 25-35 % в 2005-2006 роках.

5. Вибір інвестиційного еталону. При формуванні портфеля цінних паперів восени 2003 р. Національний банк України обрав дуже консервативну політику щодо процентного ризику – інвестиційний портфель НБУ складала цінні папери з терміном погашення до 1 року (дюрація портфеля – 0,5 років, інвестиційний еталон *Merrill Lynch 0-1 Government Notes&Bonds Index*). При дюрації 0,5 років ймовірність отримання негативного фінансового результату є майже нульовою. Разом із тим, для Національного банку України є можливість певного збільшення строковості вкладень (та збільшення дохідності) з одночасним дотриманням обмежень процентного ризику. При інвестуванні коштів золотовалютного резерву НБУ в портфель американських державних цінних паперів з терміном погашення до 3 років (дюрація складає 1,5 роки) ймовірність негативного фінансового результату незначна (1,9 %), а середня дохідність збільшується з 4,8 до 5,3 % річних.

Запропонована в цій статті методика знаходження оптимального компромісу “ризикованість – ліквідність – дохідність портфеля цінних паперів Національного банку України” показує, яким чином за рахунок певного збільшення процентного ризику збільшується дохідність портфелю цінних паперів. При цьому золотовалютні резерви не втрачають якостей, необхідних для виконання основної функції Національного банку України – підтримання стабільності національної грошової одиниці. Розрахований автором економічний ефект від впровадження цієї методики в практику Національного банку України може скласти до 15 млн. дол. США на рік.

Список літератури

1. Синки Дж., мл. Управление финансами в коммерческих банках. – М.: Catalaxy, 1994. – 820 с.
2. Ющенко В.А., Міщенко В.І. Валютне регулювання. – К.: Т-во “Знання”, КОО, 1999. – 359 с.
3. Johnson-Calari, Jennifer “NBU Asset Management Recommendations” // World Bank presentation for the Board of Governors of the National Bank of Ukraine (RAMP), August, 2004.

Лупін, О.Б. Інвестиційне планування в Національному банку України / О.Б. Лупін // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць.- Суми: УАБС НБУ, 2005.- Т. 12.- С. 65-71.