

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
**«БЕЛГОРОДСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ
ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»**
(НИУ «БелГУ»)

ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ
Кафедра мировой экономики

**ВАЛЮТНЫЕ ИНТЕРВЕНЦИИ ЦБ РФ (БАНКА РОССИИ) И
ИХ ВЛИЯНИЕ НА ЭКОНОМИКУ РОССИИ**

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА

**студента очной формы обучения 4 курса группы 06001207
по направлению подготовки 38.03.01 Экономика
Бажутин Иван Андреевич**

Научный руководитель:
к.э.н., старший преподаватель
кафедры мировой экономики
Сивцова Н.Ф.

Белгород 2016

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	3
Глава I: Теоретико-методологические аспекты исследования валютных интервенций.....	6
1.1. Экономическая сущность понятия валютных интервенций: цели, формы и типы.....	6
1.2. Функции валютных интервенций и инструментарий центральных банков.....	12
1.3 Влияние интервенций на валютные рынки.....	18
Глава II: Особенности политики валютных интервенций ЦБ РФ и ее влияние на валютные рынки.....	23
2.1. Характеристика механизмов валютных интервенций, использованных в РФ.....	23
2.2. Масштабы валютных интервенций ЦБ РФ и анализ их влияния на курс страны.....	29
2.3. Оценка эффективности валютных интервенций ЦБ РФ в условиях валютного кризиса.....	35
Глава III: Пути и направления повышения эффективности интервенций ЦБ РФ.....	42
3.1 Международный опыт валютных интервенций.....	42
3.2. Политика стратегии таргетирования инфляции Банка России.....	46
3.3 Пути повышения эффективности политики валютного курса.....	56
Заключение.....	66
Список использованных источников.....	68
Приложение.....	75

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы. В настоящее время в мире происходят постоянные изменения стратегий и методов, и проблематика данного исследования по-прежнему несет актуальный характер. Расширение коридора колебаний бивалютной корзины и переход к более гибкому курсообразованию рубля со стороны Банка России означает большее внимание к валютным интервенциям.

Существует обширная информация о валютных интервенциях центральных банков. Периодическая пресса постоянно сообщает о поведении денежных властей на валютном рынке. В любом учебнике, посвященном банковскому делу и теории денег, на простейших примерах разбирается природа интервенций. Однако практически мало, что известно об эффективности валютных интервенций, в особенности на примере Банка России. Представляется, что анализ тематики валютные интервенции достаточно актуален и представляет научный и практический интерес.

Определенная значимость и недостаточная научная разработанность проблем валютных интервенций Банка России определяют научную новизну выпускной квалификационной работы.

Степень разработанности проблемы. Различные теоретические и практические вопросы проведения валютных интервенций в РФ, а также их влияния на мировую экономику, нашли отражение в публикациях Алиева М.А., Крохина Ю.А., Моисеева С., Пантина И., Сарнычева М. и др.

Цель дипломной работы. Целью выпускной квалификационной работы является раскрытие сущности валютных интервенций Банка России, а так же анализ их эффективности.

Поставленная цель определяет **задачи исследования:**

- определить понятие – «валютные интервенции»;
- рассмотреть формы валютных интервенций;

- проанализировать влияние валютных интервенций на валютные рынки;
- рассмотреть валютные интервенции как источник прибыли;
- провести анализ валютных интервенций Банка России.

Объект дипломной работы являются валютные интервенции, на примере которых производится анализ результатов валютной политики РФ.

Предметом исследования выступают процессы и отношения, возникающие в ходе применения инструмента валютных интервенций в РФ.

Теоретическая часть исследования заключена в исследовании понятия «валютная интервенция», их виды и формы, а также конкретизации сущности понятия «валютная интервенция».

Практическая часть исследования отражает анализ валютных интервенций проводимых Центральным Банком РФ, а также выясняет и объясняет их влияние на современную российскую экономику.

Информационно-методологическую базу исследования составили труды ученых-экономистов (Алиева, М.А., Крохина, Ю.А МIRONЧИК Н.А, Моисеев С.Д, Пантина И.И и др.), а также сайты: «Центральный Банк России» (www.cbr.ru), «Издание о Высоких технологиях Сnews» (www.cnews.ru), «РИА новости» (www.rian.ru), «Рынок Форекс» (www.forex.com.ru), «Министерство Финансов России» (www.minfin.ru), «Европейский ЦБ» (www.ecb.int.ru).

Структура работы. Выпускная квалификационная работа общим объемом 74 страницы состоит из введения, трех глав и выводов к ним, заключения, списка использованной литературы, включающего 70 наименований.

Во введении обоснована актуальность выбора темы, определены предмет, объект, цель и соответствующие ей задачи, охарактеризованы источники информации, показаны научная и практическая значимость.

В первой главе «Теоретико-методологические аспекты исследования валютных интервенций» рассмотрены общетеоретические вопросы валютных

интервенций. Определяются основные понятия и сущность валютных интервенций. Так же рассматриваются цели валютных интервенции, их формы и влияние на валютные рынки. В дополнении валютные интервенции рассматриваются как источник прибыли.

Во второй главе «Особенности политики валютных интервенций ЦБ РФ и ее влияния на валютные рынки» проводится анализ эффективности валютных интервенций Банка России. Рассматривается анализ современного состояния валютных интервенций Центрального банка России, а также оцениваются перспективы и тенденции развития валютных интервенции.

В третьей главе «Пути направления повышения эффективности интервенций Центрального Банка РФ (Банка России)» рассматриваются основные пути повышения эффективности проведения валютных интервенций, а также их влияние на экономику страны.

Глава I: ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ ВАЛЮТНЫХ ИНТЕРВЕНЦИЙ

1.1. Экономическая сущность понятия валютных интервенций: цели, формы и типы

Самым важным инструментом валютной политики любого государства являются валютные интервенции – это операции центральных банков стран на валютных рынках по осуществлению купли-продажи национальной валюты против ведущих мировых валют.

Валютный рынок является одним из основных мировых денежных рынков. По-другому его называют финансовым, или рынок Форекс (forex, foreign exchange market). Также, под рынком Форекс понимается с институциональной точки зрения валютный рынок. В оригинальном смысле под этим рынком понималась наличная валюта при помощи которой совершаются сделки типа спот.

Одной из главных целей проводимых валютных интервенций является изменения уровня соответствующей курса национальной валюты, а также баланса активов и пассивов по различным валютам и некоторым ожиданиям валютного рынка. Действие механизма валютных интервенций и товарных интервенций являются аналогичными. С целью повышения курса национальной валюты, Центральный банк начинает продавать иностранную валюту, и начинают скупать национальную. Таким образом, происходит уменьшение спроса на иностранную валюту, и, следовательно, курс национальной валюты начинает увеличиваться. И, наоборот, с целью понижения курса национальной валюты центральный банк продает национальную валюту, начиная скупать иностранную. Данные действия приводят к повышению курса иностранной валюты и снижению текущего курса национальной валюты [2, с. 2].

Также существуют несколько определений валютного рынка:

1. Исходя из экономической сущности определения, валютный рынок это сфера международных экономических отношений, связанных с осуществлением сделок купли-продажи валюты и валютных ценностей, а также инвестированием валютного капитала.

2. Исходя из функциональной точки зрения, валютный рынок рассматривается как совокупность различных операций с валютой, валютными ценностями, а также с осуществлением международных расчетов и страхования возможных валютных рисков.

3. Исходя из институциональной точки зрения, валютный рынок это совокупность институциональных участников рынка, осуществляющих некоторых операции с валютой, в том числе валютных бирж, уполномоченных банков, инвестиционных компаний, брокерских контор, иностранных банков.

4. Исходя из организационно-технической точки зрения, валютный рынок это совокупность различных коммуникационных систем, которые связывают между собой всех участников валютного рынка [10, с. 30].

Механизм действия валютных интервенций весьма простой: когда государству требуется повысить курс национальной валюты, Центральный банк страны начинает предпринимать действия по активной скупке, продавая иностранную валюту. Высокий спрос на национальную валюту предопределяет действия трейдеров и вынуждает их также приобретать ее, что, в теории, увеличивает валютный курс. В иных случаях, когда главной целью государства является снижение курса национальной валюты, ЦБ начинает проводить действия по ее активной продаже, а валюты других стран, наоборот, приобретается в больших объемах. На данную ситуацию трейдеры действуют так, что они также начинают избавляться от нее, тем самым ослабляя валюту.

Остается вопрос: какие ресурсы использует государство для того чтобы осуществлять валютные интервенции, приобретать валюту и повышать ее

курс? Это происходит за счет собственных резервов и золотовалютных запасов государства.

Основными задачами валютных интервенций являются:

- поддержание курса национальной валюты на необходимом для экономики уровне;
- контроль за волатильностью курса валют и снижения темпов его изменения;
- противодействие ввозу и вывозу капитала;
- создание Национальным банком накоплений в определенной валюте;
- поддержание ликвидности рынка Форекс [20, с. 233].

Валютные интервенции в настоящее время – явление не редкое. В истории развития валютных рынков известны случаи, когда государство и даже несколько стран оказывали большое влияние на курс валюты. Ярким примером является, решение стран «Большой восьмерки» в 2011 году относительно Японии, понесшей огромный ущерб от землетрясения; в результате было принято решение поддержать экономику этой страны общими. Способ был лишь один: снизить официальный курс японской иены по отношению к американскому доллару. Таким образом, благодаря слаженным действиям ФРС США, ЕЦБ и Банка Японии, курс японской валюты смог снизиться на 2 % в течении нескольких минут.

Стоит отметить тот факт, что именно Банк Японии является лидером по числу проведенных валютных интервенций.

Валютные интервенции делятся на следующие виды:

1. Вербальная (фиктивная) валютная интервенция. Национальный банк не приобретает валюту, а просто заявляет о своих намерениях. Чаще всего этого достаточно, чтобы трейдеры начали скупать (либо продавать) валюту, изменяя ее курс. От реальных валютных интервенций их отличает фактор непредсказуемости и неожиданности. Нередко фиктивная интервенция становится началом реальной и усиливает ее.

2. Реальная валютная интервенция. Покупка / продажа валюты

производится частными финансовыми учреждениями по распоряжению Национального банка.

3. Прямая интервенция – Центральный банк открыто выходит на рынок и совершает операции от своего имени, сообщая об этом в официальных новостях страны.

4. Операционная Интервенция – покупка или продажа валюты Центральным банком, обычно происходящая от лица Министра финансов.

5. Согласованная интервенция – явление, которое подразумевает совокупные действия нескольких стран, направленные на понижение или повышение курса валюты страны, путем использования собственных запасов (золотовалютных). Успех этой интервенции зависит от охвата (количества вовлеченных стран) или от глубины (стоимости интервенции в долларах).

6. Стерилизованная интервенция – Центральный банк стерилизует интервенцию, компенсируя эти действия при помощи монетарной политики (операции на открытом рынке или изменения учетной ставки). Когда Федеральная Резервная Служба США продавала доллары за евро, чтобы повысить курс и прочность валюты 22 сентября 2000 года, она хотела компенсировать это сокращением денежной массы на финансовых рынках США, что позволяло оставлять монетарную политику без изменений. Если бы ФРС не стерилизовала интервенцию при помощи сокращения денежной массы, то на рынке появились бы дополнительные притоки капитала, что оказало бы экспансивное влияние на монетарную политику и привело бы к снижению процентных ставок. Таким образом, продажа долларов за евро со стороны ФРС благополучно поддержала евро на какое-то время, при этом влияние на рынок краткосрочного капитала осталось минимальным [28, с. 14-15].

Центробанки обычно стерилизуют интервенцию, чтобы не подвергать риску свою внутреннюю монетарную политику, повышая (или понижая) курс своей валюты. Интервенция на валютном рынке проводится без

стерилизации (или с частичной стерилизацией), когда действие на валютном рынке согласуется с монетарной и валютной политикой.

Примером может служить великая интервенция по «Соглашению пяти стран Запада о валютных интервенциях» в сентябре 1985 года, когда страны Большой Семерки объединились для того, чтобы сдержать сильный рост доллара путем его продажи против остальных валют. Это мероприятие имело успех, так как сопровождалось соответствующей монетарной политикой каждой из стран. Япония повысила краткосрочные учетные ставки на 200 базисных пунктов, а трехмесячная ставка по евро – Йене достигла отметки до 8,25%, что сделало Японские депозиты более привлекательными, чем долларовые. Другой пример нестерилизованной интервенции это «Луврское соглашение» в 1987 году, когда страны Большой Семерки объединились, чтобы остановить снижение доллара. В этом случае ФРС предприняла серию повышения учетных ставок на 300 базисных пунктов, доведя ставку до 9,25% к сентябрю [19, с. 213-215].

Таким образом, существует шесть форм валютных интервенций, а именно вербальная, реальная, прямая, операционная, согласованная и стерилизованная интервенции.

Валютные курсы оказывают существенное влияние на внешнюю торговлю различных стран, воздействуя на ценовые соотношения экспорта и импорта, вызывая изменение внутриэкономической ситуации, а также влияя на конкурентоспособность фирм, прибыль предприятий. Это дает возможность выявить результат внешнеэкономических операций отдельных предприятий и страны в целом.

Резкие колебания валютного курса усиливают нестабильность международных экономических, в том числе валютно-кредитных и финансовых отношений, вызывают негативные социально-экономические последствия, потери одних и выигрыши других стран [11, с. 213-216].

В частности, обесценивание национальной валюты дает возможность экспортерам этой страны понизить цены на свою продукцию в иностранной

валюте, получая премию при обмене вырученной подорожавшей иностранной валюты на подешевевшую национальную, и продавать товары по ценам ниже среднемировых, что ведет к их обогащению за счет материальных потерь своей страны. Но одновременно снижение курса национальной валюты удорожает импорт, т.к. для получения этой же суммы в своей валюте иностранные экспортеры вынуждены повысить цены, что стимулирует их рост в стране, сокращение ввоза товаров и потребления или развитие национального производства товаров взамен импортных.

Снижение валютного курса сокращает реальную задолженность в национальной валюте, увеличивает тяжесть внешних долгов, выраженных в иностранной валюте. Невыгодным становится вывоз прибылей, процентов, дивидендов, получаемых иностранными инвесторами в валюте стран пребывания. Эти прибыли реинвестируются или используются для закупки товаров по внутренним ценам и последующего их экспорта.

В стране с высоким валютным курсом импорт расширяется, стимулируется приток в страну иностранных и национальных капиталов, увеличивается ввоз прибылей по иностранным капиталовложениям. Уменьшается реальная сумма внешнего долга, выраженного в обесценившейся иностранной валюте.

Многие страны манипулируют валютными курсами для решения своих задач - как в области экономического развития, так и в области защиты от валютного риска. Манипулирование включает в себя целый ряд мероприятий – от искусственного занижения или, наоборот, завышения курсов национальных валют, использования тарифов и лицензий до механизма интервенций [23, с. 24-26].

Завышенный курс национальной валюты - это официальный курс, установленный на уровне выше паритетного курса. В свою очередь заниженный валютный курс - это официальный курс, установленный ниже паритетного.

Подводя итоги, Валютные интервенции – это разовое целенаправленное воздействие Центрального банка страны на валютный рынок и валютный курс, осуществляемое путем продажи и закупки банком крупных партий различной валюты.

1.2. Функции валютных интервенций и инструментарий центральных банков

Существует несколько основных функций, которые носит в себе те или иные валютные интервенции:

- регулирующая – для того чтобы сдерживать или же поддержать курс национальной валюты центральный банк принимает различные решения в плане интервенций: либо «вливать» деньги, либо их изъять из оборота;
- стимулирующая – существует множество способов стимулирования валютного курса страны, и одним из них является вмешательство Центрального Банка (интервенция);
- контрольная – благодаря тому, что существует инструментарий валютных интервенций, это позволяет умерить проявления спекулянтов – основной силы движения валютного курса. Проводя те или иные валютные интервенции, Центральный Банк намеренно сдерживает (поддерживает) валютный курс страны, тем самым предотвращая его резкое падение или подъем.

Под инструментами денежно-кредитной политики экономисты понимают операции и способы, при помощи которых центральный банк может изменять банковские резервы, денежную массу и объемы кредитования экономики. В основной набор таких инструментов входят:

- операции на открытом рынке;
- рефинансирование банков и процентные ставки по операциям центрального банка;
- резервные требования;

- депозитные операции;
- прямые количественные ограничения.

Существуют несколько базовых принципов применения данных инструментов на практике. Главным считается принцип эффективности, который означает способность точно и быстро получать результаты, которые были определены ранее намеченными целями. Также хотелось бы выделить принцип равного отношения ко всем кредитным организациям и образованиям, независимо от их размеров, которая достигается регламентацией правил и процедур проведения данных операций. Не менее важны простота, прозрачность, надежность, последовательность инструментов. Простота и прозрачность позволяют обеспечивать правильное понимание целей и намерение организаций использования ими соответствующих инструментов. Принцип последовательности предполагает, что частые изменения правил и процедур недопустимы во избежание того, чтобы, участвуя в мероприятиях денежно-кредитной политики, центральный банк и его агенты могли опираться на прошлый опыт. Принцип надежности требует условий минимизации финансовых и операционных рисков. Наконец, не менее важным условием является то, что стоимость проводимых операций должна быть минимальна для обеих сторон [12, с. 154-155].

Третий, наиболее мощный и в то же время наименее используемый инструмент денежно-кредитной политики — это резервные требования. Центральные банки имеют право требовать от коммерческих банков хранить резервы в определенной пропорции к депозитам. Норматив обязательных резервов устанавливается советом директоров Банка России как размер обязательных резервов в процентном отношении к обязательствам банка. Он не может превышать 20% и не может быть единовременно изменен более чем на пять пунктов. Порядок депонирования обязательных резервов в Банке России также устанавливается советом директоров.

Воздействие резервных требований на денежную сферу отличается от воздействия других инструментов денежно-кредитной политики. Изменение

резервных требований не изменяет банковские резервы и денежную базу, но изменяет денежный мультипликатор. Снижение нормы резервов увеличивает мультипликатор и соответственно денежную массу. Повышение нормы резервов снижает значение мультипликатора и уменьшает денежную массу. В то же время изменение нормы резервов может оказать воздействие на объемы кредитования реального сектора экономики. Повышение нормы обязательных резервов ограничивает возможности банков в кредитовании экономики, поскольку требует держать большой объем ликвидных средств относительно депозитов. И наоборот, снижение нормы резервов расширяет кредитные возможности банков и снижает издержки кредитования экономики.

Интервенции, как правило, проводятся на спот-рынке, т.е. на рынке с расчетами не более чем через два дня. Большинство денежных властей предпочитает проводить прямые (аутрайтные) операции на валютном рынке. В некоторых случаях, когда валютный рынок не обладает достаточной ликвидностью, интервенции осуществляются в форме валютных аукционов (например, в Хорватии, Турции и др.). Валютные аукционы также позволяют центральным банкам аккумулировать международные резервы.

Обычно центральный банк может оперировать и на рынке валютных деривативов с расчетами, которые ведутся через 2 дня и более. Так как валютный курс связан по срочным контрактам с валютным курсом на спот рынке, интервенция на форвардном рынке может определенно повлиять на обменный курс, формирующийся на спот рынке. Главные преимущества валютных интервенции на рынке деривативов заключаются в том, что они не требуют моментальных наличных расчетов. При условии изменения валютной конъюнктуры центральный банк имеет право отказаться от интервенции, проводя встречную операцию. Тем самым, изменения международных резервов происходить не будет, однако денежные власти выполняют свои поставленные задачи. Например, Банк Таиланда производил

покупки на форвардном рынке весной 1997 г. для того, чтобы поддержать валютный курс тайского бата [27, с. 78-79].

Операции, проводимые на рынках валютных деривативов и спот-рынке могут происходить одновременно. В качестве основной определяющей части валютной интервенции выступает валютный своп – комбинация двух противоположных конверсионных сделок на одинаковую сумму с разными датами валютирования. Но само по себе его влияние на валютный курс является крайне незначительным (в случаях экстремального российского примера, когда Центробанк проводит политику продажи государственной валюты, с целью сдержать внешние спекулятивные атаки на национальную валюту, другой стороной либо через банки, либо с участием других организаций) предоставлял рубли по сделкам типа своп, финансируя дальнейшие атаки). В свою очередь Резервный банк Австралии использует методы свопирования для стерилизации текущих операций. Австралийские власти предпочитают некую комбинацию валютного свопа и спот-сделки тем самым позволяя интервенции быть более гибкой, чем обычная спот операция со сделкой компенсационного характера на форвардном рынке [23, с. 24].

Помимо операций свопа и форвард центральный банк прибегает и к иной разновидности производных инструментов – валютных опционах. Для предотвращения явления девальвации (обесценивания национальной валюты) возможны операции по продаже европейского опциона пут на собственную валюту или опцион колл на валюту иностранную. Хотя цена страйк опциона не имеет определенного директивного влияния на валютный курс на спот-рынке, спекулянты зачастую приобретают опционы «пут», для того чтобы занять короткую позицию в слабой валюте. Управляя производными инструментами, центральный банк переводит игру со спекулянтами на рынок срочных контрактов, таким образом, но в соответствии со случаем с форвардами, он пытается избежать немедленной траты международных резервов. Ярким примером использования опционов, как основных инструментов интервенции демонстрировал Банк Испании. В

течение 2003 г. он продавал опционы «пут» на песету с тем, чтобы избежать ее девальвации. Банк Мексики в 2006 г. также продавал опционы «пут» на доллар США, но делал это с другой целью. Главной необходимостью было накопить запас золотовалютных резервов. В настоящее время известно лишь то, что только Центральный банк Колумбии использует в ходе интервенционной деятельности опционы. В ноябре 2001 г. он вводил в постоянный денежно-кредитный инструментарий две разновидности месячных опционов. Первый вводился для аккумуляции иностранных резервов, а второй – для уменьшения избыточной волатильности курса национальной валюты.

Одним из главных инструментов политики валютного курса Банка России являются операции по конвертации пары «рубль/доллар США» на внутреннем валютном рынке. С августа 2005 г. ЦБ также активно проводит интервенции на рынке «рубль/евро», однако, объемы данных интервенций сравнительно невелики, относительно операций связанных с долларом. Конверсионные операции с иностранной валютой проводятся центральным банком в ходе биржевых торгов, и в ходе проведения операций на внебиржевом межбанковском валютном рынке. Основным сегментом операций Банка России – Единая торговая сессия межбанковских валютных бирж на ММВБ. С 2002 г. Банк России начинает проводить операции «валютный своп» сроком на сутки, и основная часть была представлена в долларах США [13, с. 141-144].

Операции покупки-продажи иностранной валюты за национальную, разумеется, обычно отражаются на денежной базе. Она растет вместе с международными резервами при покупке валюты и снижается при продаже, поэтому у них есть другое название – «нестерилизованные интервенции». При условии снижения ЦБ влияния валютных интервенции на денежное предложение в стране, то он начинает проводить операции по стерилизации. Это представляется как совмещение валютной интервенции с равной по величине и противоположной по направлению операцией на внутреннем

денежном рынке. Сочетание валютных интервенций с компенсационной операцией называют «стерилизованная интервенция» [49, с. 67].

Исследуя экономическую теорию, выяснилось, что стерилизованная интервенция не оказывает влияния на национальную экономику, поскольку полагается, что активы в национальной и иностранной валюте являются абсолютными субститутами. Полная взаимозаменяемость активов в национальной и иностранной валюте приводит к тому, что операции центрального банка не сказываются никаким образом на равновесии валютного рынка: в то же время цены, процентные ставки и валютный курс остаются без изменения. Но в действительности национальные и иностранные активы на самом деле не выступают совершенными субститутами. В конечном результате стерилизованная интервенция оказывает определенный эффект на валютный курс. Во многих академических исследованиях и аналитических отчетах центральных банков приводятся доказательства влияния стерилизованной интервенции на экономику.

В России в период «нефтяного процветания» 2000-2005 гг. стерилизованные операции занимали заметную часть в общем объеме интервенций Центрального Банка. Также он наиболее активно использует несколько рыночных инструментов стерилизации: депозитные операции, аукционы по продаже облигаций Банка России, операции по продаже государственных ценных бумаг из собственного портфеля без обязательства обратного выкупа. Самые основные инструменты стерилизации являются счета коммерческих банков и Федерального казначейства, которые связаны с государством при помощи Банка России. Счета казначейства в центральном банке не является совершенно гибким инструментом, и поэтому они служат средством долгосрочного регулирования банковской ликвидности и денежного предложения. Депозиты банков в Банке России (в основном представленных в виде депозитов Сбербанка) выступают краткосрочным

инструментом стерилизации и позволяют сглаживать эффект колебания на денежном рынке [27, с. 78-79].

Мнения экспертов в оценке роли стерилизации в политике Банка России серьезно расходятся. Некоторые эксперты считают, что путем таких стерилизованных интервенций одних отечественных исследователей, Банк России в 2008-2010 гг. сумел компенсировать около двух третей объема избыточного предложения валюты. Оба вида интервенций оказывают одинаковый долгосрочный эффект на валютный курс рубля. Эффект стерилизованных интервенций достигается с помощью канала портфельного баланса благодаря тому, что финансовые активы не являются совершенными субститутами. По оценкам других исследователей, в 2008-2010 гг. Банк России сумел стерилизовать лишь 27% всех валютных интервенций (включая сверх отчисления в Стабилизационный фонд). Более того, Банк России использовал и международные резервы, и кредитные, стерилизационные операции для компенсации возникших шоков избыточной ликвидности, а для полной стабилизации процентных ставок на межбанковском рынке необходимым условием является исключительное использование лишь кредитного инструмента. Таким образом, на счету этих инструментов было компенсировано 38% всего объема шоков спроса на ликвидность, что привело к значительному колебанию процентной ставки на межбанковском валютном рынке [42, с. 64-65].

1.3 Влияние интервенций на валютные рынки

Интервенции на валютном рынке – это сумма покупок или продаж Центральным банком страны иностранной валюты с целью частичного или полного контроля над валютным курсом страны. Во всем мире данные интервенции осуществляются с разной частотой и не зависят от режима валютного курса.

В том случае, когда валютный курс является фиксированным, ЦБ обязан проводить интервенции для того, чтобы удержать валютный курс в ранее установленных пределах. В ином случае, когда установлен режим плавающего валютного курса, ЦБ использует интервенции для того, чтобы добиться экономической стабилизации благодаря манипуляциям с иностранной валютой [21, с. 12-14].

Способов достижения макроэкономической стабилизации путем воздействия на текущий валютный курс в разных странах и в разных исторических промежутках в одной стране, могут быть прямо противоположными:

- в одних странах ЦБ намеренно пытается ослабить национальную валюту, проводя активные покупки иностранной валюты на рынке. Наглядным примером является Япония, где основная забота монетарных властей – это обеспечение конкурентоспособности экспорта японских фирм;

- в других странах ЦБ пытается усилить отечественную валюту, полагая, что крепкая отечественная валюта – залог процветания отечественных потребителей, которые платят много меньше за импортные товары. В таком случае ЦБ должен продавать иностранную валюту на рынке [9, с. 408].

Обеспечение Валютных интервенции происходят благодаря золотовалютным резервам ЦБ. Как известно, операции с золотовалютными резервами влекут за собой колебания денежной базы страны: покупка иностранной валюты ЦБ приводит к увеличению денежной базы, продажа валюты ведет к ее сокращению в стране. Такого рода связь денежных и валютных рынков оценивается экспертами неоднозначно.

С одной стороны данная связь частично усиливает эффект от действий ЦБ. Например, при условии, когда ЦБ активно покупает иностранную валюту, попадают лишние в экономику и начинают оказывать давление на ставку процента вниз, что является причиной оттока части капитала за рубеж (если это возможно). В итоге возникает дополнительное давление на

повышение курса иностранной валюты, чего и добивается ЦБ этими действиями.

С другой стороны есть вероятность попадания «лишних денег» на реальные рынки, где они в свою очередь будут давить на цены, тем самым стимулируя инфляционный процесс. Валютный рынок может создать проблемы на денежном рынке. Например, Россия столкнулась с этой проблемой в 2008–2009 годах [22, с. 560].

Говоря о факторах, определяющих успешна ли проведенная интервенция на валютном рынке, важно определить, что является «успехом». Интервенцию можно считать успешной, если потративший в размере около \$5 млрд. (средняя величина интервенции) сможет поднять курс своей валюты на 2% по отношению к другим основным валютам в течение получаса. При этом, даже если валюта теряет часть набранных пунктов в течение ближайших двух сессий, способность Банка «подвинуть» рынок обеспечивает Банк определенной степенью доверия в следующий раз, при попытке вербальной интервенции [24, с. 184].

Масштабность интервенции является пропорциональной величиной по отношению к вызванному ей движению валюты. Центробанки, имеющие значительные валютные запасы (обычно в долларах), как правило, играют центральную роль при проведении валютных интервенциях.

Успешность интервенции на валютном рынке в основном зависит от правильного выбора времени ее осуществления. Чем выше степень неожиданности проводимой интервенции, тем больше шансов застать спекулянтов врасплох вследствие большого притока ордеров. Напротив, если интервенция ожидаема, с шоком легче справиться.

Для того, чтобы фактор времени сработал самым эффективным способом, нужно выбрать время, когда валюта движется в нужном направлении. Огромный объем торгов на валютном рынке (\$1,5 трлн. в день) попросту перекроет любую интервенцию в размере \$3–5 млрд. Значит, основной целью Центробанка является избегание интервенции против

рыночного тренда и ожидать более удобного момента. Как правило, этот момент готовится при помощи вербальной интервенции, которая задает общий тон для более плодотворных результатов [15, с. 46-50].

Стерилизация имеет место быть тогда, когда Центробанки включают в монетарную политику меры, компенсирующие собственные действия на валютном рынке. А нестерилизованные интервенции вероятнее всего приведут к постепенному изменению курса валюты, потому что их влияние неограниченное. Поэтому, стерилизованная интервенция обладает гораздо меньшим эффектом на валютные курсы, чем обычная нестерилизованная.

Валютные курсы напрямую отражаются на благосостоянии потребителей и успешность существующих фирм, уровень валютных курсов является предметом особого внимания создателей экономики. Поэтому, с определенной периодичностью центральные банки осуществляют валютную интервенцию. Существуют разные способы стабилизации экономики с помощью влияния на валютный курс: покупка или продажа иностранной валюты, а это в свою очередь является валютными интервенциями на валютных рынках [32, с. 45-47].

Выводы по первой главе:

- самым важным инструментом валютной политики любого государства являются валютные интервенции – это операции центральных банков стран на валютных рынках по осуществлению купли-продажи национальной валюты против ведущих мировых валют;
- существует несколько основных функций, которые носит в себе те или иные валютные интервенции: регулирующая – для того чтобы сдерживать или же поддержать курс национальной валюты центральный банк принимает различные решения в плане интервенций: либо «вливать» деньги, либо их изъять из оборота, стимулирующая – существует множество способов стимулирования валютного курса страны, и одним из них является вмешательство Центрального Банка (интервенция), контрольная – благодаря

тому, что существует инструментарий валютных интервенций, это позволяет умерить проявления спекулянтов – основной силы движения валютного курса. Проводя те или иные валютные интервенции, Центральный Банк намеренно сдерживает (поддерживает) валютный курс страны, тем самым предотвращая его резкое падение или подъем;

– интервенции на валютном рынке – это сумма покупок или продаж Центральным банком страны иностранной валюты с целью частичного или полного контроля над валютным курсом страны. Во всем мире данные интервенции осуществляются с разной частотой и не зависят от режима валютного курса. В том случае, когда валютный курс является фиксированным, ЦБ обязан проводить интервенции для того, чтобы удерживать валютный курс в ранее установленных пределах. В ином случае, когда установлен режим плавающего валютного курса, ЦБ использует интервенции для того, чтобы добиться экономической стабилизации благодаря манипуляциям с иностранной валютой.

ГЛАВА II: ОСОБЕННОСТИ ПОЛИТИКИ ВАЛЮТНЫХ ИНТЕРВЕНЦИЙ ЦБ РФ И ЕЕ ВЛИЯНИЕ НА ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ

2.1. Характеристика механизмов валютных интервенций, использованных в РФ

Валютные интервенции Банка России рассматриваются через видение международных резервов.

В нашей стране международные резервы представлены в виде золотовалютных запасов, находящихся в распоряжении Банка России и правительств РФ. В них также входит иностранная валюта, монетарное золото, СДР, резервная позиция в МВФ и другие резервные активы.

С сентября 2008 г. Банк России начал официально публиковать данные об операциях с долларами США и евро и их суммами. Однако, накопленной информации недостаточно для полноценного анализа. Поэтому валютные интервенции будут рассматриваться как еженедельные и ежемесячные приросты международных резервов страны. Частично, это может быть неточной оценка интервенций, ибо любое изменение объема международных резервов страны определяется различными факторами, а не только операциями покупки-продажи валюты. Среди них следует выделить прежде всего изменение обменных курсов валют, в которых выражены резервные активы, и процентный доход, который получает Центральный банк от долговых обязательств в иностранной валюте.

Главный источник пополнения международных резервов – операции на внутреннем валютном рынке. Исходя из данных Обзора деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами, они обуславливают 71% изменений международных резервов (рис. 2.1) [64].

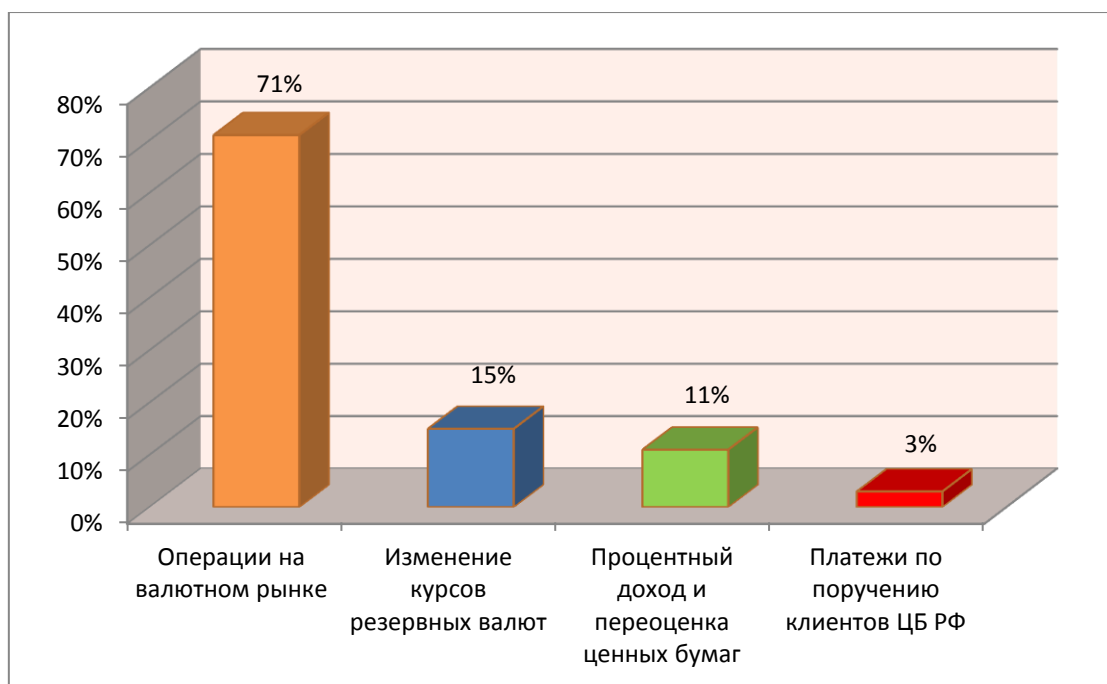


Рис. 2.1. Изменение величины активов Банка России в резервных валютах с мая 2014 года по апрель 2015 года.

Источник: составлен по материалам [64].

Политика валютных интервенций Банка России имеет ряд особенностей, выделяющих ее среди остальных стран. Во-первых, корзина валют, которая служит некоторым «эталонном» для валюты страны, а также служит основным фактором стабилизации курса. Во-вторых, эти операции представляют собой сумму интервенций: государство осуществляет покупки иностранной валюты для своих, государственных фондов, так и Центральный Банк выделяет собственные средства для валютных интервенций. Главным ориентиром стабилизации курса российского рубля на мировой арене до февраля 2005 года был доллар, но затем перешли к операционному таргетированию рублевой стоимости бивалютной корзины. Здесь начали включать доллар США и евро в пропорциях, устанавливаемых непосредственно Банком России. До февраля 2005 г. Рублевая стоимость рассчитывалась исходя из удельного веса доллара, который был равен единице.

В течение адаптации участников валютного рынка к работе в новых условиях Банк России неоднократно пересматривал состав бивалютной

корзины в сторону повышения доли евро относительно доллара (рис. 2.1.2). Последний раз регулятор пересмотрел состав корзины в феврале 2015, когда удельный вес доллара снизился до 0,5, а вес евро вырос до 0,45 (прежний состав - 0,6 доллара США и 0,4 евро). Таким образом, при анализе эффективности валютных интервенций можно выделить тот факт, что отношения двух валют в бивалютной корзине стал приближаться к некому равенству (состав двух валют был эквивалентным).

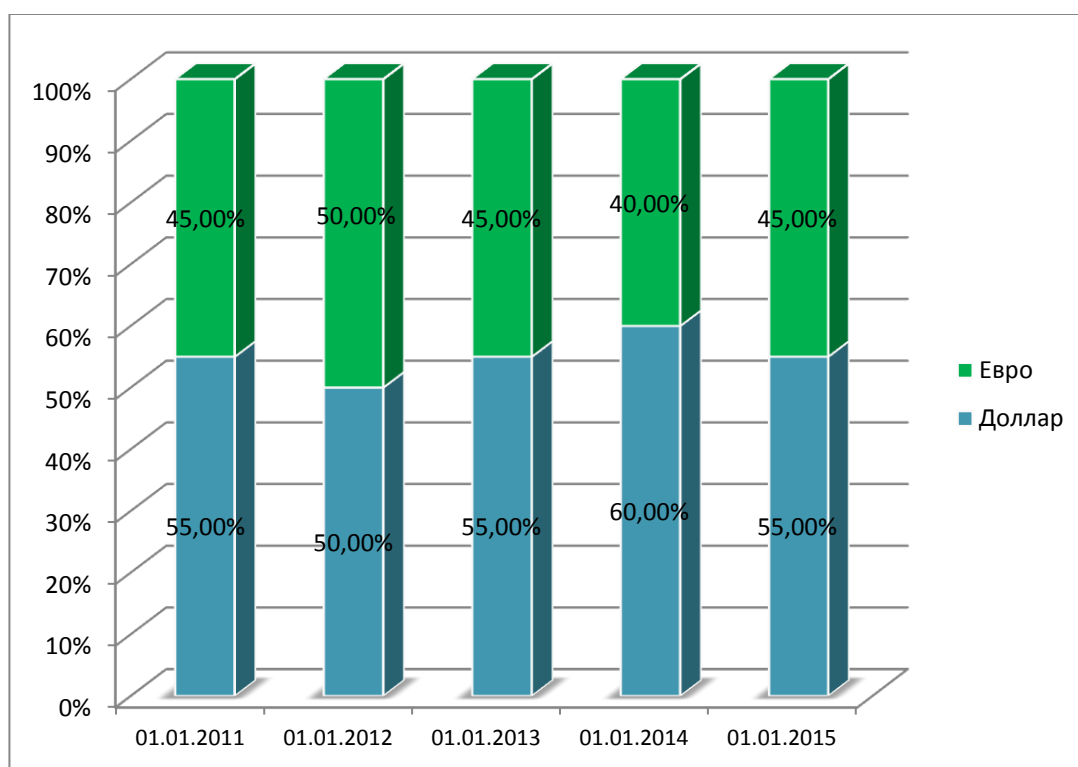


Рис. 2.2. Состав бивалютной корзины, 2011 – 2015 гг.

Источник: составлен по материалам [64].

Благодаря ориентации Банка России на бивалютную корзину, осуществляется гибкий и взвешенный контроль курса валют, который позволяет быстро и четко реагировать на любые колебание курсов двух ключевых валют. А постепенное изменения отношения валют в бивалютной корзине, помог определить динамику операционного ориентира со среднесрочным номинальным эффективным курсом рубля, что положительно отразилось на внешнем секторе экономики. В настоящее время бивалютная корзина имеет оптимальный состав, поскольку очень

точно отражает колебание курса национальной валюты относительно двух ключевых валют, определенных в бивалютной корзине. В нынешних условиях пересмотр состава бивалютной корзины маловероятен. Изменения можно лишь будет ожидать только в случае обесценивания одной из составляющих бивалютную корзину валют – для сохранения стабильного курса рубля по отношению к другим валютам.

Также, одной из немаловажных особенностей политики валютных интервенций Центрального банка является некое совмещение в общих интервенциях, как операций государственных фондов, так и собственных интервенций государства. Первый Стабилизационный фонд в Российской Федерации был основан в январе 2004, и его целью стало обеспечивать сбалансированность федерального бюджета страны при условии снижении цены на нефть ниже установленного базового уровня. Включительно до июля 2006 этот фонд представлялся как рублевые денежные остатки на счетах Федерального казначейства в Банке России. Эти средства использовались в основном для досрочного погашения долга перед странами, входящим в Парижский клуб, а также некоторыми странами, такими как Португалия, ОАЭ, США, Франция и Германия [42, с. 73-76].

С июля и до декабря 2006 г. средства, входящие в состав Стабилизационного фонда конвертировались в евро, доллары США, фунты стерлингов с помощью валютных сделок, проводимых Банком России и Федеральным казначейством. Но, если судить по динамике международных резервов, то можно сделать вывод о том, что эти покупки производились не на открытом международной валютном рынке, а из валютных резервов Центрального Банка. Таким образом, изменение резервных активов в этот период времени нельзя рассматривать как проведение валютных интервенций.

В феврале 2008 г. Стабилизационный фонд прекращает свое существование и ему на смену приходит новая структура - Резервный фонд. Целью этой организации является обеспечение выполнения государства

своих обязательств в случае, если доходы в федеральный бюджет от нефти и газа сократятся. Также, в этот же период возник Фонд национального благосостояния, главной целью которого было пенсионное обеспечение на долгосрочный. Все накопления, сформированные Стабилизационным фондом, были перенаправлены в возникшие фонды, а также были потрачены на создание следующих государственных институтов развития:

- корпорации «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)».
- российская корпорация нано технологий [61].

В настоящее время совокупный объем средств обоих фондов включается в состав международных резервов. Банк России не приводит отдельный учет средств государственных фондов и собственных резервов в его официальной отчетности. Поэтому, в дипломной работе мы вынуждены рассматривать операции Центрального Банка на валютном рынке как сумму интервенции. В свою очередь они делятся на две категории: приобретение иностранной валюты на международном валютном рынке для собственных государственных фондов и собственные операции регулятора (рис. 2.1.3). Хотелось бы отметить интересный факт, что с момента возникновения фондов и по сей день средства этих фондов расходовались лишь раз. По Постановлению правительства в октябре 2012 года Фонд национального благосостояния разместил на депозиты во Внешэкономбанке 175 млрд. руб., с целью реализации системы мер улучшения финансового положения государства. Опыт прошлых лет показывает, что во время наступления кризиса, количество валютных интервенций увеличивается в разы, для того, чтобы поддержать курс валюты и вывести экономику на стабильный курс Валовые интервенции Банка России в период 2012 - 2015 годов можно увидеть на рисунке 2.3, где отчетливо видно преобладание чистых инвестиций над операциями государственных фондов.

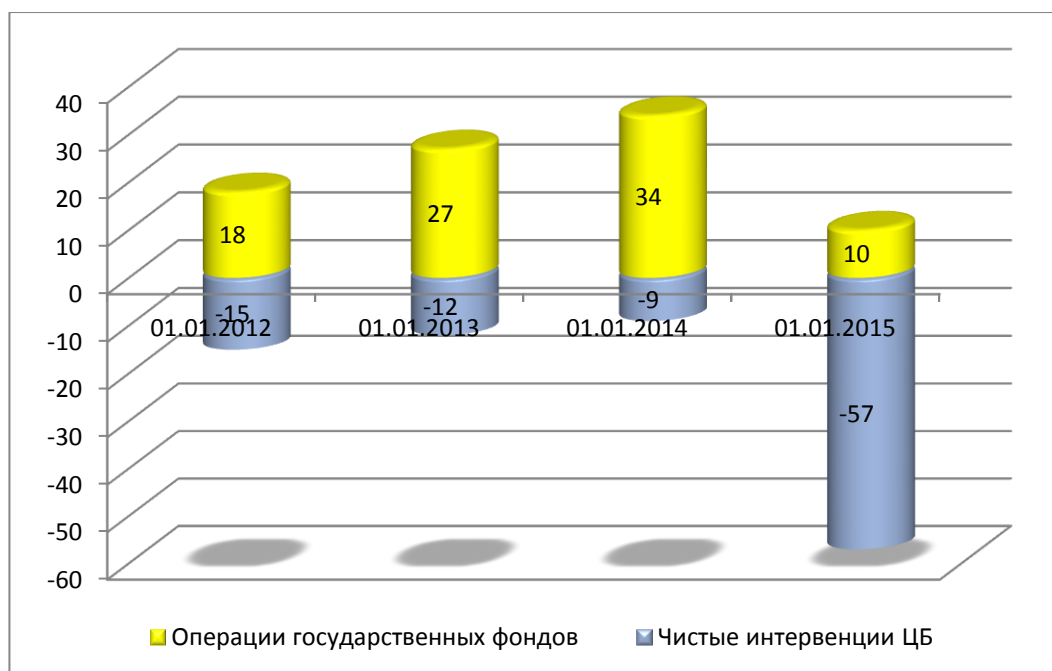


Рис. 2.3 Валовые интервенции: операции государственных фондов и Банка России в 2012 – 2015 гг.

Источник: составлено по материалам [64].

С 14 мая 2014 г. Банк России приступил к проведению операций по плановой скупке иностранной валюты на внутреннем рынке. Обоснованием такой политика стала подготовка введения режима таргетирования инфляции в краткосрочной и среднесрочной перспективе. Центральный банк проводил плановые покупки в дополнение к интервенциям на внутреннем рынке с целью ограничения и контроля внутридневных колебаний стоимости бивалютной корзины, формирующей курс валюты. Их призвание – устранить периодически возникающий дисбаланс спроса и предложения валюты, являющийся результатом внешнеэкономической деятельности государства, а также выполнение задач федерального бюджета и наращивания государственных фондов. Центральный Банк проводит плановые покупки только в том случае, если предложение иностранной валюты превышает спросом на нее. Так как ранее фонды покупали иностранную валюту напрямую у Центрального банка, в плановых покупках не было необходимости. Теперь же все операции по пополнению иностранной

валютой происходит за счет операционной деятельности на открытом международном валютном рынке[62].

2.2. Масштабы валютных интервенций ЦБ РФ и анализ их влияния на курс страны

Распад Бреттон – Вудской системы (банки обязывались проводить валютные интервенции для соблюдения узких пределов фиксированных курсов с использованием доллара США в качестве главной валюты, поддерживая тем самым его курс), предопределял то, что многие страны были вынуждены перейти к режиму плавающего валютного курса. Полагалось, что нужда государств в проведении валютных интервенций сократиться или вообще прекратиться. Но опыт мировой практики в проведении валютных интервенции показывает обратную тенденцию: они не только не сократились, а, наоборот, увеличились в разы не только в количественном, но и в объемном понимании. Следовательно, возникает некоторая проблема эффективности такого инструмента валютной политики как интервенции [55].

Основные аргументы, которые приводят денежные и финансовые власти в пользу интервенций:

- мировые валютные рынки подвержены дестабилизирующему спекулятивному воздействию;
- чрезмерная волатильность курсов создает дополнительную нагрузку на экономику, тем самым ослабляя и обременяя ее;
- интервенции, проводимые денежными властями, в частности Центральным Банком, могут помочь сократить указанные издержки;
- участие в совместных интервенциях.

Успешны ли валютные интервенции в настоящее время, и позволяют ли их механизм держать курс рубля на плаву?

Центральный Банк обозначает главным критерием эффективности эффект «сглаживания». Это обуславливается тем, что он, по классификации МВФ, придерживается управляемого плавления рубля без predetermined path for the exchange rate). Это значит, что регулятор управляет обменным курсом, не влияя ни на целевой уровень валютного курса, ни на динамику его колебаний. Управляя валютным курсом, данный критерий является совокуплением широкого спектра макроэкономических показателей, включая состояние платежного баланса, объем международных резервов и др.

В условия управляемого плавления курсов, интервенции не могут проводиться автоматически, и, в целом, подразумеваются на прямые (операции на валютном рынке) и косвенные (процентная политика, изменение ставок рефинансирования, валютное регулирование и т.д.) [41, с. 33-34].

Но, в последние годы, когда государство впало в очередной кризис (2014- наст время), оно начало предпринимало различные меры. Но приоритетной мерой, после нескольких объемных валютных интервенций стал переход на плавающий валютный курс, при котором Центральный Банк не вмешивался в экономическую ситуацию, или же осуществлял небольшие по объемам интервенции для регулирования текущего курса валюты. Согласно «Основным направлениям кредитно-денежной политики на 2015 и период 2016 и 2017 годов» Центральный Банк предполагает дальнейшее следование стратегии плавающего курса рубля, и использовать бивалютную корзину в качестве основного ориентира политики валютного курса. Это решение будет обуславливать дальнейшую финансовую и экономическую политику государства, основанную на широком спектре экономических показателей и индикаторов.

Преимущество «плавающего курса» заключается в том, что денежные власти не обременены в обязательствах по поддержанию курса, но, в это же время они могут проводить денежно-кредитную политику, которая, по их

мнению, оптимальна для существующей в экономике ситуации и позволит держать курс стабильно и устойчиво. Таким образом, основное внимание следует уделить критерию «сглаживание» [27, с. 78-79].

В 49% случаев Банк России был успешен в сглаживании колебаний валютного курса, в 40% в поддержании тенденций на рынке, и реже всего, а точнее в 19% у денежных властей получалось осуществить разворот тренда. Это говорит о том, что Центральному Банку разумнее всего будет вести политику сглаживания.

Современный кризис, который датируется осенью 2014 года, объясняется весьма простыми вещами: государственный переворот на Украине, дал понять, что Россия потеряла одного из своих значимых союзников. Ситуация осложнялась тем, что через территорию Украины проходили основные газовые потоки на Европу, основного потребителя российского газа. Вступление на тот момент Украины в Евросоюз, автоматически лишило бы ее положения в Таможенном Союзе, что и случилось после. Выгодные экономические отношения для России в данном направлении были потеряны. А категорично настроенное американско-европейское сообщество, с демократическими лозунгами о самоопределении суверенного украинского государство создавало межгосударственное напряжение. Помимо этого, в сторону России началось проводиться санкционная политика, при которой подразумевалось, что экономические и политические ограничения Российской Федерации ударит по ее экономическому благосостоянию. Все это дало огромную почву спекулянтам для деятельности на финансовом рынке в сторону ослабления российской валюты, и ее денежному уменьшению относительно основных валют, что и представлено на примере графика пары USD/RUB на рисунке 2.4 [59].



Рис.2.4. График пары USD/RUB в период с 20.08.2014 по 04.03.2015.

Источник: составлено по материалам [59].

На данном графике можно определить, что с конца октября пара USD/RUB начала значительно ускоряться вверх, наблюдается тренд бычий, и к середине декабря с 41,26 копеек валюта касается отметки 80 рублей и падает назад в область ниже 70 рублей за 1 американский доллар. За 4 месяца российская валюта потеряла порядка 70% , что является критичным показателем. В середине декабря Центральный Банк проводит очередную валютную интервенцию на сумму 11,9 миллиардов \$ США, которая останавливает восходящий тренд и валюта уходит корректироваться. За период с октября 2014 по декабрь 2014, Центральный Банк совершил валютных интервенций на сумму 43,4 миллиардов \$ США, что

подтверждают данные по интервенциям Банка России на внутреннем рынке (см. Приложение 1) [64].

После этого российский рубль стал немного возвращать свои позиции, но давление со стороны других государств оставалось. Следующий шаг, резкое падение цены на нефть, Так как нефть занимает значительный удельный вес как в бюджете государства, так и в ВВП, российская валюта начала стремительно слабеть и возвращаться к прежним позициям (рис. 2.5).



Рис. 2.5. График пары USD/RUB с марта 2015 года по настоящий день.

Источник: составлено по материалам [59].

На фоне нефтяного кризиса российская валюта вернула свои «бедственные» позиции и даже смогла укрепиться на отметке 80 рублей за доллар. Но, хотелось бы отметить, что уменьшение цен на нефть сказалось негативно не только на российской валюте, но и на валютах странах экспортеров – нефти и на американском долларе в том числе. Почти все

производственные индексы испытывали длительный период рецессии, предприятия несли большие убытки, поэтому повышение котировок на нефть через определенный промежуток времени было необратимым, что и отчетливо показывает график: колеблясь перед 80 рублями почти месяц, российская валюта начала укрепляться и в настоящее время составляет 65,27 рублей.

Проверка гипотез выявила определенную закономерность колебаний валютного курса после проведения успешной интервенции – иными словами валютные интервенции носят положительный характер и оказывают положительное влияние на государственную валюту. При сравнении результатов настоящей работы с выводами аналогичного исследования, проведенного почти 20 лет назад, можно выделить определенные изменения, проводимые в политике Банка России.

В период 1997-1998 годов Центральный Банк принимал меры для удержания колебания валютного курса в диапазоне около 6 рублей за доллар США $\pm 5\%$. Поэтому, все его усилия были направлены на корректирование, сглаживание и удержание текущей тенденции валютного рынка. По причине низкого уровня золотовалютных резервов Банк России был не способен препятствовать кризису, что привело к дефолту, и долгому послекризисному восстановлению. В настоящие дни денежные власти допускают широкую волатильность рубля, что снижает успешности интервенции по критерию «сглаживание» [41, с. 40-41].

Однако, благодаря накопленным международным резервам Центральный Банк стал способен противостоять, что является результатом роста успешных интервенций по критерию «разворот». Критерий «направление» остался на прежнем уровне.

По мере приближения курса к границам допустимого диапазона колебаний регулятор начинает наращивать объемы валютных интервенции. При укреплении национальной валюты и приближении ее обменного курса к нижней границе денежные власти активно скупают иностранную валюту, а

величина валютной интервенции (прирост валютных резервов ЦБ) принимает положительное значение. Ослабление национальной валюты и приближение ее обменного курса к верхней границе, напротив, заставляет массировано продавать иностранную валюту, и величина валютной интервенции принимает отрицательное значение. При возникновении угрозы выхода валютного курса за пределы валютного коридора величина интервенции стремится к бесконечности (на практике она, конечно, ограничена объемом валютных резервов). Аналогично выглядит функция ответной реакции ЦБ, если денежные власти не таргетируют обменный курс, а минимизируют волатильность его колебаний. В таком случае по вертикальной оси абсцисс будет отображаться волатильность валютного курса [16, с. 215-217].

Таким образом, существует три альтернативных критерия успешности интервенций: направление, сглаживание и разворот. Для банка России главным критерием эффективности является «критерий сглаживания».

2.3. Оценка эффективности валютных интервенций ЦБ РФ в условиях валютного кризиса

Центральный Банк обозначает главным критерием эффективности эффект «сглаживания». Это обуславливается тем, что он, по классификации МВФ, придерживается управляемого плавания рубля без predetermined path for the exchange rate). Это значит, что регулятор управляет обменным курсом, не влияя ни на целевой уровень валютного курса, ни на динамику его колебаний. Управляя валютным курсом, данный критерий является совокуплением широкого спектра макроэкономических показателей, включая состояние платежного баланса, объем международных резервов и др.

В условия управляемого плавания курсов, интервенции не могут проводиться автоматически, и, в целом, подразумеваются на прямые

(операции на валютном рынке) и косвенные (процентная политика, изменение ставок рефинансирования, валютное регулирование и т.д.).

Но в последние годы, когда государство впало в очередной кризис (2014 – наст время), государство предпринимало различные меры, но приоритетной мерой, после нескольких объемных валютных интервенций стал переход на плавающий валютный курс, при котором Центральный Банк не вмешивался в экономическую ситуацию, или же осуществлял небольшие по объемам интервенции для регулирования текущего курса валюты. Согласно «Основным направлениям кредитно-денежной политики на 2015 и период 2016 и 2017 годов» Центральный Банк предполагает дальнейшее следование стратегии плавающего курса рубля и использовать бивалютную корзину в качестве основного ориентира политики валютного курса. Это решение будет обуславливать дальнейшую финансовую и экономическую политику государства, основанную на широком спектре экономических показателей и индикаторов [34, с. 121-123].

Преимущество «плавающего курса» заключается в том, что денежные власти не обременены в обязательствах по поддержанию курса, но, в это же время они могут проводить денежно-кредитную политику, которая, по их мнению, оптимальна для существующей в экономике ситуации и позволит держать курс стабильно и устойчиво. Таким образом, основное внимание следует уделить критерию «сглаживание».

В 49% случаев Банк России был успешен в сглаживании колебаний валютного курса, в 40% в поддержании тенденций на рынке, и реже всего, а точнее в 19% у денежных властей получалось осуществить разворот тренда. Это говорит о том, что Центральному Банку разумнее всего будет вести политику сглаживания.

Рисунок 2.6. иллюстрирует эффект сглаживания колебаний валютного курса, Красной линией показано среднее скользящее на 16 недель. Волатильность бивалютной корзины определяется как стандартное скользящее отклонение стоимости бивалютной корзины за данные период

времени. Чем больше объемов валютных операций, осуществляемых центральным банком, тем меньше волатильности бивалютной корзины мы можем ожидать. С увеличением количеств интервенции, плавнее изменяется стоимость бивалютной корзины.

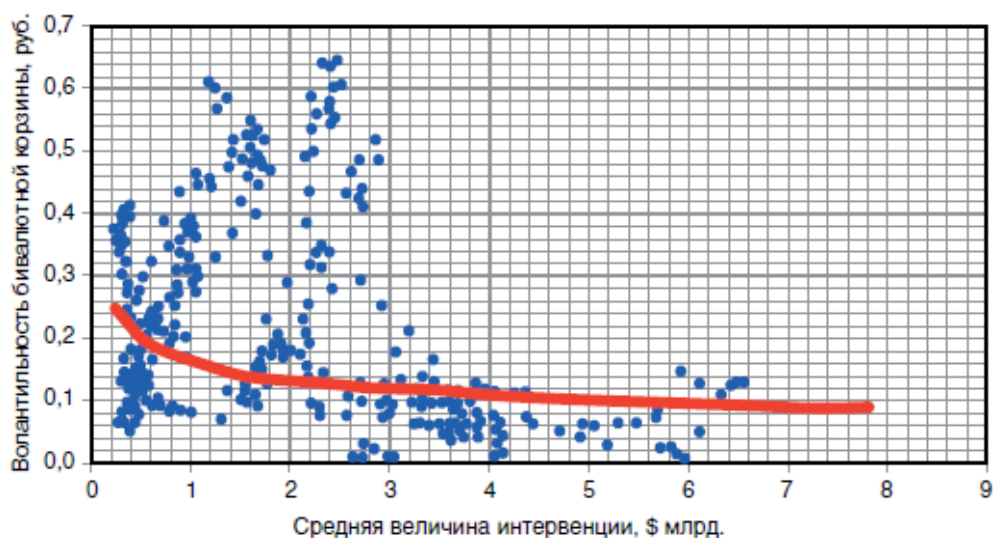


Рис. 2.6. Величина интервенции Банка России и волатильность бивалютной корзины, 2012-2015 гг.

Источник: составлено по материалам [64].

В отношении американской валюты ЦБ большую часть периода 2012–2015 годов препятствовал укреплению рубля к доллару. Большее число интервенций проводилось на отметке 71,16 рубля за доллар, что говорит об уровне поддержки (отмечено красной линией). Учитывая, что доллар имеет больший удельный вес в бивалютной корзине, Банк России на протяжении последних лет в основном сдерживал укрепление корзины. Большее число интервенций проводилось на уровне 75,4 рубля и за пределами отметки в 80 рублей. С сентября по ноябрь 2015 года существовал другой уровень поддержки – около 60,75 рублей, о чем говорит серия интервенций, проводимых при одном и том же значении бивалютной корзины. С ноября 2015 уровень поддержки еженедельно изменяется, что не позволяет его использовать в визуальном анализе.

Таблица 2.1

Накопление опыта валютных интервенций Банка России:
доля успешных интервенций

Период, годы	Критерий «направление», %	Критерий «сглаживание», %	Критерий «разворот», %
1998-2000	47	78	0
2001-2008	39	55	4
2012-2015	40	49	19

Источник: составлено по материалам [64].

Проверка гипотез выявила определенную закономерность колебаний валютного курса после проведения успешной интервенции – иными словами валютные интервенции носят положительный характер и оказывает положительное влияние на государственную валюту. При сравнении результатов настоящей работы с выводами аналогичного исследования, проведенного почти 20 лет назад, можно выделить определенные изменения, проводимые в политике Банка России.

В период 1997-1998 годов Центральный Банк принимал меры для удержания колебания валютного курса в диапазоне около 6 рублей за доллар США $\pm 5\%$. Поэтому, все его усилия были направлены на корректирование, сглаживание и удержание текущей тенденции валютного рынка. По причине низкого уровня золотовалютных резервов Банк России был не способен препятствовать кризису, что привело к дефолту, и долгому послекризисному восстановлению. В настоящие дни денежные власти допускают широкую волатильность рубля, что снижает успешности интервенции по критерию «сглаживание» [50, с. 10-11].

Однако благодаря накопленным международным резервам Центральный Банк стал способен противостоять, что является результатом роста успешных интервенций по критерию «разворот». Критерий «направление» остался на прежнем уровне.

Анализ интервенций Банка России позволяет в целом охарактеризовать подход Центрального банка к стабилизации бивалютной корзины. На

рисунке 2.7. приведена кривая функции ответной реакции ЦБ на изменение валютного курса при режиме валютного коридора.



Рис. 2.7. Функция ответной реакции Центрального банка (проведение валютной интервенции) на изменение валютного курса
Источник: составлено по материалам [64].

Проанализировав график, можно выделить следующий факт: при приближении к границам допустимого диапазона колебаний регулятор начинает наращивание объемов проводимых валютных интервенции. В то время как национальная валюта начинает укрепляться и приближаться к нижней границы, денежные власти начинают активно скупать иностранную валюту, а величина валютных интервенций принимает положительное значение. С другой стороны, ослабление национальной валюты и приближение обменного курса к верхней границе заставляет денежные власти массировано продавать иностранную валюту, и величина валютной интервенции принимает отрицательное значение. Если валютный курс начинает уходить за пределы валютного коридора, то величина валютных интервенций начинают стремиться к бесконечности (но в жизни она ограничена золотовалютным запасом страны). Таким же образом выглядит функция ответной реакции Центрального Банка, если денежные власти не придают определенной цели обменный курс, а пытаются снизить

волатильность его колебаний. В таком случае по вертикальной оси абсцисс будет отображаться волатильность валютного курса[37, с. 21].

Выводы по второй главе:

– Политика валютных интервенций Банка России имеет ряд особенностей, выделяющих ее среди остальных стран. Во-первых, корзина валют, которая служит некоторым «эталоном» для валюты страны, а также служит основным фактором стабилизации курса. Во-вторых, эти операции представляют собой сумму интервенций: государство осуществляет покупки иностранной валюты для своих, государственных фондов, так и Центральный Банк выделяет собственные средства для валютных интервенций. Главным ориентиром стабилизации курса российского рубля на мировой арене до февраля 2005 года был доллар, но затем перешли к операционному таргетированию рублевой стоимости бивалютной корзины. Здесь начали включать доллар США и евро в пропорциях, устанавливаемых непосредственно Банком России.

– Центральный Банк обозначает главным критерием эффективности эффект «сглаживания». Это обуславливается тем, что он, по классификации МВФ, придерживается управляемого плавания рубля без predetermined path for the exchange rate). Это значит, что регулятор управляет обменным курсом, не влияя ни на целевой уровень валютного курса, ни на динамику его колебаний. Управляя валютным курсом, данный критерий является совокуплением широкого спектра макроэкономических показателей, включая состояние платежного баланса, объем международных резервов и др. В условия управляемого плавания курсов, интервенции не могут проводиться автоматически, и, в целом, подразумеваются на прямые (операции на валютном рынке) и косвенные (процентная политика, изменение ставок рефинансирования, валютное регулирование и т.д.).

– Данные об оценке эффективности проводимых валютных

интервенции говорят о том, что в 49% случаев Банк России был успешен в сглаживании колебаний валютного курса, в 40% в поддержании тенденций на рынке, и реже всего, а точнее в 19% у денежных властей получалось осуществить разворот тренда. Следовательно, Центральному Банку разумнее всего будет вести политику сглаживания.

ГЛАВА III: ПУТИ И НАПРАВЛЕНИЯ ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНТЕРВЕНЦИЙ ЦБ РФ

3.1 Международный опыт валютных интервенций

Если рассматривать условия режима фиксированного валютного курса, то здесь Центральный Банк вынужден немедленно действовать в ответ на изменения спроса на иностранную валюту, он не может фактически контролировать сроки и объемы операций на валютном рынке. Но при условиях плавающего валютного курса интервенции осуществляются по желанию банка для поддержания низкой волатильности, устранения дисбаланса и поддержания национальной валюты.

В условиях плавающего валютного курса интервенции носят ограниченный и однократный характер, что нельзя сказать в сравнении с режимом фиксированного валютного курса. Это объясняется рядом причин:

1. Из за широкого разнообразия методов расчета равновесного валютного курса, работникам Центрального банка трудно обнаружить дисбаланс курса валют и его оценить.

2. Волатильность валютного курса в краткосрочном периоде не всегда оправдывает проведение интервенций, так как зачастую волатильность может быть результатом реагирования основных участников рынка на результат изменения макроэкономических показателей или появление той или иной информации, непосредственно влияющей на курс валюты [4, с. 131-134].

Судя по международному опыту таких стран как Мексика, Турция и Чили, интервенции зачастую не являются эффективным инструментом для стабилизации валютного курса, и уменьшения его волатильности. Многие исследователи утверждают что интервенции в частых случаях приводят к увеличению волатильности валютного курса. Но центральные банки

официально отвергают это наблюдение, заботясь лишь об основаниях для вмешательства на валютный рынок. Более того, основным требованием Международного Валютного Фонда был тот факт, что политика интервенций сглаживала волатильность курса валют, а не наоборот, увеличивала амплитуду колебаний валютного курса.

Интервенции считаются максимально эффективным в тот момент, когда они проводятся относительно редко, и, благодаря усилению фактора неожиданности и усилению доверия рынка к решительному намерению денежных властей поддерживать государственную валюту. Также наличие фактора проведения политики транспарентности существенно влияет на эффективность интервенций при проведении операций. Большинство стран, в том числе Филиппины и Турция, официально объявили о своей расположенности к рыночным методам регулирования, уточнив, что интервенции, проводимые в стране, не будут приурочены к стратегии таргетирования валютного курса. Нельзя не отметить, что приверженность центрального банка определенным результатом проводимых интервенций позволяет обществу осуществлять мониторинг валютных операций и обеспечивает его отчетность. Публикация информации о политике проводимых интервенций в Австралии и Швеции являются ярким примером транспарентности, поскольку происходит четкое указание оснований для проведения интервенций.

Основными факторами успеха проводимых интервенции относят мониторинг и координирование валютных операций, объем осуществляемых операций, а также необходимые рыночные условия, в которых они проводятся. Центральные банки выпускают отчеты, которые свидетельствуют о том, что определяющими успешность и эффективность факторами, являются:

- объединенные скоординированные интервенции нескольких центральных банков;
- объем интервенции относительно оборота валютного рынка;

- регулярность интервенции (широкие по объему и нечастые интервенции являются более эффективны);
- нумерация операции в серии интервенций (самая первая интервенция всегда является наиболее эффективна);
- сочетание всех операции с текущей рыночной тенденцией («leaning-with-the-wind»);
- неопределенность текущих событий и невозможность прогнозирования будущих фундаментальных факторов.

Центральные банки, которые придерживаются фиксированного валютного курса, считают наиболее значимым факт координации с другими денежными властями и текущий рыночный тренд. Те центральные банки, политикой которых является придерживание плавающему курсу, полагают, что главную роль имеет объем интервенций. Помимо этого, определяющим фактором успешности деятельности центрального банка является эффективная последовательность его действия, правильного выбора рыночной политики для проведения операций, а также репутации денежных властей.

В 2006 году Федеральный резервный банк Сент-Луиса (США) провел исследовательский опрос денежных властей в вопросах валютных интервенций. Опросные листы были разосланы 53 центральным банкам в рамках четырехлетнего обзора рынка деривативов и валютного рынка, который регулярно проводится Банком международных расчетов. Результат опроса денежных властей показал следующее:

- интервенции носят двойной характер: они оказывают влияние не только на местный рынок и валютный рынок, но также влияет и на рынки других стран и рынки других финансовых активов;
- несмотря на то, что интервенции увеличивают в некоторой степени неопределенность развития ситуации на валютном рынке, работники

центральных банков не согласны с предположением, что интервенции увеличивают волатильность валютного курса;

- центральные банки, придерживающиеся позиции о том, что интервенции увеличивают волатильность, также утверждают, что наибольший эффект во времени проведения интервенции оказывается в периоде от пары минут до нескольких часов с момента начала проведения операции;

- для возвращения ситуации на валютном рынке к нормальной волатильности после проведения интервенции требуется от двух до четырех дней, а максимальным порогом времени считается период до 6 месяцев. Также интервенции оказывают одновременное влияние на валютный курс используя несколько рыночных каналов;

- центральные банки не предпочитают повторять проведение интервенций если предыдущая одиночная интервенция имела ожидаемых успех;

- участникам валютного рынка легко обнаружить скоординированные и скрытые интервенции, хотя они имеют большую эффективность, нежели односторонние операции.

Интервенции, проводимые в развивающихся странах имеют больший эффект, чем в развитых странах. Это объясняется следующими причинами:

- не каждая операция центрального банка на валютном рынке полностью стерилизуется;

- объем интервенций обычно сопоставляется с оборотом валютного рынка;

- организованность валютного рынка способствуют успешности интервенций [49, с. 67].

Проведенные международные исследования показали, что самые эффективные интервенции проводятся лишь ведущими странами, такими как Япония, США и Германия. Исследование Европейского центрального банка

свидетельствует об успешности проведенных валютных интервенциях. Однако, экономисты Университета Упсала (Швеция) обнаружили, что шведский Рискбанк не может воздействовать на курс валюты, используя интервенций, так как влияние на волатильность весьма слабо. Эксперты Банка Канады выяснили, что ожидаемые или периодически проводимые валютные интервенции могут сбалансировать курс канадского доллара, но спустя пару дней эффект от интервенции исчезает и нивелируется рынком. Поэтому можно говорить о том, что эффективность валютных интервенций Банка России соответствует эффективности центральных банков других стран. Центральный Банк особо не стремится выполнять рекомендации, предписанные Международным Валютным Фондом, но фактически следует правилу «О принципах политики интервенций»: использовать интервенции в качестве снижающего инструмента волатильности валютного курса, но не для регулирования самого уровня курса.

3.2. Политика стратегии таргетирования инфляции Банка России

Банк России с 14 мая 2008 года изменил порядок проведения операций валютных интервенций на валютном рынке, разделив их на две главные составляющие. Первая нацелена на эффект «сглаживания» колебаний стоимости рубля относительно бивалютной корзины (евро и доллар США). Но сейчас речь ведется только об внутрисуточных колебаниях и их ограничениях. За следующие три года ЦБ, используя интервенции, удерживал практически постоянный номинальный курс рубля к бивалютной корзине. Согласно статистическим наблюдениям, курс колебался в пределах узкого коридора – около 1% (32 копейки) около основного значения. Лишь пару раз Центральный Банк позволял курсу укрепляться. Причиной этому стала необходимость притормозить рост цен в стране.

Вторая часть интервенций обуславливала поглощение влияния волатильности состояния платежного баланса и хода исполнения федерального бюджета на денежное предложение в стране. По сути, определяющим фактором было бы движение к установленным целям используя информационные. Само собой разумеется, что эти интервенции должны носить плановый и регулярный характер. В отличие от воздействия на обменный курс рубля влияние «впрыскивания» рублевой ликвидности в ходе проведения интервенций на инфляцию проявляется не немедленно, а с определенной периодичностью. Статистический анализ показал существование корреляций между динамикой денег и потребительскими ценами, которая проявляется с определенным запаздыванием от 6 до 18 месяцев и является максимальной при лаге 12 месяцев.

Из нового подхода к интервенциям становится ясно, что границы колебаний курса начинают постепенно расширяться, потому что определенная часть интервенций теперь не будет влиять на текущую ситуацию на валютном рынке. Насколько широким и глубоким будет это расширение – все зависит от периодичности пересмотра объема регулярных интервенций и каким образом будут взвешиваться две цели – стабильность обменного курса и стабильность внутренних цен. Выдерживать целевые ориентиры по двум параметрам одновременно считается невозможным. Таким образом, становится очевидным, что на первых порах сохранится сложившийся совмещенный режим целеполагания для объемов интервенций некоторым усилением в сторону ценовой цели. Хотя, в первоначальных заявлениях об этих операционных аспектах ничего не сообщалось. Это происходит потому, что регулятор не выработал для себя определенных жестких правил и хочет найти приемлемый оптимум путем такого эксперимента[64].

Основная цель предпринимаемых шагов по повышению колебания курса та же, что и у увеличения резервирования по привлекаемым зарубежным банковским пассивам – уменьшить привлекательность

финансового рынка страны для зарубежных инвесторов. В последние годы выходило так, что колебания денежного предложения целиком обуславливались его притоком. Инфляционного давления со стороны текущего платежного баланса уже год как существует – до каких бы высот ни поднимались цены на нефть, разница между экспортом и импортом оседает в фондах Министерства финансов. Скорее эффект обратен - растущий импорт сегодня уже начинает оттягивать на себя часть притока валюты, которая могла бы другими путями быть введена в экономику. Таким образом, всплеск инфляции объяснялся двумя фундаментальными обстоятельствами, лежащими вне досягаемости основных денежных властей: импортом инфляции с мировых продовольственных рынков и, с учетом лага распространения влияния роста денежной массы на цены, притоком капитала в предыдущие периоды [41, с. 34-35].

Изменяемость притоков капитала привела к большой волатильности денежной массы. Таким образом, здесь можно усмотреть главную и единственную причину настоящего ускорения инфляции. А точнее, если вспомнить о причине ускорения роста денег, - фактический нараставший до середины прошлого года приток капитала переходил в рост цен.

С учетом некоторых периодических задержек трансформации роста денег, переходящую в повышение цен, можно сделать некоторые выводы. За три последних квартала произошел чистый отток капитала. Следовательно, замедлилась и динамика денег. Таким образом, денежный фактор в дальнейшем будет действовать в пользу замедления роста цен. Можно ожидать замедление инфляции до конца текущего года, опираясь на ранее упомянутую статистику связи между динамикой денег и текущими потребительскими ценами. Инфляция к концу года может достичь порядка 9%, об этом говорит траектория инфляций, но при условии полагаемого нейтрального влияния мировых продовольственных рынков. Необходимо, что резкое снижение инфляции тоже нельзя считать однозначным

положительным явлением, поскольку может зафиксировать слишком завышенные уровни реальной зарплаты[56].

Было бы слишком просто, опираясь на такую простую связь денежной массы и цен, сделать умозаключение о том, что недавний кризис на мировых кредитных рынках уже сделал за денежные власти всю необходимую работу, касаясь торможения цен и иные предпринимаемые меры будут избыточны. Очевиден тот факт, что средний уровень использования ресурсов должен меняться согласно с изменением этой связи. Когда фаза находится в режиме возрастания, спрос на деньги должен увеличиваться, а при приближении к границе производственных возможностей, цены начинают расти быстрее, а спрос на деньги начинает снижаться. Поэтому, денежное таргетирование нигде не применяется в наши дни, поскольку во второй половине 70-х годов 20 века, после того как мир отказался от «золотой привязанности» доллара и фиксированных курсов, центробанки стояли на перипетии и не представляли, как действовать в новых условиях [28, с.13-14].

Проблема заключается в том, насколько правильно идентифицируется текущая фаза цикла и, более того, начинать ли уже осуществлять практику контрциклического регулирования на российскую экономику. Ведь не исключено, что Россия не находится в стадии где существует классический цикл, а процесс адаптации производственного состава и базы не закончился – он по сути еще требует многого – различных накоплений, вложений, кредитов.

Основная теория состоит в том, что перепады в потоках капитала порождены во многом сложившимися в России особенностями денежно-курсового регулирования. Центральный Банк удерживал вполне предсказуемый валютный курс и слабо нивелировал разницу в привлечение денег с внешнего и внутреннего рынка. Такой денежный режим предопределял роль регулятора в качестве пассивного наблюдателя, самоподдерживающего кредитный бум и сокращения внутренних частных сбережений. Сочетание низкой стоимости, доступности денег и наличие

безрисковости привлечения средств зарубежных инвесторов определяло инфляцию как причину снижения реальных ставок и усиливало стимулы к сбережению средств. Справедливо отметить, что в такие процессы «импорта» гиперстимулирующей политики ведущих Центробанков в 2007-2008 годах оказались втянуты страны ближайшего окружения России, денежная политика которых определяется теми же принципами [5, с. 12].

Уменьшение колебаний потоков капитала можно осуществлять, частично, используя норматив по привлеченным из-за рубежа депозитам. В свою очередь, это является грубым инструментом; его маловероятно можно менять чаще, чем раз в квартал, когда в основных развитых банковских системах формы резервирования не предпочитают трогать вообще. Другой момент – если заведомо заставлять банки держать 7,5% привлеченных средств на счетах, которые являются беспроцентными, тем самым можно поставить их не в лучшую позицию на конкурентном рынке, которые будут значительно уступать филиалам зарубежных банковских контор. Также, хотелось бы отметить тот факт, что резервирование не охватывает небанковские потоки. А потенциально волатильный курс может по большому счету умерить потоки капитала – особенно вызванные процессом спекулятивного действия. Существует угроза того, что перспектива резкого падения курса в момент крупной фиксации прибыли и вывода капитала из государства может значительно уменьшить эту прибыль. Таким образом, этот риск будет учитываться при ввозе капитала [5, с. 15].

Глава ЦБ прояснял техническую составляющую нового режима в, заодно уточнив, что границы валютного коридора для стоимости бивалютной корзины будут расширяться умеренными темпами. Соответственно, стратегия ЦБ должна предполагать то, что ЦБ будет приближаться к режиму свободного плавления курса рубля очень медленно очень постепенно. В настоящее время подходы, осуществляющие объемы определения размеров валютных интервенций далеки от того, чтобы идеально воздействовать на уровень инфляции. Объем ежедневных регулярных покупок валюты равен

ежедневному объему доходов бюджета, зачисляемому в госфонды. Следует вывод о том, что ЦБ пытается имитировать присутствие Министерства финансов на валютном рынке, найдя компромисс в определении кто должен покупать валюту для фондов на рынке: ЦБ или МинФин?

Будет ли такая политика достаточной для того, чтобы уменьшить воздействие валютных спекулянтов, целью которых является получение прибыли от инвестирования в рубль в рамках сделок характера carry trade? На данный момент можно констатировать то, что основной период высокой волатильности рубля уже прошел и валюта начинает принимать стабилизационный характер. Аналитики инвестирующих банков прогнозируют, что такой осторожный к гибкому курсу не удержит номинальный курс рубля от укрепления к корзине, расходясь только в оценках. Но основная причина кроется не столько в общей тенденции укрепления, которая является позитивной с позиции воздействия на инфляцию, сколько в границах коридора, в которых валютный курс обычно колеблется. Пока что вроде бы выходит, что при таком подходе к регулярным интервенциям он расширится не сильно. А значит, переход к новому курсовому режиму сам по себе пока не слишком будет сглаживать колебания потоков капитала и не исключит возможности спекулятивной «атаки на рубль» [9, с. 408].

Тем не менее, как подчеркнул в заявлении и сам ЦБ, разделив интервенции на две части, он (правда, оставаясь пока что в условиях режима «управляемого плавания» обменного курса) делает шаг навстречу политике инфляционного таргетирования (ПТИ). Это движение может привести к полному отказу от политики управляемого валютного курса, росту значения процентных механизмов и ориентации на целевые показатели инфляции как основных.

При переходе к политике таргетирования инфляции главными целями Центрального банка являются средние и долгосрочная стабильность и сбалансированность финансовой системы государства. Результаты их

действий не оцениваются по основным макроэкономическим показателям (рост ВВП, уровень безработицы, состояние платежного баланса и т.п.), а исключительно по темпам инфляции в стране и другим показателям финансовой стабильности. В обычном же случае повышение роли инфляционных целей далеко не значит, что Центральный банк превращается в своеобразного «инфляционного маньяка» (inflation nutter), а просто происходит изменение приоритетов и определение четких обязанностей и полномочий монетарных властей [13, с. 129-130].

Режим использования показателя инфляции в качестве основной опоры для денежной политики, не является единственной альтернативой к валютной привязке. На практике применялись и другие целевые режимы, по своей сути нацеленные на тот же результат: таргетирование денежного агрегата, краткосрочной процентной ставки или номинального ВВП. Сейчас это уже осталось в прошлом, но будет не лишним напомнить, почему инфляционное таргетирование в конечном счете одержало верх.

Использование показателей роста денежного агрегата как одной из основных промежуточных целей политики Центрального банка было весьма популярным в середине 1970-х годов. Тогда оно заменило собой Бреттон–Вудскую систему фиксированных курсов с «золотой привязкой» к доллару. Теоретической базой стали идеи Милтона Фридмана о необходимости поддержания постоянного прироста денежной массы. Конечно то, что инфляция в долгосрочном плане невозможна без постоянного роста денег (в особенности высокая инфляция), трудно оспорить. Но на практике это правило оказалось неосуществимым и в чистом виде не применялось ни в одной из стран, которая даже придерживалась данному режиму (Германия, Швейцария).

От установленных целей роста денежной массы заставила отклоняться необходимость поддержания стабильными темпами роста ВВП и валютного курса. Эмиссия денег и спрос на них в краткосрочном периоде оказались слишком волатильными, особенно учитывая тот факт, что они подвержены

циклическим колебаниям, для того, чтобы можно было использовать цели по денежным агрегатам для достижения желаемой инфляции. Связи между ростом денежных агрегатов и другими макроэкономическими показателями стали быстро разрушаться в 1980-х годах, когда были введены финансовые инновации.

Некоторыми Центральными банками применялась в 1990-х годах политика таргетирования краткосрочной процентной ставки. В теории в основе этого таргетирующего правила лежит нечто прямо противоположное «денежной конституции» монетаристов: предположение о повышенной волатильности общего уровня процентных ставок по мере изменения совокупного спроса и предложения, а также уровня обменного курса национальной валюты. При таргетировании краткосрочной процентной ставки подразумевается, что регулятор располагает некоей моделью связи между целевой ставкой процента и системой рыночных процентных ставок и есть влияние последних на совокупный спрос и курс. На практике к усилению внимания к непосредственному управлению процентными ставками в период становления «рейганомики» (в 1979-1982 годах) Центробанками США и Швейцарии привела возросшая нестабильность этих ставок, пока денежные власти концентрировались на управлении денежной базой.

Опыт был довольно удачным, после чего о монетаристских правилах перестали упоминать. К главным недостаткам фиксации определенных целей непосредственно по процентным ставкам относится слишком неявный механизм передачи влияния процентной ставки на инфляцию, проявляющийся с большой, периодичной задержкой, а также возможная несогласованность целей налоговой и денежно-кредитной и политики.

Инфляционное таргетирование стало результатом изменения теоретической парадигмы в конце 1990-х годов (на смену подрастерявшему популярность монетаризму пришла «новая макроэкономика» с ее представлениями об очевидности целей и твердом следовании им регулятора

как главным условии успеха его политики). Акценты сделаны не на сложных инструментах и способах достижения целей, а на четкости и определенности формулировки задач, прогнозируемости влияния действий регулятора на макропоказатели на уровне, непременно понятном и детальном комментировании им принимаемых решений, публичной отчетности ЦБ. Таким образом, это является общей схемой взаимодействия и ответственности регулятора перед объектом, на который он воздействует.

Если говорить о практике применения данного режима, то важным целевым параметром здесь является индекс цен. С одной стороны, ориентир должен быть понятен экономическим агентам и достаточно представлен, с другой стороны, из него должны быть исключены специализированные сектора экономики, а также результаты воздействия на цены единовременных скачков (налоги или администрируемые цены). Все Центробанки, применяющие инфляционное таргетирование, пользуются разнообразным количеством видами индекса потребительских цен, которые в свою очередь исключают определенные переменные компоненты, с целью более пристального слежения за уровнем базовой инфляции. Однако в этом случае Центральный банк обязан пояснить обществу, как рассчитывается индекс цен и как он соотносится с основным индексом потребительских цен. Например, ФРС США ориентируется на индекс инфляции, не учитывая продовольственных и энергетических цен. Их главное преимущество – понятность и простота восприятия [19, с. 213-215].

Хотелось бы отметить еще несколько вещей в связи с политикой инфляционного таргетирования. В условиях открытости для притока капитала таргетирование инфляции неразрывно связано с переходом к режиму гибкого валютного курса. При полном переходе к этой политике регулярные валютные интервенции сходят на нет (очевидно, что покупка в фонды Минфина останется; будет ли проводить ее сам Минфин или ЦБ по его поручению не важно). В конечном счете, обменные курсы рубля будут полностью определяться рынком [23, с. 26].

Снижение положительного сальдо торгового баланса РФ может стать основанием для сокращения ежедневного объема плановых валютных интервенций ЦБ.

ЦБ пока не раскрывает информацию обо всех параметрах плановых интервенций, однако председатель Банка России Набиуллина Эльвира не исключала, что впоследствии это будет сделано. Вместе с тем в ЦБ в конце мая текущего года подтвердили предположения дилеров о том, что Банк России не проводит плановые интервенции посередине плавающего трехрублевого коридора бивалютной корзины (0,55 доллара и 0,45 евро).

Дилеры и аналитики предполагают, что ЦБ покупает валюту (в рамках плановых интервенций) в интервале одного рубля от нижней границы трехрублевого коридора, продает - в интервале одного рубля от верхней границы, а в центральном интервале в размере один рубль интервенции не проводятся. По их оценке, в настоящее время границы плавающего коридора установлены на уровнях 64,4 – 66,4 рубля.

Банк России помимо плановых валютных интервенций проводит пассивные интервенции на границах коридора. Максимальный ежедневный объем этих интервенций составляет 700 миллионов долларов: после покупки (продажи) валюты на эту сумму границы коридора автоматически смещаются вниз (вверх) на 25 копеек. Набиуллина ранее сообщала, что, по предварительным оценкам, нетто-покупка (покупка минус продажа) валюты Центробанком на внутреннем рынке в рамках валютных интервенций составила в мае порядка 5 миллиардов долларов.

В апреле ЦБ несколько снизил нетто-покупку валюты, приобретя около 12 миллиардов долларов, в то время как в марте этот показатель составлял примерно 15 миллиардов долларов [3].

Банк России возобновил с сентября 2015 года нетто-покупку валюты на внутреннем рынке для сдерживания укрепления рубля после нетто-продаж в июле-августе, которые проходили на фоне ослабления российской валюты.

3.3 Пути повышения эффективности политики валютного курса

Политика валютного курса является одним из наиболее важных элементов в системе денежно-валютной политики. Курсовая политика в общем случае призвана обеспечивать: во-первых, стабильность и предсказуемость динамики валютного курса (независимо от применяемого режима курсовой политики); во-вторых, антиинфляционную направленность; в-третьих, соответствующую рентабельность экспортных операций. Национальная валютная политика базируется на «трех китах»: регулирование валютного курса с помощью интервенций Банка России на валютном рынке; установление нормы обязательной продажи валютной выручки от экспорта товаров и услуг; ограничение международного движения капитала, включая валютный контроль. Разработка оптимальной модели реализации валютной политики должна основываться на постоянном мониторинге, на отслеживании динамики (изменения) основных параметров, характеризующих валютный рынок: количественных показателей – валютного курса, уровня золотовалютных резервов, сальдо платежного баланса; качественных показателей – степени долларизации, степени валютной либерализации. Курсовая политика в современных российских условиях, безусловно, является наиболее значимым направлением экономической политики с точки зрения воздействия на денежно-кредитный и реальный секторы экономики.



Рис. 3.1. Разработка оптимальной модификации валютной политики

Источник: составлено по материалам [42, с. 74].

Кардинальные изменения в принципах проведения политики валютного курса Центрального банка РФ произошли в начале 2008 г. Под давлением высокого притока в страну иностранной валюты в форме, как экспортной выручки, так и капитала Банк России был вынужден отказаться от политики номинального ослабления рубля и допустить рост валютного курса не только в номинальном, но и в реальном. Последовавшее за сменой курсовой политики резкое изменение динамики курса рубля показало крайне высокую зависимость внутреннего рынка от действий денежных властей, т. е. процесс курсообразования определялся в большей степени нерыночными факторами.

Как отмечают некоторые российские авторы, масштабы вмешательства Банка России на валютном рынке не ограничивались лишь сглаживанием колебаний курса, а зачастую оказывались более значительными. Денежные власти активно сдерживали рост реального валютного курса рубля, причем в качестве основного инструмента использовали интервенции на валютном рынке. Несмотря на активные мероприятия Банка России, на внутреннем валютном рынке в номинальном выражении рубль укрепился на 5,4 % относительно доллара США в декабре 2015 г. по сравнению с декабрем 2014 г. Реальный эффективный курс рубля к валютам стран – основных торговых партнеров Российской Федерации в декабре 2015 г. по сравнению с декабрем 2014 г. повысился на 4,7 % [8, с. 12].

В связи с текущими тенденциями валютного рынка наиболее актуальным, на наш взгляд, является вопрос о целесообразности в перспективе реализации политики сдерживания роста реального курса рубля. Как известно, режим ползучей привязки (регулируемой девальвации) довольно успешно применялся в странах ЦВЕ, в частности, в Венгрии и Польше. Такая направленность политики валютного курса дает возможность совмещать предсказуемость динамики курса и стабильность конкурентоспособности экспорта, так как при одинаковой скорости

внутреннего и внешнего обесценения валюты ценовая ситуация для экспортеров при прочих равных условиях не ухудшается [52].

В целом, по мнению большинства авторов, подобная политика имеет только краткосрочный эффект ускорения экономической динамики, главным образом за счет вытеснения импорта. В то же время некоторые исследователи указывают, что при характерном для российских условий соотношении эластичностей экспорта и импорта по доходу (низкая – для экспорта, высокая – для импорта) устойчивый долговременный рост экономики возможен только при периодической девальвации национальной валюты. Однако в некоторых работах отмечается, что в современных российских условиях нет тесной связи между динамикой валютного курса и показателями внешней торговли. Поэтому дискуссии относительно влияния политики сильного/слабого рубля для стимулирования модернизации оборудования/экспорта в этой связи не имеют реальных оснований.

Особенности внешней торговли, выражающиеся в ее неэластичности к валютному курсу, некоторые авторы объясняют принципами ценообразования и номинальными жесткостями, существующими в российской экономике. При всей категоричности утверждения об отсутствии заметной связи между динамикой валютного курса и показателями экспорта тем не менее очевидно, что конкурентоспособность отечественных производителей зависит далеко не только от уровня реального валютного курса. Оценки экспертов показывают, что номинальный валютный курс рубля в 2015 г. находился на уровне 35 – 37 % от его паритета покупательной способности (ППС). Уровень соотношения номинального валютного курса и ППС в 40 % свойственен для развивающихся и транзитивных экономик. Однако уже в 1996 г. этот уровень был превышен в наиболее развитых странах ЦВЕ (Венгрии, Польше, Чехии). Резкое падение этого соотношения в России произошло в результате финансового кризиса 1998 г.

Поэтому, нет никаких оснований утверждать, что главной причиной низкой конкурентоспособности российской экономики (особенно обрабатывающей промышленности) является переоцененный валютный курс.

При реализации политики валютного курса важным моментом является периодический факторный анализ процесса курсообразования. Влияние укрепления национальной валюты на экономическую активность в среднесрочной перспективе зависит, как показывают исследования, и от причины, обусловившей такую динамику курса [29, с. 320].

Политика девальвации в современных российских условиях может иметь ряд негативных моментов:

- во-первых, практически неизбежным является повышение темпов инфляции в связи с ростом импортных цен и возможным раскручиванием спирали девальвация – инфляция – девальвация;
- во-вторых, одномоментная и крупная девальвация создаст такие протекционистские условия, которые могут надолго закрепить существующую структуру экспорта и подавить любые тенденции по диверсификации производства;
- в-третьих, необходимо учитывать возможность проведения ответных протекционистских мероприятий со стороны зарубежных контрагентов, прежде всего связанных с антидемпинговыми мерами, вне зависимости от возможного вступления России в ВТО;
- в-четвертых, безусловно, реакцией населения и рынков будет падение доверия к денежным властям и национальной валюте, что будет иметь негативное следствие – увеличение степени долларизации экономики;
- в-пятых, необходимо учитывать социальные последствия, вызванные всплеском инфляции, в случае крупной девальвации.

С другой стороны, политика укрепления национальной валюты, как известно, имеет свои преимущества, во-первых, снижает относительные цены на импортные товары; во-вторых, уменьшает издержки отечественных производителей при использовании импортных комплектующих, сырья и

оборудования; в-третьих, увеличивает покупательную способность внутреннего спроса. При этом следует учитывать эффект Баласса – Самуэльсона, который, как показывает практика стран ЦВЕ, начинает проявляться после периода трансформационного спада. Согласно этому эффекту повышение реального курса национальной валюты не приводит к ухудшению финансового положения экспортного сектора в случае, если производительность труда экспортного сектора растет быстрее реальной заработной платы в нем и происходящий в результате рост прибылей компенсирует то снижение реальных доходов, которое произошло вследствие завышенного курса [41, с. 38].

Так, Т. В. Парамонова отмечает, что «реальное укрепление рубля создавало дополнительные стимулы для увеличения инвестиций, направленных на повышение производительности труда и эффективности производства за счет использования интенсивных факторов его роста». Кроме того, реальное укрепление национальной валюты вызывает переориентацию ликвидных ресурсов с секторов, более подверженных международной конкуренции, на сектора, менее подверженные такой конкуренции.

В целом от реального укрепления национальной валюты выигрывают производители товаров, ориентированные на внутренний рынок, не испытывающие слишком сильной конкуренции со стороны импорта и активно использующие в производстве импортные компоненты. Также от укрепления национальной валюты выигрывают производители услуг и строительные компании. Проигрывают от укрепления национальной валюты в основном экспортно-ориентированные отрасли, но даже для них в данном случае может иметь место положительный эффект, связанный с ростом совокупного внутреннего спроса. Поэтому в среднесрочной перспективе Банку России, на наш взгляд, необходимо поддерживать политику постепенного, незначительного укрепления курса рубля.

Банк России считает, что повышение реального эффективного курса рубля за год не должно превысить 8 %. При менее благоприятной внешнеэкономической конъюнктуре реальный эффективный курс может остаться практически неизменным. К тому же в настоящее время уже пройден период, на который приходится пиковый объем платежей по внешнему долгу, и поэтому необходимый объем валютных поступлений для потребностей государства снизился.

Принципиально важным моментом для повышения эффективности в целом государственной экономической политики является постепенное уменьшение влияния денежных властей на процессы курсообразования на внутреннем валютном рынке. Банк России продолжает реализацию курсовой политики в условиях режима управляемого плавающего валютного курса, при этом его перспективной задачей является постепенный переход к принципам прямого таргетирования инфляции, эффективная реализация которого требует отказа от активного участия денежных властей на валютном рынке.

Вместе с тем динамика платежного баланса, уровень развития финансового рынка определяют то, что в ближайшей перспективе основным фактором изменения денежного предложения останутся конверсионные операции Банка России. В то же время, на наш взгляд, необходимо реализовать ряд мероприятий, в том числе в области валютного регулирования, для снижения «нагрузки» на внутренний валютный рынок. В современных российских условиях, учитывая существующую динамику денежного предложения, для ограничения оттока банковских ресурсов на валютный рынок целесообразна в среднесрочной перспективе реализация следующих мер:

- установление для коммерческих банков повышенных резервных требований по полученным ими кредитам в иностранной валюте для ограничения доходов от спекулятивных операций банков на валютном рынке и переориентации банковских ресурсов в реальный сектор;

- сбалансированное законодательное ограничение получения кредитов в иностранной валюте всеми коммерческими банками (резидентам и нерезидентам) для снижения спекулятивной составляющей внутреннего валютного оборота;

- установление повышенных резервных требований по открытым валютным позициям по кассовым и срочным сделкам.

Важным моментом при реализации политики управляемого плавающего валютного курса (или валютной привязки), как показывает практика стран ЦВЕ, является правильное определение ориентира курсовой политики. Выбор целевого ориентира, главным образом, зависит от направленности денежно-кредитной политики, структуры экспорта/импорта, степени долларизации экономики.

Как известно, с 2008 г. Банк России начал использовать новый операционный ориентир политики валютного курса для более гибкого курсообразования. Если раньше денежные власти для формулирования целей денежно-кредитной политики, главным образом, ориентировались на динамику доллара США, то теперь их внимание переключилось на новый, более сложный показатель — курс рубля по отношению к корзине валют.

Новый целевой ориентир, по мнению большинства исследователей, удовлетворяет всем необходимым требованиям и по многим параметрам превосходит предыдущий показатель:

- во-первых, «номинальный бивалютный индекс» обладает таким качеством, как транспарентность, так как имеет простую методику расчета и поэтому понятен экономическим агентам;

- во-вторых, учитывая высокую долю евро и доллара США в корзине эффективного курса, новый ориентир достаточно репрезентативен, чтобы отражать влияние динамики валютного курса на внешнюю торговлю.

Одной из проблем, которую будет решать Банк России в рамках нововведений в политике валютного курса, является проблема определения весов каждой из валют (доллара и евро) в стоимости эффективной корзины.

Судя по всему, эта проблема будет решена техническим путем, посредством постоянного тестирования бивалютного индекса для определения его оптимальной модификации, максимально приблизив его динамику к эффективному валютному курсу рубля [42, с. 71].

Инновации Банка России, на наш взгляд, окажут несколько эффектов на финансовый и реальный сектор экономики. В первую очередь изменения в денежно-кредитной политике отразятся на финансовых рынках. Курс рубля к евро станет менее волатильным, а амплитуда колебаний курса рубля к доллару заметно возрастет. Банк России возьмет на себя обеспечение общей стабильности рубля, а не его устойчивости в отношении отдельных валют. В любом случае результатом нововведений в политике валютного курса будет последовательная переориентация валютного рынка с доллара США на евро.

С политикой валютного курса тесно связана проблема валютной либерализации, которая в практической плоскости выражается в обязательной продаже части экспортной выручки, налогообложении внешнеэкономических операций и доходов от них, контроле за трансграничным движением капитала и т. д. В настоящее время активно обсуждается вопрос о необходимости либерализации валютного регулирования в России. Рассматривая эту проблему, следует отметить, что регулирование валютного рынка, во-первых, предоставляет необходимый набор инструментов, позволяющих решать существующие проблемы в денежно-кредитной сфере; во-вторых, позволяет защитить денежно-кредитную сферу от внешних шоков; в-третьих, может обеспечивать условия для проведения политики поддержания процентных ставок на низком уровне, льготного кредитования приоритетных отраслей экономики.

В то же время сама по себе либерализация валютного рынка может сыграть роль дестабилизирующего фактора, оказывающего негативное воздействие на динамику ряда экономических показателей. Валютная либерализация, как показывает мировой опыт, полезна и желательна только при соответствующих макроэкономических условиях и позитивных

тенденциях развития экономики. В современных российских условиях значительного внешнего долга, массивного оттока капитала за рубеж, неразвитости и незащищенности финансового рынка отмена валютных ограничений, по мнению большинства российских исследователей, с большей долей вероятности будет иметь крайне негативные последствия. Как показывает опыт стран ЦВЕ (Польши, Венгрии, Чехии), отмена валютных ограничений стала возможной только во второй половине 1990-х гг., при значительных достижениях в области макроэкономической стабилизации и развитии финансового рынка.

Выводы по третьей главе:

– если рассматривать условия режима фиксированного валютного курса, то здесь Центральный Банк вынужден немедленно действовать в ответ на изменения спроса на иностранную валюту, он не может фактически контролировать сроки и объемы операций на валютном рынке. Но при условиях плавающего валютного курса интервенции осуществляются по желанию банка для поддержания низкой волатильности, устранения дисбаланаса и поддержания национальной;

– в условиях открытости для притока капитала таргетирование инфляции неразрывно связано с переходом к режиму гибкого валютного курса. При полном переходе к этой политике регулярные валютные интервенции сходят на нет (очевидно, что покупка в фонды Минфина останется; будет ли проводить ее сам Минфин или ЦБ по его поручению не важно). В конечном счете, обменные курсы рубля будут полностью определяться рынком;

– принципиально важным моментом для повышения эффективности в целом государственной экономической политики является постепенное уменьшение влияния денежных властей на процессы курсообразования на внутреннем валютном рынке. Банк России продолжает реализацию курсовой политики в условиях режима управляемого

плавающего валютного курса, при этом его перспективной задачей является постепенный переход к принципам прямого таргетирования инфляции, эффективная реализация которого требует отказа от активного участия денежных властей на валютном рынке.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В настоящее время в мире происходят постоянные изменения стратегий и методов, и проблематика данного исследования по-прежнему несет актуальный характер. Расширение коридора колебаний бивалютной корзины и переход к более гибкому курсообразованию рубля со стороны Банка России означает большее внимание к валютным интервенциям.

Существует обширная информация о валютных интервенциях центральных банков. Периодическая пресса постоянно сообщает о поведении денежных властей на валютном рынке.

Валютные интервенции – это универсальный механизм, который государство использует в качестве определенного регулятора денежных отношений в стране, а также служит неким гарантом поддержания валютного курса. Валютная интервенция Центрального Банка подразумевает деятельность организации на рынке валют по поддержанию необходимого для государства курса российского рубля с помощью операций купли-продажи иностранной валюты и по влиянию на суммарный спрос и предложение денег. Кроме того, применение Банком России является одним из самых популярных форм осуществления денежной эмиссии, используемой в РФ.

Политика валютных интервенций Центрального Банка имеет ряд особенностей: во-первых, одним из главных валютных ориентиров для поддержания стабильности валютного курса является бивалютная корзина, которая определяет соотношение двух мировых ключевых валют; во-вторых, операции, проводимые ЦБ представляют собой сумму интервенции и включают две составляющие: покупка иностранной валюты для госфондов так и личные.

Эффективность валютных интервенций, проводимых ЦБ начали подвергаться сомнению. Проведя анализ 2015 года, наблюдалось что, в связи с резким падением цен на сырьевые ресурсы (нефть, газ) сильно ударили по

российской экономики и направили курс валюты в сторону ослабления рубля. Постоянное давление Запада в связи с политической обстановкой (конфликт Россия – Украина), а также резко «падающей» ценой нефти давали понять то, что, без принятия определенных экономических решений Центральным Банком, ситуация может выйти из под контроля. Здесь, после очередных огромных валютных интервенций, решается вопрос об установлении плавающего курса и некотором ограничении деятельности спекулянтов на международном биржевом рынке.

В последние годы кризиса острое внимание уделяется тому факту, что основным мотивом для проведения интервенций становится извлечение прибыли из валютной операции не только ЦБ, но и иными коммерческими банками. Ранее специалисты предполагали, что Центробанки, проводя объемные интервенции теряют на них деньги. Сейчас же обнаружилось, что они тем самым получают значительные доходы, особенно при установленном плавающем валютном курсе. Однако ни один из центральных банков, отвечая на вопросы, не отмечал доходность как один из мотивов проведения валютных интервенции. Тем не менее, в некоторых частных беседах лица, которые призваны быть ответственными за операции на открытом рынке, называют доходность интервенции одним из главных критериев ее успеха.

Согласно исследованию, за последние годы эффективность валютных интервенций во всем мире сильно уменьшилась, что подтверждается мировым опытом других стран, интервенции, тем не менее, занимают огромное место в инструментарии как мировых центральных банков, так и Банка России.

Таким образом, все поставленные цели выпускной квалификационной работы были достигнуты в полном объеме.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Конституция Российской Федерации [Текст]: офиц. текст. – М.: Маркетинг, 2010. – 39 с.
2. О валютном регулировании и валютном контроле [Электронный ресурс]: Федеральный Закон № 173–ФЗ от 10.12.2003 г. (в ред. от 30.12.2015.) // Справочно–правовая система «Гарант»: [сайт] / ООО «Гарант». – Москва, 2003–2016. – Режим доступа: http://base.garant.ru/12133556/1/#block_100
3. О Центральном Банке Российской Федерации [Электронный ресурс]: Федеральный Закон № 86–ФЗ от 10 июля 2002 г (в ред. от 2.06.2016) // Справочно–правовая система «Гарант»: [сайт] / ООО «Гарант». – Москва, 2003–2016. – Режим доступа: http://base.garant.ru/12127405/1/#block_100
4. Алиев, М.А. Влияние на экономическую безопасность страны государственного регулирования валютных отношений / М.А. Алиев. – М.: РАГС, 2015.
5. Баринов, Э.А. Рынки: валютные и ценных бумаг / Э.А. Баринов. – М.: Экзамен, 2014. – 315 с.
6. Видяпин, В.И. Экономическая теория / В.И. Видяпин, А.И. Добрынин, Г.П. Журавлева, Л.С. Тарасевич. – М.: ИНФА – М, 2013. – 714 с.
7. Глазьев, С. Центральный банк против промышленности России / С. Глазьев // Вопросы экономики. – 2013. – № 1. – С. 16-32.
8. Глазьев, С. Санкции США и политика Банка России: двойной удар по национальной экономике / С. Глазьев // Вопросы экономики. 2014. – № 9. – С. 13-39.
9. Долан, Э.Дж. Макроэкономика / Э.Дж. Долан., Д. Линдсей (пер. с англ. В. Лукашевича и др.; под общ. ред. Б. Лисовика). – СПб., 2010. – 408 с.
10. Долженкова, Л.Д. Валютный контроль и инвестиционный климат / Л.Д. Долженкова // Банковское дело. – 2013. – № 7. – С. 13-15.
11. Ершов, М.В. Валютно–финансовые механизмы в современном мире / М.В. Ершов. – М.: Экономика, 2015 – 480 с.

12. Жиренко, В.В. Механизм валютного регулирования внешнеторговых валютных сделок в России / В.В. Жиренко. – М.: Научная книга, 2016. – 227 с.
13. Калимов, Д.А. Валютное регулирование в Российской Федерации / Д.А. Калимов. – М.: Издательство деловой и учебной литературы, 2013. – 520 с.
14. Камаев, В.Д. Экономическая теория: Учебник для студентов высших учебных заведений / В.Д. Камаев. – М.: Гуманит. изд. центр ВЛАДОС, 2012. – 640 с.
15. Канцеров, Р.Э. Некоторые вопросы валютного регулирования / Р.Э. Канцеров // Юридический мир. – 2014. – №7. – С. 46-50.
16. Кизенков, Д.В. Регулирование валютного курса России в условиях переходной экономики / Д.В. Кизенков. – М.: РАГС, 2011. – 250 с.
17. Косаренко, Н.Н. Валютное право / Н.Н. Косаренко. – М.: МПСИ Флинта, 2012. – 145 с.
18. Кочарян, В. Индивидуальные правовые акты в механизме административно–правового регулирования валютных отношений / В. Кочарян // Финансовое право. – 2012. – № 1. – С. 38-42.
19. Красавина, Л.Н. Международные валютно–кредитные отношения / Л.Н. Красавина. – М.: Финансы и статистика, 2013. – 412 с.
20. Крашенников, В.М. Валютное регулирование и валютный контроль / В.М. Крашенников. – М.: Экономист, 2015. – 233 с.
21. Крохина, Ю.А. Валютное право / Ю.А. Крохина. – М.: Высшее образование, 2010. – 420 с.
22. Лаврушин, О.И. Деньги, кредит, банки: учебник / О.И. Лаврушин. – М.: КНОРУС, 2011. – 560 с.
23. Лаврушин, О.И. О денежно–кредитной и банковской политике / О.И. Лаврушин // Банковское дело. – 2010. – № 2. – С. 24-26.

24. Мадиярова, Д.М. Стратегия формирования внешнеэкономической деятельности / Д.М. Мадиярова. – Алматы: Экономика, 2010. – 184 с.
25. Малкина, М.Ю. Инфляция и управление инфляционными процессами в российской и зарубежной экономике / М.Ю. Малкина. – Нижний Новгород: ИНГУ им. Н. И. Лобачевского, 2011. – 654 с.
26. Матвеев, П.В. Ответственность должностных лиц организации за нарушение валютного законодательства / П.В. Матвеев // Налоги. – 2014. – № 5. – С. 12-15.
27. Мельников, В.Н. Система валютного регулирования и валютного контроля в России – этапы развития и перспективы / В.Н. Мельников // Деньги и кредит. – 2016. – №1. – С. 78-79.
28. Мирончик, Н. Методика оценки эффективности валютных интервенций / Н. Мирончик // Банковский вестник Национального банка Республики Беларусь. – 2016. – №5. – С. 12-18.
29. Моисеев, С.Р. Макроэкономика / С.Р. Моисеев. – М.:КНОРУС, 2012. – 320 с.
30. Моисеев, С.Р. Политика валютных интервенций центральных банков: сущность, теневые механизмы и эффективность операций банка России / С.Р. Моисеев // Финансы и Кредит. – 2012. – №11. – С. 46-53.
31. Моисеев, С.Р. Анализ эффективности валютных интервенций Банка России // С.Р. Моисеев // Банковское дело. – 2010. – №11. – С. 23-24.
32. Моисеев, С.Р. Валютные интервенции Центрального банка / С. Моисеев, И. Пантина, М. Сарнычева // Банки и деловой мир. – 2009. – №4. – С. 45-47.
33. Морозова, Т.Г. Государственное регулирование экономики: Учеб. пособие для вузов / Т.Г. Морозова, Ю.М. Дурдыев, В.Ф. Тихонов. – М.: ЮНИТИ–ДАНА, 2014. – 545 с.
34. Наговицин, А.Г. Валютная политика / А.Г. Наговицин. – М: Экзамен, 2011. – 431 с.

35. Панилов, М.А. Развитие теорий валютного курса и эволюция принципов его моделирования. / М.А. Панилов // Аудит и финансовый анализ. – 2009. – №4. – С. 5-30.
36. Петров, Ю. К формированию новой экономической модели: рестрикция бюджетных расходов или повышение собираемости налогов? / Ю. Петров // Российский экономический журнал. 2013. – № 4. – С. 24-39.
37. Райзберг, Б.А. Современный экономический словарь / Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева. – М.: ИНФРА–М, 2014. – 496 с.
38. Романовский, М.В. Финансы и кредит / М.В. Романовский, Г.Н. Белоглазова. М.: Юрайт–Издат, 2014. – 347 с.
39. Сапожников, Н.В. Валютные операции коммерческих банков: Правовое регулирование: Практическое пособие. / Н.В. Сапожников. – М.: Юрист, 2014. – 328 с.
40. Сидорович, А.В. Курс экономической теории: Учебное пособие 2–е изд. / А.В. Сидорович. – М.: «Дело и Сервис», 2011. –832 с.
41. Смирнов, С. Режимы валютного курса и стабильность экономики / С. Смирнов // Вопросы экономики. – 2010. – №1. – С. 29-43.
42. Смирнов, С. Курсовая политика как фактор изменения структуры российской экономики / С. Смирнов, Е. Балашова, Л. Посвянская // Вопросы экономики. – 2010. – №1. – С. 63-81.
43. Смирникова, Ю.Л. Валютно–правовой статус резидентов и нерезидентов / Ю.Л. Смирникова // Внешнеторговое право. – 2007. – № 1. – С. 94-97.
44. Смоляков, П. Уголовная ответственность за невозвращение из–за границы средств в иностранной валюте / П. Смоляков // Законность. – 2015. – № 2. – С. 14-16.
45. Тарасов, В.И. Деньги, кредит, банки: 2–е изд. / В.И. Тарасов. – М.: Книжный Дом Мисанта, 2013. – С. 466.

46. Трошкина, Т.Н. Новое в системе валютного контроля в Российской Федерации / Т.Н. Трошкина // Финансовое право. – 2013. – № 2. – С. 102-105.
47. Хасбулатов, Р.И. Мировая экономика. / Р.И. Хасбулатов. – М: Инфра-М, 2014. –265 с.
48. Химичева, Н.И. Финансовое право [Текст]: Учебник / Н.И. Химичева. – М.: Юрист, 2011. – 548 с.
49. Черной, Л. Об оптимальной валютной политике / Л. Черной // Журнал «Экономист». – 2010. – № 8. – С. 67-69.
50. Щербаков, С.Г. К вопросу о валютной и курсовой политике / С.Г. Щербаков // Деньги и кредит. – 2015. – №11.– С. 10-11.
51. Материалы сайта Центрального банка [Электронный ресурс]: [статистика]. – . – Режим доступа: www.cbr.ru – Загл. с экрана.
52. Материалы сайта Издания о Высоких технологиях Cnews [Электронный ресурс] [статистика]. – . – Режим доступа: www.cnews.ru – Загл. с экрана.
53. Материалы сайта Официального сайта Европейского ЦБ [Электронный ресурс]: [офиц.сайт]. – . – Режим доступа: www.ebr.ru – Загл. с экрана.
54. Материалы сайта газеты «Экономика и Жизнь» [Электронный ресурс]: [офиц.сайт]. – . – Режим доступа: www.ecb.ru – Загл. с экрана.
55. Материалы сайта Федеральной резервной системы США [Электронный ресурс]: [статистика]. – . – Режим доступа: www.federalreserve.gov – Загл. с экрана.
56. Материалы сайта Информационного агентства «Клерк» [Электронный ресурс]. [статистика]. – . – Режим доступа: www.klerk.ru – Загл. с экрана.
57. Материалы сайта Журнала «Экономика. Социология. Менеджмент. [Электронный ресурс]: [офиц.сайт]. – . – Режим доступа: www.markets-today.ru – Загл. с экрана.

58. Материалы сайта Министерства Финансов России [Электронный ресурс]. [офиц.сайт]. – . – Режим доступа: www.minfin.ru – Загл. с экрана.
59. Материалы сайта Рынка Форекс. [Электронный ресурс]: [статистика]. – . – Режим доступа: www.pro-forex.com.ru – Загл. с экрана.
60. Материалы сайта Информационного агентства «Росбизнесконсалтинг» [Электронный ресурс]: [статистика]. – . – Режим доступа: www.rbc.ru – Загл. с экрана.
61. Материалы сайта РИА Новости [Электронный ресурс]: [офиц. сайт]. – . – Режим доступа: www.rian.ru – Загл. с экрана.
62. Материалы сайта RFT [Электронный ресурс]: [статистика]. – . – Режим доступа: <http://www.wiley-rft.reuter.s.com>. – Загл. с экрана.
63. Материалы сайта Банка международных расчетов (Bank for international settlements-BIC). [Электронный ресурс] [статистика]. – . – Режим доступа: <http://www.investing.com>– Загл. с экрана.
64. Материалы сайта Банка России [Электронный ресурс]: [статистика]. – . – Режим доступа: <http://www.cbr.ru>. – Загл. с экрана.
65. Материалы сайта Московской Межбанковской валютной биржи: [Электронный ресурс]: [статистика]. – . – Режим доступа: <http://www.micex.ru> – Загл. с экрана.
66. Материалы сайта Федеральной комиссии по Рынку ценных бумаг:. [Электронный ресурс]: [статистика]. – . – Режим доступа: <http://www.fedcom.ru> – Загл. с экрана.
67. Материалы сайта Межбанковской фондовой биржи: [Электронный ресурс]: [статистика]. – . – Режим доступа: <http://www.mse.ru> – Загл. с экрана.
68. Материалы сайта Статистики внешнего сектора // Банк России. – [Электронный ресурс]: [статистика]. – . – Режим доступа :<http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs> – Загл. с экрана.

69. Прогноз курса доллара 2014 от Deutsche Bank // Инвестпрогноз. [Электронный ресурс] [офиц.сайт]. – . – Режим доступа: <http://www.investprognoz.ru/currency.htm>. – Загл. с экрана.

70. Прогноз: евро будет дешевле доллара Информационное агентство «Интерфакс-Запад» [Электронный ресурс]: [офиц.сайт]. – .– Режим доступа: <http://www.interfax.by/article/65685>. – Загл. с экрана.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Приложение 1

Данные по интервенциям Банка России на внутреннем валютном рынке

Дата	Текущие валютные интервенции, млрд. долларов США	Эффективность валютной интервенции относительно изменения валютного курса
Январь 2014 – Апрель 2014 гг.	37,9	+1,27%
Октябрь 2014 – Декабрь 2014 гг.	43,4	+2,44%
Июнь 2015 – Август 2015гг.	9,81	+0,35%
Август 2015 – Май 2016 гг.	—	—

Источник: [64].

Данные о международных резервах ЦБ РФ



Источник: [63].