

ИЗМЕНЕНИЕ СТРУКТУРЫ РЕЗЕРВОВ БАНКА РОССИИ В 2018 ГОДУ*

Сергей Анатольевич ИВАНОВ

кандидат экономических наук, главный менеджер управления документарного бизнеса департамента транзакционного бизнеса Банка ВТБ (ПАО), Санкт-Петербург, Российская Федерация
 sergey.ivanov@hotmail.com
<https://orcid.org/0000-0003-3656-3297>
 SPIN-код: 6472-5357

История статьи:

Получена 28.03.2019
 Получена в доработанном виде 11.04.2019
 Одобрена 25.04.2019
 Доступна онлайн 28.06.2019

УДК 332.1

JEL: R11, R12, R58

Аннотация

Предмет. Резервы центрального банка предназначены для того, чтобы удовлетворять потребности в финансировании дефицита платежного баланса, проводить интервенции на валютных рынках для оказания воздействия на обменный курс и др. Резервные активы должны быть активами в иностранной валюте, называемой резервной. Управление активами должно обеспечить минимизацию кредитного и процентного риска. Исследуется обеспечение ликвидности таких активов в условиях режима санкций

Цели. Проанализировать методы управления резервными активами Банка России в условиях меняющейся конъюнктуры.

Методология. Использованы инструментальные приемы группировки, выборки, сравнения и обобщения, эволюционного и динамического анализа.

Результаты. Рассмотрены основные проблемы и пути их решения в части формирования структуры золотовалютных резервов Банка России в русле мировых тенденций. Поскольку в 2018 г. ограничения стали более серьезными, приняты меры по изменению этой структуры, эффективность которых вызывает сомнения. Кроме того, есть прямые доказательства неэффективности отдельных решений.

Выводы. Значимой тенденцией 2018 г. стало постепенное усиление режима санкций в отношении российских частных и государственных компаний. По всей видимости, просчитывая сценарий возможной заморозки резервов в американских казначейских бумагах, Банк России был вынужден уходить в другие валюты, и его выбор скорее политический, чем экономический.

Ключевые слова: ставки, отрицательные курсовые разницы, резервы

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2019

Для цитирования: Иванов С.А. Изменение структуры резервов Банка России в 2018 году // *Финансы и кредит*. — 2019. — Т. 25, № 6. — С. 1328 — 1335.
<https://doi.org/10.24891/fc.25.6.1328>

Ушедший 2018 г. стал снова для России непростым с точки зрения внешнеэкономических отношений. Сначала введенные в апреле санкции США в рамках принятого ранее в августе 2017 г. Конгрессом «Акта о противодействии противникам США посредством санкций» (Countering America's Adversaries Through Sanctions Act, CAATSA). Потом в августе был введен в действие новый

пакет санкций в связи с отравлением Сергея и Юлии Скрипаль в Великобритании.

Эффект от санкций в отношении России оценивается как сравнительно невысокий. Наиболее серьезные последствия наблюдались только после введения первых мер в 2014 г., когда российским банкам и компаниям ограничили привлечение заемных средств сроком до 30 дней. Тогда действительно многие российские компании ощутили нехватку ресурсов и сложности с рефинансированием долгов. Были введены и ограничения на сотрудничество с российскими нефтяными компаниями. Однако

* Автор выражает благодарность и глубокую признательность заведующей кафедрой банков, финансовых рынков и страхования Санкт-Петербургского государственного экономического университета, доктору экономических наук, профессору С.Ю. ЯНОВОЙ за советы и ценные замечания в ходе работы над этой статьей.

надо помнить, что они разрабатывались администрацией США и ЕС в середине 2014 г., когда нефть стоила свыше 100 долл. США за баррель, и при таких ценах Россия вполне могла начать серьезную разведку на арктическом шельфе. Но впоследствии цена барреля снижалась до 50 долл. США, и теперь из российских компаний в Арктике никто всерьез не готов работать [1].

Но уже примерно в 2016 г. западные рынки открылись всем банкам и компаниям, кроме десятка тех, что были в санкционном списке. Поэтому финансовые санкции уже не оказывали воздействия на российский платежный баланс [2].

Весной 2018 г. санкции оказались более серьезными и ударили по бизнесу сильнее, чем секторальные санкции, введенные США и ЕС в 2014 г. 6 апреля Министерство финансов США ввело санкции в отношении 26 россиян, крупных бизнесменов и чиновников. Американским лицам было запрещено вести коммерческие отношения с компаниями данных лиц, внесенных в так называемый черный список (SDN List, List of Specially Designated Nationals and Blocked Persons List), а также владеть их ценными бумагами или работать в данных компаниях. Наиболее сильно от санкций пострадала российская компания — один из двух крупнейших производителей алюминия в мире — «Русал», а также контролирующие его холдинги En+ и UC Rusal. В результате производитель алюминия оказался, по сути, в изоляции, а цены на алюминий взлетели до исторических максимумов. Лондонская фондовая биржа приостановила торги бумагами En+ после того, как ее капитализация рухнула на 30%. Сначала Минфин США дал время до 7 мая, чтобы американские фирмы избавились от всех акций и долговых инструментов «Русала» и связанных с ним компаний, а до 5 июня разорвали с ними контракты. Но затем сроки неоднократно переносились.

В дальнейшем Минфин США пошел на послабления, получив взамен согласие на изменение структуры собственников UC Rusal, En+, «Группы ГАЗ» и ЕвроСибЭнерго.

В ведомстве неоднократно подчеркивали, что объект санкций — это не компании и не их сотрудники, а лично их бывший владелец, Олег Дерипаска. Основным условием снятия санкций стало доведение во всех упомянутых компаниях доли Дерипаски до уровня ниже 50% [3].

Паника повторилась в конце лета, когда стало известно о новых возможных санкциях — запрете на покупку нового государственного долга РФ и ограничениях на долларовые операции для ведущих российских государственных банков. Показательной стала и динамика первичных размещений акций (IPO) российских компаний: если в 2014, 2015, 2016, 2017 гг. их объем составил соответственно 28, 46, 67 и 19 млрд руб., то за весь 2018 г. не состоялось ни одного IPO. Ухудшилось состояние конкуренции на рынках. 53% российских компаний заявляют, что постоянно ощущают антиконкурентное давление¹.

В этих условиях весной 2018 г. Банк России резко сократил свои вложения в американский государственный долг. В соответствии с опубликованным обзором по управлению золотовалютными активами Банк России во II квартале 2018 г. вдвое — до 21,9% — снизил долю доллара США в своих иностранных активах². Банк России сократил свои вложения в доллары на 93 млрд долл. США, взамен увеличив вложения в евро на 42 млрд долл. США и в юань на 67 млрд долл. США. Другими словами, половину долларовых активов Банк России перевел в евро и юани [4, 5].

В январе 2019 г., выступая на Гайдаровском форуме, первый заместитель председателя Банка России Ксения Юдаева сообщила, что доля юаня растет в резервах всех стран после того, как МВФ включил юань в корзину резервных валют. Действительно, когда в 2016 г. в терминологии МВФ юань вошел в

¹ Бюллетень о развитии конкуренции. В фокусе: Оценка состояния конкуренции в России. 2018. URL: <http://ac.gov.ru/files/publication/a/16783.pdf>

² Обзор деятельности Банка России по управлению активами в иностранных валютах и золоте. 2019. № 1. С. 3. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/14216/2019-01_res.pdf

корзину СДР, его использование в расчетах и резервах начало расти во всем мире. Однако Банк России обогнал здесь всех. С прошлого года ему принадлежит около четверти всех мировых резервов в юанях.

Возникает закономерный вопрос: насколько обоснованны и насколько выгодны такие вложения? Евро упал к доллару за 2018 г. на 3,4%, а юань — на 4,4%. Такое падение приблизительно обошлось Банку России более чем в 4 млрд долл. США только на валютных рисках, что составляет почти 1% золотовалютных резервов. И, кстати, это примерно стоимость всей пенсионной реформы на 2019 г.³

В 2017 г. Банк России, напротив, продал европейскую валюту в пользу американской по худшему курсу за 12 лет, потеряв около 4,5 млрд долл. США. В 2018 г., следуя вероятному указанию на дедолларизацию, Банк России начал избавляться уже от доллара в пользу евро и юаня, но снова оказался в минусе. Динамику курсов валют можно увидеть на *рис. 1*.

В обзоре Банка России говорится об ослаблении евро из-за постоянного откладываемого ужесточения политики ЕЦБ в части процентных ставок и ослаблении юаня из-за торговых войн Китая и США⁴ [6–10].

Кроме отрицательной курсовой разницы есть еще потери на отказе от использования самых выгодных из всех высоконадежных инструментов в мире — от вложений в американские государственные бумаги, которые приносят около 2,7% годовых. Для сравнения, например, инвестиции в государственные бумаги Франции приносят в среднем 0,6%, Германии — только 0,1% [11]. Инвестиции в юань зафиксировали доход 3,2% (вероятно, вложения в китайские государственные ценные бумаги), но курсовые

потери его полностью нивелировали. Таким образом, в итоге это выпадение процентного дохода еще на 2–2,5 млрд долл. США вдобавок к курсовым потерям.

Целью управления валютными активами, согласно тому же обзору Банка России, является «обеспечение оптимального сочетания задач по их сохранности, ликвидности и доходности». 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».

Минимальный кредитный рейтинг для иностранных контрагентов и эмитентов установлен на уровне «А» по классификации Fitch и S&P и уровне «А2» по классификации Moody's. Стандарты рынка требуют, чтобы рейтинг был присвоен как минимум от двух рейтинговых агентств⁵.

Резервы Банка России на 30 июня 2018 г. составили более 458 млрд долл. США. Однако его собственными резервы являются лишь отчасти, существенная их доля — это деньги российского правительства, хранящиеся в Фонде национального благосостояния (ФНБ) и на других его счетах. Средства Фонда национального благосостояния составляют около 3,8 трлн руб. (за вычетом инвестиций и депозитов в банках — 2,5 трлн руб.). Это не менее 38 млрд долл. США свободных денежных средств. Плюс профицит бюджета в 2018 г., поскольку Министерство финансов РФ продолжило покупать валюту на дополнительные нефтегазовые доходы в рамках бюджетного правила — около 1,5 трлн руб. Это еще более 22 млрд долл. США.

Также необходимо отметить, что в резервах Правительства среди доступных для инвестирования валют юаней нет (помимо долларов там есть также евро и фунты

³ По оценкам Правительства РФ, экономия от повышения пенсионного возраста за период с 2019 по 2024 г. должна составить около 2 трлн руб.

⁴ Обзор деятельности Банка России по управлению активами в иностранных валютах и золоте. 2019. № 1. С. 3. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/14216/2019-01_res.pdf

⁵ Рубцов Б. Современные фондовые рынки. М: Альпина Бизнес Букс, 2007. 748 с.

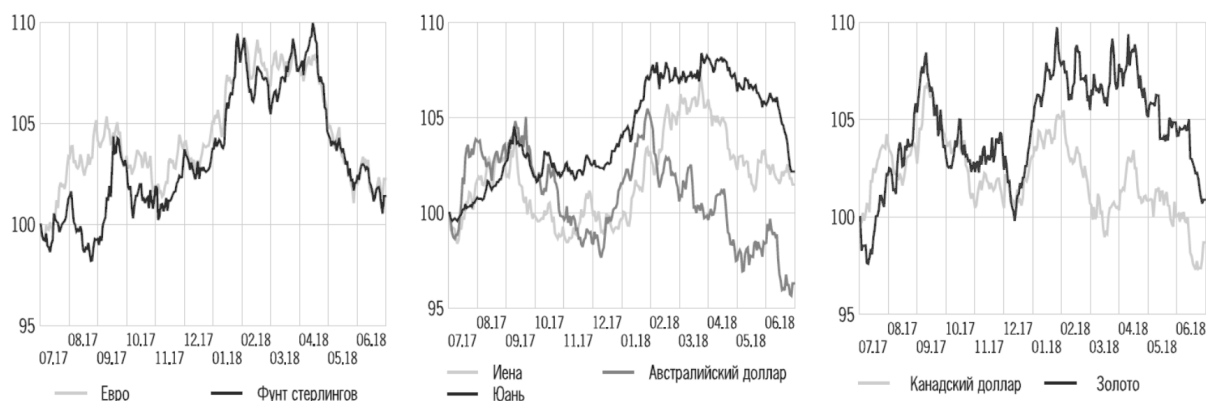
стерлингов). Поэтому при значительном росте размеров ФНБ возможности Банка России в части диверсификации золотовалютных резервов (ЗВР) могут значительно ограничиваться структурой его валютных обязательств, прежде всего перед Министерством финансов РФ.

При покупке Банком России юаней увеличивается его валютный риск: при использовании юаней для целей обеспечения финансовой стабильности потребуются их обратная конвертация в доллары, так как величина задолженности российских участников рынка перед иностранными в юанях близка к нулю. Юань до сих пор не является свободно конвертируемой валютой: фактически параллельно существуют два юаня — «материковый» и «офшорный».

С точки зрения риска ликвидности вложения в юань уменьшают возможности Банка России и создают риски. Курс юаня устанавливается при активном участии китайских властей. Именно оценка курсовых убытков, которые получил Банк России в результате конвертации долларов в юань в 2018 г. — около 3 млрд долл. США за второе полугодие 2018 г., — стала предметом широкого обсуждения экспертного сообщества (юань за этот период заметно упал).

Рассмотрим возможные сценарии использования резервов. ЗВР используются для прямых интервенций на валютном рынке, и Банк России неоднократно прибегал к этому в прошлом. При свободно плавающем курсе вместо продажи при шоке платежного баланса Банк России предпочитает теперь давать валюту в долг участникам рынка (вспомним 2014–2015 гг.). В этом случае достаточно того, чтобы резервы покрывали краткосрочный долг страны в иностранной валюте. Общая величина внешнего долга РФ на 1 января 2019 г. — 454 млрд долл. США, при этом на 1 июля 2018 г. — 490 млрд долл. США, из которых только 65 млрд долл. США — краткосрочный долг (с погашением в течение года), 254 млрд долл. США — в долларах США, 135 млрд долл. США — в рублях, 84 млрд долл. США — в евро и только 18 млрд долл. США во всех прочих валютах.

Также для оценки достаточности величины резервов используется сравнение с величиной импорта за некоторый период (часто за три или четыре месяца). И это единственный довольно экзотический сценарий, в котором юани могут на самом деле понадобиться: при невозможности оплаты импорта долларами или евро. Во всех остальных случаях вложения в юань лишь увеличивают риски.

Рисунок 1**Динамика основных курсов валют к доллару США в 2017–2018 гг., % к началу периода****Figure 1****Trends in the main foreign exchange rates against USD, 2017–2018, percentage points against the beginning of the period***Источник:* по данным Банка России. URL: <http://www.cbr.ru>*Source:* According to the Central Bank of Russia. URL: <http://www.cbr.ru> (In Russ.)**Список литературы**

1. Назарова Е.В., Сычева Е.И., Егорова Н.Е. и др. Теоретико-методологические аспекты инновационной деятельности организации: монография. М.: ИИУ МГОУ, 2016. 312 с.
2. Назарова Е.В. Глобализация финансовых рынков: содержание и тенденции развития // Вестник Московского государственного областного университета. Серия: Экономика. 2016. № 4. С. 32–40.
3. Зеленский С.Ю., Комарова Т.В. Виды и этапы сделок по слиянию и поглощению компаний // Молодой ученый. 2014. № 19. С. 304–306.
4. Глазьев С.Ю. Санкции США и политика Банка России: двойной удар по национальной экономике // Вопросы экономики. 2014. № 9. С. 13–29.
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2014-9-13-29>
5. Никулина О.В. Исследование эффективности применения Центробанком РФ инструментов денежно-кредитного регулирования национальной экономики // Экономика: теория и практика. 2018. № 1. С. 57–65.
6. Кудрин А., Горюнов Е., Трунин П. Кредитная политика: мифы и реальность // Вопросы экономики. 2017. № 5. С. 5–28. URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2017-5-5-28>
7. Абрамова М.А., Дубова С.Е., Красавина Л.Н. и др. Ключевые аспекты современной денежно-кредитной политики России: мнение экспертов // Экономика. Налоги. Право. 2016. Т. 9. № 1. С. 6–15. URL: <https://cyberleninka.ru/article/v/klyuchevyye-aspekty-sovremennoy-denezhno-kreditnoy-politiki-rossii-mnenie-ekspertov>
8. Аганбегян А.Г., Ершов М.В. О связи денежно-кредитной и промышленной политики в деятельности банковской системы России // Деньги и кредит. 2013. № 6. С. 3–11.

9. Маневич В.Е. Монетарная политика Центрального банка РФ и динамика российской экономики в 2015—2017 гг. // *Экономическая наука современной России*. 2018. № 4. С. 85—102.
10. Туркина О.А., Шабает П.В. Финансовая глобализация и ее влияние на финансовые рынки // *Экономика и социология*. 2017. № 34. С. 30—35.
11. Жданова О.А. К вопросу о классификации паевых инвестиционных фондов // *Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук*. 2013. № 3. С. 102—108.

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

RESTRUCTURING OF RESERVES OF THE CENTRAL BANK OF RUSSIA IN 2018

Sergei A. IVANOV

PAO VTB Bank, St. Petersburg, Russian Federation
sergey.ivanov@hotmail.com
<https://orcid.org/0000-0003-3656-3297>**Article history:**Received 28 March 2019
Received in revised form
11 April 2019
Accepted 25 April 2019
Available online
28 June 2019**JEL classification:** R11, R12,
R58**Keywords:** rates, negative
exchange differences, reserves**Abstract****Subject** Reserves of the Central Bank are designated to finance the balance of payments in case of its shortage, intervene into currency markets so as to influence the foreign exchange rate and otherwise. Assets management should mitigate the credit risk and interest risk. Liquidity of such assets during sanctions became a special topic to discuss.**Objectives** The article provides my own interpretation of methods for managing reserve assets of the Central Bank during developments in the economic situation.**Methods** My recommendations are substantiated, verified and proved with techniques for grouping, sampling, comparison and generalization, evolutionary and dynamic analysis.**Results** The article reviews key issues and solutions concerning the design of foreign exchange reserves of the Central Bank in line with global trends. Whilst some restrictions became especially stringent in 2018, certain actions were undertaken to reshape the structure, though their efficiency is questionable. There is undeniable evidence that some solutions are ineffective.**Conclusions and Relevance** In 2018, sanctions against the Russian private and public entities were tightened. Foreseeing the reserve freeze which the Central Bank held in the U.S. treasury stocks, it had to opt for other currencies, being guided by political, rather than economic, motives.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2019

Please cite this article as: Ivanov S.A. Restructuring of Reserves of the Central Bank of Russia in 2018. *Finance and Credit*, 2019, vol. 25, iss. 6, pp. 1328–1335.
<https://doi.org/10.24891/fc.25.6.1328>**Acknowledgments**

I express my gratitude and deep appreciation to S.Yu. YANOVA, Head of the Department for Banks, Financial Markets and Insurance at the Saint Petersburg State University of Economics, Doctor of Economics, Professor, for her advice and valuable comments on the article.

References

1. Nazarova E.V., Sycheva E.I., Egorova N.E. et al. *Teoretiko-metodologicheskie aspekty innovatsionnoi deyatel'nosti organizatsii: monografiya* [Theoretical and methodological aspects of corporate innovative activity: a monograph]. Moscow, Moscow Region State University Publ., 2016, 312 p.
2. Nazarova E.V. [Globalization of financial markets: Content and trends]. *Vestnik Moskovskogo gosudarstvennogo oblastnogo universiteta. Seriya: Ekonomika = Bulletin of the Moscow Region State University. Series: Economics*, 2016, no. 4, pp. 32–40. (In Russ.)
3. Zelenskii S.Yu., Komarova T.V. [Types and stages of M&A]. *Molodoi uchenyi = Young Scientist*, 2014, no. 19, pp. 304–306. (In Russ.)

4. Glaz'ev S.Yu. [Sanctions of the USA and the policy of Bank of Russia: Double blow to the national economy]. *Voprosy Ekonomiki*, 2014, no. 9, pp. 13–29. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2014-9-13-29>
5. Nikulina O.V. [Research into the efficiency of the Central Bank of Russia's tools for monetary regulation of the national economy]. *Ekonomika: teoriya i praktika = Economics: Theory and Practice*, 2018, no. 1, pp. 57–65. (In Russ.)
6. Kudrin A., Goryunov E., Trunin P. [Stimulative monetary policy: Myths and reality]. *Voprosy Ekonomiki*, 2017, no. 5, pp. 5–28. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2017-5-5-28>
7. Abramova M.A., Dubova S.E., Krasavina L.N. et al. [Key aspects of modern Russian monetary policy: Expert opinion]. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, Taxes & Law*, 2016, vol. 9, no. 1, pp. 6–15. URL: <https://cyberleninka.ru/article/v/klyuchevye-aspekty-sovremennoy-denezhno-kreditnoy-politiki-rossii-mnenie-ekspertov> (In Russ.)
8. Aganbegyan A.G., Ershov M.V. [On the relationship of monetary and industrial policy in the banking system of Russia]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2013, no. 6, pp. 3–11. (In Russ.)
9. Manevich V.E. [Central bank (RF) monetary policy and the dynamics of the Russian economy 2015–2017]. *Ekonomicheskaya nauka sovremennoi Rossii = Economics of Contemporary Russia*, 2018, no. 4, pp. 85–102. (In Russ.)
10. Turkina O.A., Shabaev P.V. [Financial globalization and its impact on financial markets]. *Ekonomika i sotsiologiya = Economics and Sociology*, 2017, no. 34, pp. 30–35. (In Russ.)
11. Zhdanova O.A. [To the question of classification of mutual funds]. *Aktual'nye problemy gumanitarnykh i estestvennykh nauk = Actual Problems of Humanities and Natural Sciences*, 2013, no. 3, pp. 102–108. (In Russ.)

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.