

*А.И. Олышаный*

### МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЕЗЕРВНЫЕ АКТИВЫ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ: ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ

*В статье приводится анализ золотовалютных резервов (ЗВР) и управления ими в РФ. Дается подробная характеристика основных элементов международных резервов. Рассматриваются успехи накоплений ЗВР (третье место в мире после КНР и Японии по этому показателю). Особое внимание уделяется развитию и контролю над золотодобывающей промышленностью. Анализируется управление международными резервами и перспективы повышения его эффективности.*

**Общая характеристика золотовалютных резервов.** За последние годы в результате благоприятной для российской экономики внешнеторговой конъюнктуры и проводимой органами денежно-кредитного регулирования политики золотовалютные резервы Российской Федерации многократно возросли. Управление золотовалютными резервами (т.е. ее ликвидными резервными активами) стало одним из ключевых направлений валютной политики страны, поскольку они характеризуются следующими факторами:

- представляя собой национальные высоколиквидные резервы, которые относятся к важнейшим инструментам государственного регулирования сферы международных платежей;
- свидетельствуют о прочности финансового положения страны;
- являются важным элементом функционирующей системы обеспечения стабильности национальной валюты;
- служат гарантией выполнения страной международных финансовых обязательств.

Банк России публикует данные о величине золотовалютных резервов РФ<sup>1</sup>. В соответствии со сложившейся международной практикой методологической основой разработки данных о международных резервах РФ являются подходы, изложенные в изданиях Международного валютного фонда: «Руководство по платежному балансу» (пятое издание, 1993 г.) и «Международные резервы и ликвидность в иностранной валюте. Формы предоставления данных: руководящие принципы» (2001 г.).

*Международные резервы Российской Федерации* представляют собой высоколиквидные внешние финансовые активы (валютные резервы) и монетарное золото, принадлежащие Правительству РФ и Банку России. Основные составляющие международных резервов РФ приведены в табл. 1.

*Финансовые иностранные активы* представляют собой финансовые требования: высоколиквидные активы Банка России, номинированные в долларах США, евро, фунтах стерлингов Соединенного Королевства, швейцарских франках, японских иенах, специальных правах заимствований (СДР) и в массе золота, размещенного на обезличенных «металлических» счетах и в депозитах контрагентов-нерезидентов РФ, имеющих рейтинги долгосрочной кредитоспособности не ниже «А»

---

<sup>1</sup> Понятия «Золотовалютные резервы Российской Федерации», «Международные резервы Российской Федерации» и «Резервные активы Российской Федерации» являются равнозначными [1].

по классификациям Fitch Ratings и Standard & Poor's или «A2» по классификации Moody's.

Таблица 1

Структура международных резервов Российской Федерации, млн. долл. США

Международные резервы РФ	На 01.01.07*	На 20.02.08**
Всего	303732	483225
В том числе:		
Внешние финансовые активы	214748	373108
Финансовые иностранные активы	7	8
Специальные права заимствования (СДР)	284	377
Резервная позиция в МВФ	80529	96436
Другие резервные активы	8164	13296

\* См. [1, с. 27].

\*\* По данным Банка России.

Финансовые требования могут быть выражены в форме:

- наличной иностранной валюты и платежных документов, являющихся обязательствами нерезидентов;
- остатков средств на корреспондентских счетах и депозитов до востребования в банках-нерезидентах;
- депозитов в банках-нерезидентах;
- ценных бумаг, выпущенных нерезидентами, за исключением ценных бумаг, являющихся обеспечением по операциям РЕПО<sup>2</sup>;
- прочих финансовых требований к нерезидентам.

В состав международных резервов не включаются финансовые активы, размещенные в банках-резидентах, а также в банках-нерезидентах, в уставном капитале которых имеют значительное долевое участие российские банки.

*Специальные права заимствований (СДР)* представляют собой международные активы, созданные МВФ для пополнения международных резервов государств – членов МВФ.

*Резервная позиция в МВФ* определяется как средства, выраженные в СДР<sup>3</sup>, которые Россия вправе изъять из своего членского взноса в МВФ в безусловном порядке, а также задолженность МВФ перед РФ по предоставленным займам.

В категории «*другие резервные активы*» учитываются средства в форме обратных РЕПО с нерезидентами (средства, переданные в результате сделок по покупке ценных бумаг с обязательством последующей продажи через определенный срок по заранее оговоренной цене).

*Монетарное золото* определяется как принадлежащие Банку России и Правительству Российской Федерации золотые слитки и пластины стандартного образца с чистотой металла не менее 995/1000. Включается золото, находящееся в хранилище, в пути и на ответственном хранении, в том числе за границей. Другие драгоценные металлы в международные резервы РФ не включаются.

Международные резервы рассчитываются Банком России на основании балансовых и оперативных данных Банка России и информации Минфина России с учетом начисленных процентов.

<sup>2</sup> Сделки РЕПО – сделки по продаже (покупке) ценных бумаг с обязательством последующего выкупа (покупки) через определенный срок по заранее оговоренной цене.

<sup>3</sup> СДР является также расчетной единицей МВФ. Стоимость СДР определяется исходя из корзины международных валют, состоящей из долларов США, евро, японской иены и фунта стерлингов Соединенного Королевства.

Данные о международных резервах РФ публикуются в миллионах долларах США – пересчет осуществляется по кросс-курсам иностранных валют к доллару США. Кросс-курсы рассчитываются на основе официальных обменных курсов российского рубля к иностранным валютам, устанавливаемых Банком России и действующих по состоянию на отчетную дату.

Монетарное золото оценивается в долларовом эквиваленте путем умножения его величины в граммах на учетную цену золота в рублях за 1 г и деления на официальный курс доллара США к российскому рублю, устанавливаемые Банком России.

Золотовалютные резервы РФ увеличились с начала 2005 г. по февраль 2008 г. с 124,5 до 483,2 млрд. долл. США, т.е. примерно в 4 раза. В золотовалютных резервах удельный вес СДР, резервной позиции в МВФ и другие резервные активы нередко суммируют с финансовыми иностранными активами. Таким образом, приходится зачастую иметь дело с понятиями – валюта и золото. В общем объеме международных ликвидных средств СССР в 1938 г. на долю золота приходилось 94%, тогда как на иностранную валюту – 6% [2, 3]. Однако постепенно валюта стала преобладающим компонентом по сравнению с золотом в золотовалютных резервах. В начале 2008 г. валюта составила 97,2 и золото – 2,8%.

С начала 2007 г. РФ утвердилась на третьем месте среди стран с крупнейшими в мире золотовалютными резервами (ЗВР) после КНР и Японии, опередив Тайвань и Республику Корею (рис. 1)<sup>4</sup>.

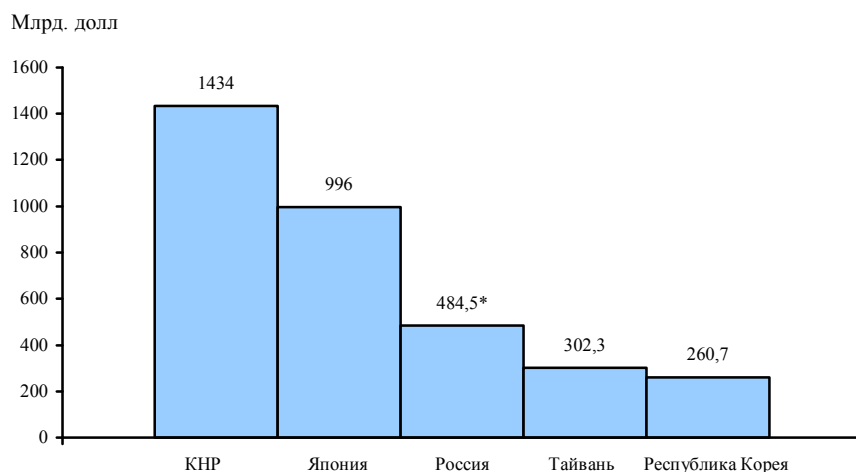


Рис. 1. Страны с крупнейшими ЗВР в мире

Источник: официальные данные Банка Китая, Банка Японии, Банка России, остальные показатели – авторская оценка.

Кроме перечисленных стран в группу мировых лидеров по объему ЗВР входят также Индия, Сингапур, Гонконг, ФРГ, Франция.

По оценке ведущего аналитика ИК «Файненшел Брифи» (см. [4]), в 2008 г. в России сохранится значительный прирост ЗВР, который превысит уровень 100 млрд. долл., и к концу 2008 г. приблизится к уровню 600 млрд. долл. Высокая цена на энергоносители и металлургическую продукцию, на которую приходится более 70% российского экспорта, будет причиной солидного сальдо внешнеторгового баланса, несмотря на то, что укрепление рубля способствует росту объема импорта.

<sup>4</sup> По данным ЦБ РФ на 9 сентября 2008 г. ЗВР России составили 573,6 млрд. долл.

В ретроспективе Россия располагала значительными запасами золота. За период с 1886 по 1914 г. золотой запас вырос в 5 раз и достиг 1208 т. К началу революции он сократился до 850 т. Это произошло в результате специальных операций по передаче золота в займы правительству Великобритании. Взамен выдавались беспроцентные обязательства сроком от 3 до 5 лет о возврате золота после окончания войны. Эти обязательства учитывались в балансе Госбанка по статье «золото за границей» [2].

После революции две трети золотого запаса России оказалось за рубежом (в Великобритании, Франции, США и Японии). За годы советской власти (1917-1991 гг.) в нашей стране было произведено 11 тыс. т золота, из них 3 тыс. т использовано в промышленном производстве. В советский период предусматривались различные меры по увеличению золотых запасов золота страны, которые достигли максимума в начале 1950-х годов прошлого века (1953 г. – 2049,8 т) (табл. 2).

Таблица 2

Добыча и резервы золота в Российской Федерации, т\*

Год	Производство золота	Резервы золота
1953	117,1	2049,8
1985	264,0	719,5
1990	302,0	450,0
1995	132,0	292,8
2000	143,0	384,4
2001	150,0	423,0
2002	171,0	387,7
2003	176,9	389,0
2004	180,5	401,0
2005	168,1	410,0
2006	159,1**	–
2007	144,8**	–

\* По официальным публикациям Банка России.

\*\* По данным Союза золотопромышленников.

Однако в дальнейшем достигнутый высокий уровень золотого запаса сохранить не удалось. С одной стороны, с развитием промышленности, в том числе оборонной, серьезно возросло внутреннее потребление драгоценного металла в различных отраслях (электроника, электротехника, космос др.), тогда как по мере роста благосостояния населения увеличивалось использование золота на производство ювелирных изделий, зубопротезирование и другие бытовые нужды.

Начиная с 1953 г. Советский Союз в возрастающих объемах стал экспортировать золото и почти за 40 лет до 1991 г. реализовал в различных формах на мировом рынке 8,2 тыс. т золота [5, с. 150].

В постсоветской России золотодобывающий комплекс, который по праву называли «валютным цехом страны», подобно многим отраслям отечественной промышленности пришел в упадок.

Лишившись государственного финансирования, золотодобывающая отрасль оказалась в состоянии глубокого кризиса. Были свернуты геологоразведочные работы, в результате отрасль прозябала за счет эксплуатации месторождений, открытых еще в советское время, что приводило к истощению их запасов. При этом основной объем добычи драгоценного металла ведется на легкодоступных россыпных месторождениях, тогда как большая часть его запасов – это коренные месторождения, освоение которых требует масштабных и долгосрочных инвестиций. Разведанные запасы золота сократились по сравнению с началом 1990-х годов прошлого столетия на 10% и содержание золота в коренных и россыпных месторождениях снизилось в 2-2,5 раза.

По данным Союза золотопромышленников России, при современном уровне добычи разведанные запасы россыпного золота будут исчерпаны уже в течение ближайших 10-15 лет, рудного золота – через 25-30 лет [6, с. 42]. Еще более консервативно в оценке будущего золотодобычи Министерство природных ресурсов РФ, считающее, что рентабельные запасы россыпного золота будут выработаны уже к 2011 г. [7, с. 52]. Учитывая, что большинство золотодобывающих компаний занимается в России разработкой россыпных месторождений, в перспективе можно ожидать не только снижения объемов золотодобычи, но и прекращения деятельности многих мелких и средних золотодобывающих предприятий. Это будет иметь ощутимые негативные

последствия для российской экономики, означая потерю более 20-30 тыс. рабочих мест, связанных как с самой золотодобычей, так и с ее непосредственным обслуживанием.

С началом рыночных реформ в золотодобывающей отрасли вместо прежних 12 крупных производственных объединений в качестве самостоятельных недропользователей возникло более 500 различных предприятий и организаций, в подавляющем большинстве небольшие старательские артели. Дезинтеграция и распыление капитала между большим числом предприятий определили спад в отрасли. Финансирование отрасли оценивалось банками и компаниями как высокорискованный бизнес.

Переломным для золотодобывающей промышленности стал 2002 г., когда после длительного снижения цен на золото была превышена важная для инвесторов отметка на Лондонской бирже металлов – 300 долл. США за тройскую унцию. Котировки золота на мировом рынке 21 февраля 2008 г. достигли исторического максимума – 958 долл. за тройскую унцию.

После 2002 г. мировое производство золота ежегодно снижалось. Причина высоких цен на золото – отставание спроса от предложения. Инвесторы стремятся приобрести золото в период роста нестабильности мировой экономики, увеличения цен на энергоносители и продовольствие и обесценивания доллара США по отношению к евро (в течение 2007 г. произошло укрепление евро по отношению к доллару с 1,29 до 1,49).

Большинство инвестиционных банков прогнозирует, что в течение 2009 г. цены на золото будут колебаться следующим образом (табл. 3).

Таблица 3

Прогнозы цен на золото на Лондонской бирже металлов  
(долл. США/тройская унция)

Компания	2008 г.	2009 г.	Компания	2008 г.	2009 г.
Commerzbank	863	950	UniCredit	830	800
UBS	825	700	Standard Chartered Bank	900	–
Barclays Capital	840	–	BNP Paribas	815	715
EIU	828	706	Goldman Sachs	910	870
ABN Amro	750	800	Scotia Capital	850	–
Deutsche Bank	909	863	Bank of Montreal	875	900

Мировое производство золота в 2007 г. упало на 1%, до 2444 т по сравнению с 2006 г. В период с 2000 по 2007 г. мировое производство золота сократилось на 6,7%. По данным Британской консалтинговой компании Gold Fields Mirural Services, в 2007 г. КНР стала мировым лидером производства золота – 276 т (увеличение составило 12% по сравнению с 2006 г.). В то же время ЮАР снизила производство золота в 2007 г. по сравнению с предшествующим годом на 8% – до 272 т. ЮАР удерживала первенство с 1905 г. более 100 лет. Максимальный уровень производства приходился на 1930 г. – 1000 т. Падение производства золота было следствием, прежде всего, истощения запасов драгоценного металла. В 2007 г. снизилось также производство золота в США и Австралии. Доля России в 2007 г. составляла 5,8% (144 т) мирового производства золота.

С ростом инвестиционной привлекательности золотодобычи в России активизировались процессы консолидации капитала внутри отрасли. Успешное освоение капиталоемких месторождений рудного золота могли вести только крупные золотодобывающие компании, располагающими значительными

финансовыми средствами. Данные по крупным производителям золота приведены в табл. 4 [8, 9].

Процесс консолидации внутриотраслевого капитала привел к образованию двух крупнейших национальных золотодобывающих компаний: ОАО «Полус Золото» и МНПО «Полиметалл» (см. подробно [10]). Эти компании сегодня способны самостоятельно реализовывать долгосрочные и дорогостоящие инвестиционные проекты по разработке золоторудных месторождений. Обе компании построены как вертикально интегрированные холдинги, включающие геолого-разведочные, горно-добывающие, сервисные и инжиниринговые компании. На их долю приходится примерно четвертая часть всего добываемого в стране металла.

Таблица 4

## Крупные золотодобывающие компании в РФ

Компания	Добыча, т		Плюсы	Минусы	Стоимость на 15.01.08, млрд. долл.
	2006 г.	I полугодие 2007 г.			
Полус Золото	37,8	14,6	Лидер рынка по добыче, третье место в мире по запасам. Неофициально выставлен на продажу. Для получения контроля достаточно договориться с одним из двух основных акционеров (по 25%) и выкупить бумаги с рынка	Незаконченный раздел имущества между Михаилом Прохоровым и Владимиром Потаниным. Активом интересуется государственная компания «Алроса»	9,33
Peter Hambro Mining	7,7	4,3	К 2010 г. должна произвести 1,2 млн. тройских унций золота. В планах – приобретение и начало разработки новых месторождений. Большое число акционеров – ни одному из них не принадлежит больше 30% акций	Риск конфликта с природоохранными ведомствами. Не все запасы подтверждены. Компания переоценена по сравнению с аналогами	2,41
Полиметалл	7,9	3,5	Владелец 75,2% акций «Нафта-Москва» – непрофильный для отрасли инвестор, что позволяет говорить о возможности продажи в случае получения достойной цены	Истощение запасов и снижение содержания золота в руде на действующих месторождениях. Больше половины выручки приходится на серебро	2,32
Highland Gold Mining	5,2	1,8	Четкие планы роста, отличное активы и опытное руководство.	Чистый убыток за первое полугодие 2007 г. составил 2,78 млн. долл. Причина – пожар на Дарасунском руднике в конце 2006 г.	1,29
High River Gold Mining	4,0	1,5	Намеревается увеличить добычу в 3 раза к 2011 г. за счет освоения Березитового рудника	Запасы основного добываемого актива («Бурятзолото») истощаются, а освоение новых месторождений только началось	0,92

Компания ОАО «Полус Золото» была сформирована горно-металлургической компанией «Норильский никель», когда он в 2002 г. приобрел 100% ее акций. Таким образом, ГМК «Норильский никель» стал владельцем лицензии крупнейшего из разрабатываемых в России месторождений золота – Олимпиадинского. Это было только началом завоевания позиций на рынке цветных и драгоценных металлов. К концу 2004 г. в портфеле холдинга оказалось 13 рудных и около 100 россыпных месторождений в Красноярском крае, Иркутской, Магаданской и Амурской областях. На 1.04.05 разведанные запасы компании составляли 588 т золота, а оцененные и прогнозные ресурсы – 1270 т.

Тогда же было принято решение продолжить консолидацию российских золотодобывающих активов в рамках холдинга ЗАО «Полус Золото» и принадлежащих ГМК «Норильский никель» 20%. В рамках этого

решения ОАО «Полюс» приобрело 99,2% долей участия ООО «Алданзолото ГРК», 50% акций ОАО «Южно-Верхоянская горно-добывающая компания» и 100% акций ОАО «Якутская горная компания» у АЛРОСА, получив возможность добычи на территории Республики Саха (Якутия) – Куранахском рудном поле, месторождениях Кючус и Нежданинское. В 2006 г. компания добыла 37,8 т золота (2005 г. – 31,4 т золота), что составляет 20% общего объема его добычи в России.

Компания «Полюс Золото» 11 августа 2007 г. объявила о завершении международного аудита запасов крупнейшего в стране и третьего по величине в мире Наталкинского золоторудного месторождения (Магаданская область). По итогам аудита, общий объем доказанных и вероятных (Proved & Probable, P&P) резервов «Полюс Золото» составил 68,6 млн. унций (2134 т). Это на 35% больше, чем резервы компании по состоянию на 1 января 2007 г. (50,8 млн. унций). При этом на долю Наталкинского месторождения пришлось 40,8 млн. унций (1270 т), или почти 60% общих резервов «Полюса».

Таким образом, компания «Полюс Золото», согласно источникам GFMS (отчеты компаний), по доказанным и вероятным запасам в 68,6 млн. унций заняла четвертое место в мире (рис. 2).

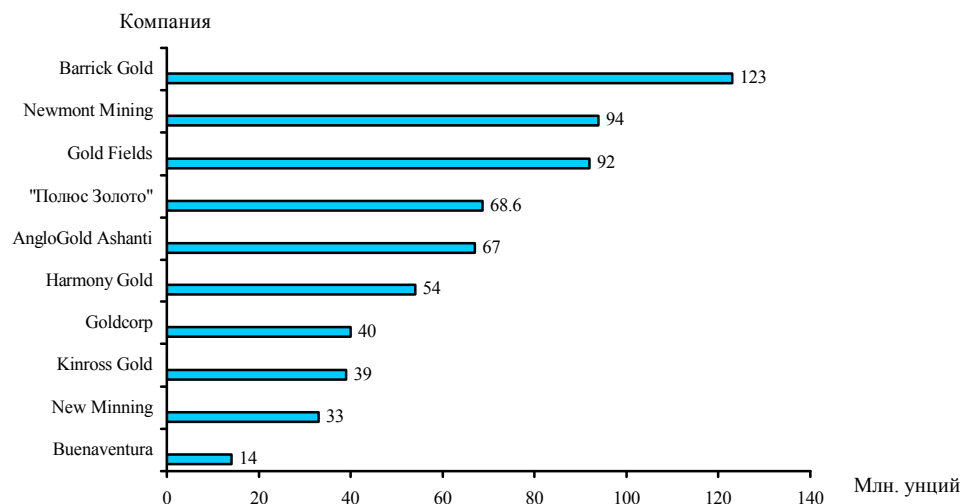


Рис. 2. Доказанные и вероятные запасы золота

Международный аудит Наталкинского месторождения заложил основу для масштабного увеличения добычи золота, которая к 2015 г. должна достигнуть 3,9 млн. унций (117 т).

Согласно технико-экономическому обоснованию, завершеному в начале 2008 г., на месторождении планируется построить крупнейший в России горно-обогатительный комплекс, годовое производство составит свыше 30 т (1 млн. унций) золота.

Разведку и освоение Наталкинского месторождения ведет дочернее предприятие «Полюс Золото» — «Рудник имени Матросова». Подтверждение запасов по JORC гарантирует повышение уровня прозрачности компании.

Рынок оценивает результаты геологических работ исходя из показателей по международным стандартам, которым является JORC, тогда как российская система учета запасов на Западе не признается.

Старейшее из крупных холдингов РАО МНПО «Полиметалл» (создано на базе государственных активов) занимает второе-третье место по суммарной добыче золота в России. Компания сформирована в 1998 г. для разведки и освоения месторождений драгоценных металлов. В настоящее время ее деятельность разворачивается в пяти регионах страны Магаданской, Свердловской и Читинской областях, Хабаровском и Красноярском краях.

ОАО «Полиметалл» сократил производство золота в 2007 г. на 5%, до 242 тыс. унций (7,5 т) по сравнению с предыдущим годом – 255 тыс. унций (7,9 т). При этом производство серебра снизилось по итогам 2007 г. на 8%, до 15,9 млн. унций (494,5 т) по сравнению с предыдущим годом – 17,3 млн. унций (537,4 т) [11]. В результате исполнения обязательств по контракту поставки по фиксированным ценам с ABN AMRO ОАО «Полиметалл» недополучил в 2006 г. около 40 млн. долл. и в 2007 г. примерно 70-80 млн. долл. выручки. Владельцы ОАО «Полиметалл» – 74% акций принадлежат зарегистрированной на Кипре компании «Нафта-Москва» (99,5% ее акций контролирует С. Керимов, 0,5% – председатель совета директоров ОАО «Полиметалл» и «Нафта-Москва» А. Мосион-Жик), 24,5% акций торгуются на биржах. Капитализация – 2,5 млрд. долл., выручка – 2006 г. около 315,6 млн. долл. и чистая прибыль – 61,7 млн. долл. [12].

Привлекательно российское золото и для крупных иностранных компаний. Сейчас на рынке с разной степенью интеграции присутствуют Kinross Gold Corporation (США), Peter Hambro Mining PLC (Великобритания), Celtic Resources Holding PLC (Ирландия), High River Gold Mines Ltd (Канада), Highland Gold Mining Ltd (Великобритания), TransSiberian Gold (Великобритания), AngloGold Ashanti (ЮАР), Puma Minerals (Канада), Barrick Gold Corporation (Канада), Rio Tinto (Австралия) [13]. Британская золотодобывающая компания Peter Hambro Mining (PHM), например, владеет более 13 проектами по добыче и разведке драгоценных металлов в России. Основным ее активом является ОАО «Покровский рудник». В 2006 г. PHM добыла 217 тыс. унций золота (6,7 т), в 2005 г. 249 тыс. унций (7,7 т).

Из нераспределенного фонда месторождений у государства сейчас не осталось ничего кроме крупнейшего золоторудного месторождения Сухой Лог в Иркутской области. По прогнозу большинства аналитиков, лицензию на его разработку, скорее всего, получит «Полос Золото». Между тем сам «Полос» может стать отчасти государственным. АЛРОСА намеревается купить блок-пакет (25% плюс одна акция) компании. Кроме того, российские участники рынка теперь имеют средства для разработки месторождений.

Эксперты полагают, что иностранные компании останутся в этом сегменте российского рынка. Компании успешно работают, а России необходимо привлечение иностранных инвестиций в страну.

Несмотря на преобладание крупных компаний, своя ниша есть и у золотодобывающих артелей. Это небольшой сегмент в структуре разработки месторождений. К тому же именно артели зачастую первыми начинают освоение новых территорий. Из крупных артелей сейчас можно выделить «Амур», «Витим», «Селигдар», «Западную» и «Ойну». Они добывают более 1 т золота в год.

В течение последних 15 лет количество золотодобывающих предприятий в России постоянно росло и к 2002 г. достигло 631. Но в результате консолидации к 2005 г. их осталось 558, и это число продолжает сокращаться. Процесс объединения в отрасли в дальнейшем позволит снизить производственные издержки и уменьшить себестоимость золота.

Крупные компании заинтересованы в скупке мелких. Артелей становится меньше еще и потому, что они мало работают на россыях, так как такие разведанные запасы стремительно сокращаются. В 90-х годах прошлого столетия наиболее развитой была добыча из россыпных месторождений (80% золота), теперь же — из коренных, к которым в свою очередь стремятся крупные компании. Из крупных россыпных осталось лишь Куранахское месторождение. Число артелей, которые сейчас работают на россыях месторождения, будет сокращаться, и бума появления новых артелей не предвидится. Таким образом, будущее золотодобычи — за коренными месторождениями и крупными компаниями.

Эксперты прогнозируют, что в ближайшее время цена за тройскую унцию золота может достичь 1 тыс. долл. (21 февраля 2008 г. она уже достигала уровня 959 долл.). Тем не менее в последние годы наблюдается снижение производства золота в стране (со 180,5 т в 2004 г. до 144,0 т в 2007 г.).

Фундаментальными причинами снижения объемов добычи является истощение запасов россыпного золота и недостаточное их воспроизводство. Для их пополнения необходимо разрабатывать новые месторождения и интенсифицировать геолого-разведочные работы, что требует немалых инвестиций. В последнее время положение в этом отношении значительно улучшилось: теперь кроме государства в геологоразведку вкладывают инвестиции частные компании как российские, так и иностранные, часто создавая для этих целей СП. Однако средств на поиск новых перспективных площадей все-таки недостаточно.

По-прежнему не способствует увеличению золотодобычи налоговая политика.

Заметный вклад в развитие золотодобывающей отрасли России вносят такие российские банки, как Сбербанк России, Внешторгбанк, Газпромбанк, Росбанк, Банк «Уралсиб», Ханты-Мансийский банк, НОМОС-Банк, Промсвязьбанк, Ланта-Банк, Экспобанк, которые наряду с сезонным кредитованием золотодобычи в последние годы стали энергично внедрять новые, более прогрессивные формы работы с предприятиями отрасли. К их числу можно отнести программы среднесрочного кредитования (на срок до пяти лет), которые предусматривают финансирование затрат, связанных с техническим перевооружением предприятий и внедрением новых технологий добычи драгоценных металлов, проведением геолого-разведочных работ, освоением и разработкой месторождений.

В последние годы российские банки стали финансировать золотодобывающие предприятия, в том числе за счет привлечения иностранных инвестиций, в частности получения синдицированных кредитов из-за рубежа. Благодаря этому финансированию освоено более десятка крупных рудных месторождений. Партнерами российских банков выступают крупнейшие западные финансовые институты, специализирующиеся на операциях с драгоценными металлами, в том числе Standard Bank (London), Commerzbank, Societe Generale, Credit Suisse. Эту форму финансирования выгодно отличают низкие процентные ставки, однако ее использование под силу лишь тем российским банкам, которые уже имеют длительный опыт кредитования золотодобывающих предприятий, а также обладают высоким кредитным рейтингом.



В целом за последние пять лет российские банки сумели практически утроить объемы кредитования отрасли. Сегодня совокупная кредитная задолженность золотодобывающих предприятий перед банками составляет уже более 1 млрд. долл. Вместе с тем приходится констатировать, что основной объем финансирования имеет краткосрочный характер, а среднесрочные кредиты предоставляются в рамках привлекаемых за рубежом средств, главным образом через торговое финансирование закупок импортной техники и оборудования. Об улучшении процесса привлечения финансовых средств свидетельствуют данные табл. 5 [14].

В результате позитивных изменений в отрасли начавшееся падение производства золота с 2005 г. будет приостановлено и в 2009 г. будет произведено 180 т, в 2010-2012 гг. – 250 т ежегодно. К тому времени будут модернизированы эксплуатируемые рудники и введены в строй новые, по которым в настоящее время завершаются геолого-разведочные работы, например Купол на Чукотке. Ни в одной другой стране не найдено крупного месторождения подобного Купола с содержанием 20-30 г золота на тонну руды, в то время как в настоящее время пригодными для отработки считаются месторождения с содержанием 1,5-2 г [15].

Таблица 5

**Облигационные займы, привлеченные предприятиями  
золотодобывающей отрасли в 2002-2006 гг.**

Эмитент	Вид долговых обязательств	Объем эмиссии, млн.	Цена размещения, % от номинала	Усреднен- ная ставка купона, % годовых	Дата размеще- ния	Дата погаше- ния	Ведущий органи- затор	Фондовая площадка
Highland Gold Mining	Купонные облигации, руб.	750	100	12,375	Апрель 2005 г.	Апрель 2008 г.	ММБ	ММВБ
МНПО Полиметалл	Купонные облигации, руб.	750	100	18,25	Март 2003 г.	Март 2006 г.	НОМОС-Банк	ММВБ
Золото Селигдара	Купонные облигации, руб.	300	100	14,5	Июль 2006 г.	Июнь 2011 г.	Русские фонды	ММВБ
Золото Северного Урала	Купонные облигации, руб.	150	Н.д.	21	Март 2002 г.	Декабрь 2002 г.	НОМОС-Банк	ММВБ
Peter Hambro Mining	Купонные конвертируемые еврооблигации, долл.	140	Н.д.	7,125	Август 2005 г.	Август 2010 г.	JP Morgan	LSE
Angara Mining	Купонные конвертируемые еврооблигации, долл.	50,1	100	7	Апрель 2006 г.	Апрель 2008 г.	Nomura International, ФК «Уралсиб»	LSE

Несмотря на существенный рост объемов банковского кредитования, отрасль по-прежнему нуждается в крупномасштабных инвестициях. Решать эту проблему предстоит в первую очередь российским банкам, так как в ближайшие годы именно они будут оставаться главными посредниками на финансовом рынке страны. Банки продолжают активно наращивать программы среднесрочного кредитования отрасли как за счет собственных ресурсов, так и с привлечением синдицированных кредитов из-за рубежа. Кроме того, золоторудная промышленность получает непосредственное финансирование от иностранных компаний. Например, компания Peter Hambro Mining (PHM) в конце 2007 г. разместила облигационный займ на 150 млн. долл. с золотым обеспечением в 150 тыс. унций (4,5 т) золота. По займу выплачивались купонные доходы (2 раза в год) по ставке 7 % годовых. К моменту

погашения облигаций в 2012 г. их держатель может получить назад деньги, либо конвертировать их в золото по курсу 1000 долл. за тройскую унцию. Размещение этих облигаций вызвало ажиотажный спрос среди инвесторов. В итоге компании удалось привлечь 170 млн. долл. вместо запланированных 150. Выпуск облигаций с золотым обеспечением – это дешевый и гарантированный способ привлечения финансовых средств для основных проектов [16, 17].

В итоге можно утверждать, что российский золотодобывающий сектор до сих пор не консолидирован. По сути можно выделить три группы компаний. Особое положение занимает ОАО «Полус Золото» с его недостижимой пока для остальных участников добычей 30 т и более в год. Далее следует группа компаний из топ-10 с добычей 7-10 т в год. Остальные, включая артели, намыывают по 100-200 кг за сезон. Таким образом, у потенциальных консолидаторов отрасли – неплохие перспективы. По данным Союза золотопромышленников, 2008 г. станет переломным в области производства золота за счет ввода новых местонахождений [18, с. 11].

За последние годы Россия накопила значительные золотовалютные резервы, приближающиеся к 500 млрд. долл., выйдя на третье место в мире по этому показателю. Задача заключается в том, чтобы эффективно использовать эти накопленные резервы.

**Управление золотовалютными резервами.** ЗВР являются стратегическими международными резервными активами РФ, составная часть которых находится под управлением Банка России. Управление золотовалютными резервами Банка России осуществляется на основании п. 7 Ст. 4 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» в соответствии с «Основными принципами управления валютными резервами Банка России», утвержденными Советом директоров Банка России. Цель управления резервными активами – обеспечение оптимального сочетания их сохранности, ликвидности и доходности. Для этого Банк России применяет комплексную систему управления рисками, строящуюся на использовании только высоконадежных инструментов финансового рынка, предъявлении высоких требований к своим иностранным контрагентам и ограничении рисков на каждого из них в зависимости от оценок его кредитоспособности. Банк России проводит эти операции на основании соглашений, заключенных с иностранными контрагентами.

**Портфели активов в резервных валютах.** Для достижения оптимального сочетания уровня риска и доходности активов Банка России в резервных валютах в их составе выделяются два портфеля, сгруппированные по видам инструментов. *Операционный портфель* включает в себя краткосрочные активы в виде остатков на корреспондентских счетах, срочных депозитов, сделок РЕПО, краткосрочных бескупонных (дисконтных) ценных бумаг. Управление этим портфелем обеспечивает поддержание необходимого уровня низкорискованных краткосрочных валютных активов. *Средства инвестиционного портфеля* размещаются в долгосрочные, соответственно, более рискованные и, как правило, более доходные инструменты международного рынка капиталов. Таким образом, управление инвестиционным портфелем направлено на получение дополнительной доходности при соблюдении установленных ограничений по сохранности и ликвидности резервов. Увеличение доходности на фоне обеспечения необходимого уровня сохранности и ликвидности достигается путем принятия инвестиционных решений на основе текущей конъюнктуры мирового валютного и финансового рынков, а также прогнозов их будущей динамики. По итогам 2006 г. величина операционного портфеля резервных активов Банка России возросла со 136,8 до

213,3 млрд. долл. США. С целью повышения дохода от размещения резервных валютных активов в условиях избыточного объема операционного портфеля часть средств была переведена в инвестиционный портфель для приобретения облигаций, номинированных в долларах США, евро и английских фунтах стерлингов (около 13,8 млрд. долл. США, 13,5 млрд. евро и 5,2 млрд. английских фунтов стерлингов). Несмотря на рост операционного портфеля перевод средств из операционного в инвестиционный портфель более значительных объемов в 2006 г. не осуществлялся, что обусловлено, прежде всего, рыночной конъюнктурой, сформировавшейся на фоне проводимой ФРС США, ЕЦБ и Банком Англии политики повышения процентных ставок<sup>5</sup>.

Общая величина инвестиционного портфеля резервных валютных активов за 2006 г. увеличилась с 33,1 до 78,4 млрд. долл. США, а его доля в общей стоимости активов операционного и инвестиционного портфелей возросла с 19 до 27%.

Основным фактором роста резервных валютных активов в 2006 г. являлась покупка Банком России иностранной валюты на внутреннем валютном рынке (примерно 90% роста). Дополнительными факторами являлись получение дохода от операций с активами Банка России в иностранной валюте и драгоценных металлах и изменения курсов остальных резервных валют<sup>6</sup> к доллару США.

По состоянию на 1.01.07, активы, составляющие портфели валютных резервов Банка России, были инвестированы в следующие классы инструментов<sup>7</sup>: депозиты и остатки по корреспондентским счетам – 36,5%; сделки РЕПО – 26,7%; ценные бумаги иностранных эмитентов – 36,8% (рис. 3) [19, с. 74]. Ценные бумаги иностранных эмитентов представляют собой в основном купонные государственные облигации США, Германии, Великобритании, Франции, Нидерландов, Австрии, Бельгии, Испании, Финляндии, Ирландии, дисконтные и купонные ценные бумаги федеральных агентств указанных стран.

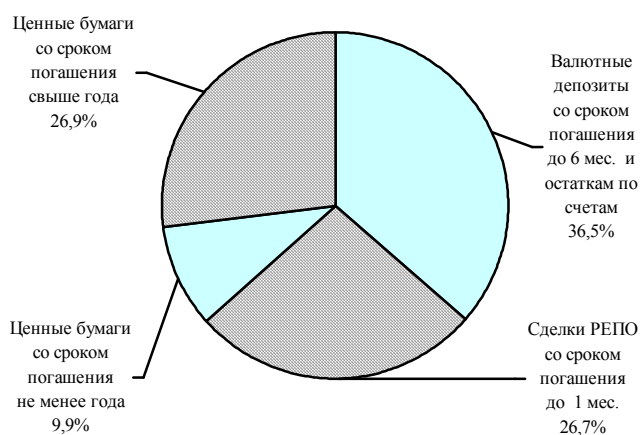


Рис. 3. Распределение активов, составляющих портфели

<sup>5</sup> В 2006 г. учетная ставка в США была последовательно увеличена четыре раза: с 4,25 до 5,25%. Европейский центральный банк повышал учетную ставку в 2006 г. пять раз: с 2,25 до 3,5%; Банк Англии произвел два повышения учетной ставки: с 4,5 до 5%.

<sup>6</sup> Резервные валюты Банка России – доллар США, евро, фунт стерлингов Соединенного Королевства, японская иена, швейцарский франк [1].

<sup>7</sup> Распределение построено на основании данных управленческой отчетности о рыночной стоимости активов портфелей валютных резервов Банка России (без учета золота).

## валютных резервов Банка России по классам инструментов

Географическое распределение активов, составляющих портфели валютных резервов Банка России, по состоянию на 1.01.07, выглядело следующим образом. На США приходилось 28,1% активов, Германию – 19,7, Великобританию – 16,2, Францию – 11,0, Швейцарию – 8,7 и на остальные страны – 16,3%.

Распределение построено по принципу местонахождения головных контор банковских групп – контрагентов Банка России по операциям денежного рынка (остатки по корреспондентским счетам, депозиты, сделки РЕПО) и стран нахождения эмитентов ценных бумаг, входящих в состав портфелей резервных валютных активов Банка России.

Управление резервными валютными активами связано с принятием Банком России финансовых рисков, основными видами которых являются рыночный (валютный и процентный) и кредитный. Процесс управления рисками при проведении операций с резервными валютными активами включает процедуры выявления рисков, их оценки, установления лимитов и контроль за их соблюдением.

*Валютная структура резервных валютных активов.* В течение 2006 г. резервные активы Банка России были номинированы в следующих резервных иностранных валютах: доллар США, евро, фунт стерлингов Соединенного Королевства, японская иена, швейцарский франк. У Банка России в рассматриваемый период имелись также обязательства, выраженные в иностранных валютах (остатки на счетах клиентов в иностранных валютах и денежные средства, полученные по операциям прямого РЕПО с иностранными контрактами).

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 них.

Нормативная валютная структура чистых резервных валютных активов Банка России была изменена в 2006 г.: сокращена нормативная доля доллара США и увеличены нормативные доли евро и английского фунта стерлингов.

В течение 2006 г. в связи со значительными объемами покупки доллара США на внутреннем валютном рынке, изменением величины и структуры обязательств Банка России в иностранных валютах перед клиентами (федеральное казначейство)<sup>8</sup> и погашением государственной задолженности Парижскому клубу кредиторов (преимущественно в евро) Банком России проводились операции по покупке евро и английских фунтов стерлингов за доллар США на международном валютном рынке с целью приведения фактической валютной структуры чистых резервных валютных активов к нормативно установленным пропорциям.

В качестве показателей уровня процентного риска, заключающегося в финансовых потерях вследствие изменений процентных ставок по каждой из резервных валют, использовались показатели эффективной дюрации<sup>9</sup>. В целях

<sup>8</sup> Покупка иностранной валюты Федеральным казначейством за счет средств Стабилизационного фонда.

<sup>9</sup> Дюрация (англ. – duration) – средневзвешенный срок до погашения актива (портфеля активов). Рассчитывается как взвешенная сумма сроков до будущих выплат по активу (портфелю активов), где

ограничения процентного риска устанавливались пределы отклонений указанных показателей фактических портфелей резервных валютных активов Банка России от аналогичных показателей нормативных портфелей.

Кредитный риск ограничивался лимитами, установленными на контрагентов Банка России, и требованиями, предъявляемыми к кредитному качеству эмитентов ценных бумаг, входящих в состав резервных валютных активов Банка России. Минимально допустимый рейтинг долгосрочной кредитоспособности контрагентов и должников Банка России по операциям с резервными валютными активами Банка России установлен на уровне «А» по классификации рейтинговых агентств Fitch Ratings и Standard & Poor's (либо «A2» по классификации Moody's Investors Service). Минимальный рейтинг выпусков долговых ценных бумаг (либо эмитентов долговых ценных бумаг) установлен на уровне «АА-» по классификации рейтинговых агентств Fitch Ratings и Standard & Poor's (либо «Aa3» по классификации Moody's Investors Service). Сделки, связанные с управлением резервными валютными активами, заключались с иностранными контрагентами, включенными в соответствующий перечень, в пределах установленных на них лимитов по кредитному риску.

Распределение активов в составе портфелей резервов Банка России в зависимости от их кредитного рейтинга, по состоянию на 1.01.07, складывалось следующим образом: 36,1% приходилось на активы с рейтингом «ААА», 42,5% – с рейтингом «АА» и 21,4% – «А» (рис. 4, 5) [19, с. 75]. Распределение построено на основе информации о рейтингах долгосрочной кредитоспособности, присвоенных контрагентам Банка России, эмитентам ценных бумаг и облигациям, входящим в состав портфелей валютных резервов Банка России, рейтинговыми агентствами Fitch Ratings, Standard & Poor's и Moody's Investors Service. Если рейтинги контрагента или эмитента по классификации указанных агентств различались, то во внимание принимался худший из присвоенных рейтингов. Распределение по рейтингу представлено по основным рейтинговым категориям: «ААА», «АА», «А» без детализации рейтинговой шкалы внутри каждой категории<sup>10</sup>.

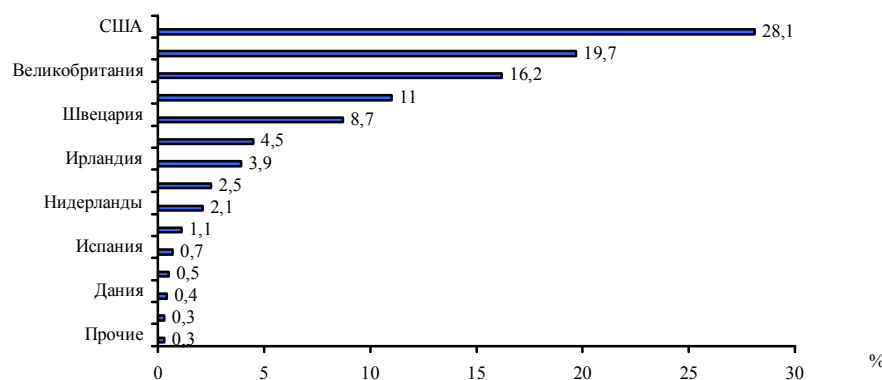


Рис. 4. Географическое распределение активов, составляющих портфели валютных резервов Банка России

в качестве весов используются доли приведенной к текущему моменту времени стоимости соответствующих выплат в общей приведенной стоимости актива (портфеля активов).

<sup>10</sup> Дополнительно для сравнения рейтингов долгосрочной кредитоспособности внутри каждой рейтинговой категории используются знаки «+» или «-» для рейтинговой шкалы Standard & Poor's и Fitch Ratings и цифры 1,2,3 – для рейтинговой шкалы Moody's Investors Service.

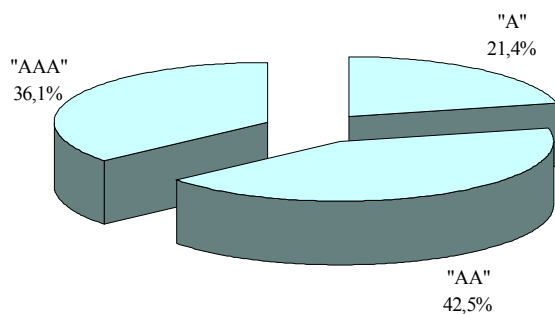


Рис. 5. Распределение активов, составляющих портфели валютных резервов Банка России, по кредитному рейтингу

*Доходность резервных валютных активов.* Одним из способов оценки результатов управления активами Банка России в резервных валютах с точки зрения доходности является сопоставление доходностей операционного и инвестиционного портфелей с доходностями нормативных портфелей.

*Нормативный портфель* представляет собой расчетный набор ценных бумаг, депозитов и иных разрешенных инструментов, составленный по определенным правилам. Для формирования нормативных портфелей ценных бумаг берутся все выпуски обращающихся ценных бумаг, которые разрешены для приобретения в портфели резервных активов, за исключением выпусков ценных бумаг некоторых эмитентов с длительным сроком погашения. Определяется общая рыночная стоимость таких выпусков ценных бумаг. Далее для каждого выпуска определяется его доля в нормативном портфеле, рассчитываемая как отношение рыночной стоимости этого выпуска к рыночной стоимости всех взятых выпусков ценных бумаг. Сформированный таким образом нормативный портфель, по сути, представляет собой индекс долговых ценных бумаг, в целом характеризующий рынок долговых ценных бумаг, разрешенных для приобретения в портфели резервных валютных активов. Для нормативных портфелей краткосрочных активов берутся депозиты и сделки РЕПО разных сроков, веса которых задаются безотносительно к объему рынка этих инструментов. Соответственно инструменты в нормативный портфель в действительности не приобретаются, однако ежедневно в течение всего инвестиционного периода фиксируются их цены, чтобы в любой день в течение данного периода и по его окончании можно было подсчитать доходность нормативного портфеля. 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).

В табл. 6 приведена доходность фактических и нормативных портфелей резервных валютных активов за 2006 г.

Таблица 6

Доходность активов операционного и инвестиционного портфелей валютных резервов Банка России за 2006 г., %

Активы	Долл. США	Евро	Фунты стерлингов Соединенного Королевства	Японская иена
--------	-----------	------	--	---------------

Операционный портфель				
фактический	3,64	2,07	3,47	0,19
нормативный	3,66	1,99	3,29	0,19
Инвестиционный портфель				
фактический	3,12	1,03	1,90	-
нормативный	3,07	1,00	1,84	-
Итого				
фактический	3,60	1,88	3,13	0,19

В 2006 г. доходность фактического операционного портфеля в долларах США незначительно отставала от доходности соответствующего нормативного портфеля. В составе фактического операционного портфеля в долл. США доля сделок купли-продажи ценных бумаг с обязательством обратного выкупа (сделок РЕПО), приносящих меньший доход и обладающих меньшим риском по сравнению с не обеспеченными залогом активами (депозитами), была выше, чем в нормативном портфеле. Указанное отставание было частично сокращено за счет размещения части средств операционного портфеля в долл. США в негосударственные дисконтные ценные бумаги в большей пропорции, чем доля этих ценных бумаг в нормативном портфеле. Негосударственные дисконтные ценные бумаги обладают более высоким уровнем доходности по сравнению с государственными дисконтными ценными бумагами.

В 2006 г. процентные ставки в долларах США и евро выросли, при этом краткосрочные ставки повысились в большей степени, чем долгосрочные. Фактические инвестиционные портфели в долларах США и евро содержали большие доли краткосрочных и долгосрочных облигаций по сравнению с долями таких ценных бумаг в соответствующих нормативных портфелях. В результате доходность соответствующих фактических портфелей превысила доходность нормативных портфелей.

В связи с тем, что на фоне роста процентных ставок краткосрочные процентные ставки по ценным бумагам, номинированным в английских фунтах стерлингов, превышали долгосрочные, активы соответствующего инвестиционного портфеля размещались в более краткосрочные облигации по сравнению с нормативным портфелем. По итогам года доходность фактического инвестиционного портфеля в английских фунтах стерлингов превысила нормативное значение.

Фактическая доходность одновалютных частей активов Банка России в резервных валютах (строка «Итого» см. табл. 6) ближе к показателям доходности операционных портфелей, так как в 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 2006 г. в рамках диверсификации резервных активов Банк России увеличил объем монетарного золота, находящегося в хранилищах на территории РФ, на 15,9 т (на 4,5% по отношению к началу года) за счет операций с российскими кредитными организациями.

Банк России в 2006 г. продолжал размещать золото, находящееся на счетах в иностранных кредитных организациях, в краткосрочные депозиты сроком до 6 мес. в банках высокой категории надежности.

В итоге доходность Банка России по управлению золотовалютными резервами в 2006 г. превысила 10 млрд. долл.<sup>11</sup>

<sup>11</sup> В общем виде доходность портфеля за день рассчитывается по следующей формуле:  $R = (MV_1 - MV_0 \pm CF) / MV_0$ , где  $R$  – доходность портфеля за один день;  $MV_1$  – рыночная стоимость портфеля на конец текущего дня;  $MV_0$  – рыночная стоимость портфеля на конец предыдущего дня;  $CF$  – денежные потоки (переводы средств) в течение текущего дня в портфель или из него.

Для оценки показателей риска и доходности портфелей фактических активов использовались нормативные портфели, которые формировались Банком России в соответствии с процедурой, установленной его внутренними документами.

Доходность и эффективная дюрация фактических портфелей и соответствующих им нормативных портфелей оценивалась на ежедневной основе. Показатели доходности учитывали как реализованные ходы, так и изменения в стоимости активов, составляющих портфели. Доходность оценивалась отдельно по каждой одновалютной части операционного и инвестиционного портфелей.

Из пяти стран-лидеров по золотовалютным резервам (КНР, Япония, Россия, Тайвань, Южная Корея) все страны, кроме Японии, начали уменьшать долю долларов США в пользу евро. Банк России в 2006 г. уменьшил удельный вес доллара США в своих валютных резервах до 50% (в 1999-2002 гг. – 90%), увеличил удельный вес евро до 40%, английского фунта – до 8% (1%) и других валют – до 2%.

Основными критериями определения валютной структуры международных резервов являются: валютная структура внешнего долга России, структура основных мировых рынков государственных облигаций и внешней торговли товарами и услугами нашей страны по группировкам валют сбыта и платежа.

По данным центральных банков стран мира, удельные веса основных валют в их валютных резервах изменялись следующим образом (табл. 7).

Таблица 7

Оценка структуры валютной корзины валютных резервов  
Центральных банков стран мира, % к итогу

Валюта	1999 г.	2006 г.
Долл. США	71	64
ЭКЮ/Евро	18	24
Английский фунт стерлингов	3	5
Иена	6	5
Другие валюты	2	2

Источник: Оценка по различным материалам Банка Международных расчетов (Bank for International settlements, BIS).

Важным шагом в развитии курсовой политики Банка России был переход с 1 февраля 2005 г. от использования операционного ориентира на основе одной валюты — доллара США — к ориентиру на основе рублевой стоимости бивалютной корзины, включающей доллар США и евро в пропорциях, устанавливаемых Банком России (табл. 8) [19-21].

Таблица 8

Изменение структуры бивалютной корзины Банком России

Дата введения пересмотра композиции структуры корзины	Весовой коэффициент в рублевой стоимости корзины	
	доллар США	евро

Совокупная доходность портфелей подсчитана методом цепных индексов. Для расчета доходности за период использовалась следующая формула:  $R = (1 + R_1) (1 + R_2) \dots (1 + R_n) - 1$ , где  $R_1$  – полученная доходность за день.

Операционный портфель в японских иенах был сформирован в июле 2006 г., поэтому совокупная доходность указанного портфеля, полученная за полгода, приведена к годовому исчислению по следующей формуле:  $R = (1 + R_{sa})^2 - 1$ , где  $R_{sa}$  – совокупная доходность за полгода.



01.02.05	0,90	0,10
15.03.05	0,80	0,20
16.04.05	0,70	0,30
01.08.05	0,65	0,35
02.12.05	0,60	0,40
08.02.07	0,55	0,45

Переход к использованию этого операционного ориентира позволил при реализации политики валютного курса более гибко и взвешенно реагировать на взаимные колебания курсов основных мировых валют и соответственно осуществлять сглаживание колебаний эффективного курса рубля.

Проводимая курсовая политика в 2005-2007 гг. обеспечила некоторое уменьшение изменчивости курса рубля по отношению к совокупности основных мировых валют, что способствовало снижению соответствующих валютных рисков.

Основным инструментом политики валютного курса в 2005-2007 гг. оставались конверсионные операции «рубль/доллар США» на внутреннем валютном рынке. По итогам 2005 г., например, суммарный объем интервенций Банка России на внутреннем валютном рынке увеличился по сравнению с 2004 г. на 27,9% и составил 80,6 млрд. долл. США, а нетто-объем приобретенной Банком России иностранной валюты возрос на 43,7% – до 72,2 млрд. долл. США. С августа 2005 г. Банк России также начал проводить интервенции на рынке руб./евро; однако их объемы в связи с невысоким уровнем активности на данном сегменте валютного рынка были незначительными. Конверсионные операции с иностранной валютой проводились Банком России как в ходе биржевых торгов, так и на внебиржевом межбанковском валютном рынке. Основным сегментом операций Банка России являлась Единая торговая сессия межбанковских валютных бирж.

Принимая решения о размере и направлении интервенций, Банк России руководствовался принципом непротиворечивости (в краткосрочном периоде при неизменности направления действия основных факторов внутренней и внешней экономической конъюнктуры направление интервенций Банка России в случае их необходимости также должно быть неизменным). Это способствовало оптимизации степени вмешательства Банка России в процессы формирования равновесных курсов валют на внутреннем валютном рынке и эффективности реализуемой им курсовой политики. При этом уровень поддержки рублевой стоимости бивалютной корзины не был фиксирован и определялся Банком России, исходя из состояния внешней и внутренней экономической конъюнктуры, в частности с учетом динамики курса доллара США к евро на мировом валютном рынке и ситуации на отечественном финансовом рынке.

Эволюция структуры бивалютной корзины 8 февраля 2007 г. была следствием изменения структуры внешнеторгового оборота России, в котором на указанный момент доля евро составляла 63%.

Переход к использованию бивалютной корзины позволил при реализации политики валютного курса более гибко и взвешенно реагировать на изменение колебаний курсов основных мировых валют; соответственно осуществлять сглаживание колебаний эффективного курса рубля.

Важнейшим элементом валютной политики становятся мероприятия по совершенствованию практики управления Банком России ЗВР страны. Не случайно Счетная палата в конце 2007 г. поставила вопрос о дополнительной проверке Банка России. В частности, Счетная палата хочет оценить, насколько эффективно размещаются ЗВР. Счетную палату интересует не только бухгалтерский учет этих валютных активов, но и доходность от их вложений. Однако Национальный

банковский совет отклонил просьбу Счетной палаты, сославшись на проводившуюся в тот период проверку Банка России Генеральной Прокуратурой.

Поиск путей повышения эффективности использования ЗВР лежит через осмысление опыта различных стран, в первую очередь КНР. По предложению премьера Госсовета КНР Вэнь Цзябэнь, осенью 2007 г. была создана государственная инвестиционная компания, в распоряжение которой была передана пятая часть всех валютных запасов страны, т.е. более 210 млрд. долл. Эти средства призваны гарантировать выполнение страной международных финансовых обязательств. Часть средств пойдет на валютные депозиты и инвестиции в самые надежные ценные бумаги зарубежных финансовых организаций. Другую часть валютных резервов предназначается использовать на укрепление позиций Китая на мировых рынках, крупных инвестиций в экономику страны, накопления стратегических запасов дефицитных видов сырья и т.д. [22, 23].

Таким образом, Россия накопила рекордные в своей истории ЗВР и идет по пути поиска их эффективного использования как фактора прогрессивного развития национальной экономики и международного экономического сотрудничества.

### *Литература*

1. Обзор деятельности Банка России по управлению резервами валютных секторов // Банк России, 2007, вып. 2.
2. Борисов С.М. Рубль-валюта России. М.: Консалт-банк, 2004.
3. Смыслов Д.В. Золотовалютные резервы в рыночной экономике: состав, функции и управление // Деньги и кредит. 1996. № 5.
4. РБК daily. 2008. 11 января.
5. Андрианов В. Золотовалютные резервы России // Общество и экономика. 2003. № 9.
6. Российская промышленность драгоценных металлов: состояние, итоги года и проблемы развития. Доклад. М.: Союз золотопромышленников, 2006.
7. Кочетков А. В ожидании позитивной динамики // Металлы Евразии. 2006. № 2.
8. Олышаный А.И. Золотовалютные резервы Российской Федерации: объем, структура и управление // Бизнес и банки. 2007. № 16.
9. Финанс. 2008. № 3.
10. Коммерсант, 2007, 9 октября.
11. РБК daily. 2008. 29 января.
12. Ведомости. 2008. 11 января.
13. Business and Financial Market. 2008. № 3. 18 января.
14. Кузнецова М.А. Банковские инвестиции в развитие золотодобычи в России // Банковское дело. 2007. № 1.
15. Ведомости. 2007. 17 февраля.
16. Коммерсант. 2008. 19 февраля.
17. РБК daily. 2007. 8 октября.
18. Финанс. 2008. № 6.
19. Годовой отчет Банка России за 2006 г. М.: ЦБ РФ, 2007.
20. Коммерсант. 2007. 9 февраля.
21. РБК daily. 2008. 23 января.
22. Савинский С.П., Попов Е.Н. Использование валютных запасов в КНР // Банковское дело. 2006. № 12 и 2007. № 1.
23. Павлов В. Китайцы делят триллион. Избыточные валютные резервы пойдут на инвестиции // РБК daily. 2007. 5 февраля.