Курсовая работа

"Валютные интервенции Центрального Банка России"

**Введение**

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 курсовой работы.

Объект курсовой работы – Валютные интервенции.

Предмет исследования – Валютные интервенции Центрального банка России.

Цель курсовой работы – раскрытие сущности валютных интервенций Банка России, а так же анализ их эффективности.

Поставленная цель определяет задачи исследования:

1. Определить понятие – «валютные интервенции»;
2. Рассмотреть формы валютных интервенций;
3. Проанализировать влияние валютных интервенций на валютные рынки;
4. Рассмотреть валютные интервенции как источник прибыли;
5. Провести анализ валютных интервенций Банка России;
6. Оценить валютные интервенции по критериям их эффективности.

Работа состоит из введения, глав основной части и практической части, выводов (заключения) и списка литературы.

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 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, 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 конце курсовой работы представлен список используемой литературы. Более подробную информацию по теме дает учебное пособие «Макроэкономика» под редакцией Э.Дж. Долана. Так же одним из главных источников работы является сайт «Центральный Банк России» (www.cbr.ru), он предоставил теоретические материалы. Информация так же бралась из таких сайтов, как «Издание о Высоких технологиях Cnews» (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). Так же в работе использовались некоторые статьи из известных журналов, таких как «Финансы и кредит» за 2002 год, «Банковское дело» за 2000 год и «Банки и Деловой мир» за 2009 год. Источниками так же являются некоторые учебные пособия по макроэкономике и мировой экономике на тему курсовой работы.

**1. Валютные интервенции**

1. **Что такое валютные интервенции?**

Важнейшим инструментом валютной политики государств являются валютные интервенции – операции центральных банков на валютных рынках по купле-продаже национальной денежной единицы против ведущих иностранных валют. [13, с 178]

Цель валютных интервенций – изменение уровня соответствующего валютного курса, баланса активов и пассивов по разным валютам или ожиданий участников валютного рынка. Действие механизма валютных интервенций аналогично проведению товарных интервенций. Для того чтобы повысить курс национальной валюты, центральный банк должен продавать иностранные валюты, скупая национальную валюту. Тем самым уменьшается спрос на иностранную валюту, а, следовательно, увеличивается курс национальной валюты. Для того чтобы понизить курс национальной валюты, центральный банк продает национальную валюту, скупая иностранную. Это приводит к повышению курса иностранной валюты и снижению курса национальной валюты. [2, с 322]

Для интервенций, как правило, используются официальные валютные резервы, и изменение их уровня может служить показателем масштабов государственного вмешательства в процесс формирования валютных курсов. Масштабы интервенций центрального банка страны являются, как правило, секретной информацией, что отражает стремление властей сохранить конфиденциальность своих действий для того, чтобы обеспечить эффективность осуществляемых мероприятий. Однако многие данные о размере валютных интервенций ЦБ РФ часто публикуются в прессе.

Официальные интервенции могут проводиться разными методами – на биржах (публично) или на межбанковском рынке (конфиденциально), через брокеров или непосредственно через операции с банками, на срок или с немедленным исполнением. Помимо официальных резервов, источником средств для интервенций могут быть краткосрочные заимствования и операции «своп». Конкретная интервенционная стратегия определяется общей экономической стратегией данного правительства, а также особенностями положения центрального банка на валютном рынке.

Кроме того, официальные валютные интервенции подразделяются на «стерилизованные» и «нестерилизованные». «Стерилизованными» называют интервенции, в ходе которых изменение официальных иностранных нетто-активов компенсируется соответствующими изменениями внутренних активов, т.е. практически отсутствует воздействие на величину официальной «денежной базы». Если же изменение официальных валютных резервов в ходе интервенции ведет к изменению денежной базы, то интервенция является «нестерилизованной». [7, c. 46–53]

Валютные интервенции могут быть *прямыми* и *косвенными*. При прямых интервенциях центральный банк от своего имени проводит операции на валютном рынке, о чем впоследствии сообщается информационными агентствами – уточняется сумма и дата совершения операции. При косвенных интервенциях операции совершаются рядом коммерческих банков по поручению центрального банка. Такие интервенции более распространены на рынке Форекс – они оказывают больший эффект по сравнению с прямыми интервенциями из-за своей неожиданности.

Для того чтобы валютные интервенции привели к желаемым результатам по изменению национального валютного курса в долгосрочной перспективе, необходимо:

1. Наличие необходимого количества резервов в центральном банке для проведения валютных интервенций;
2. Доверие участников рынка к долгосрочной политике центрального рынка;
3. Изменение фундаментальных экономических показателей, таких как темп экономического роста, темп инфляции, темп изменения увеличения денежной массы и др.

Как правило, интервенция происходит на фоне чрезмерного роста или падения национальной валюты в результате действий спекулятивных инвесторов. Однако сильное снижение курса валюты имеет следующие недостатки:

1. Повышается цена на импортируемые товары и услуги, что способствует росту инфляции. В этом случае Центробанк вынужден повышать учетную ставку, что, вероятно, будет иметь неблагоприятные последствия для фондовых рынков и экономического роста в целом. Это также может привести к снижению курса валюты. Примером, является движение евро летом-осенью 2000 года.
2. Возможно увеличение дефицита платежного баланса (это обусловлено тем, что объем импортируемых товаров и услуг превысит объем экспорта). При этом финансирование дефицита зависит от притока иностранных инвестиций, объем которых может оказаться недостаточным. В этом случае также потребуется повышение учетной ставки, чтобы стимулировать рост курса валюты, что может очень негативно отразиться на экономическом росте. Примером, является ситуация в США.
3. Это ведет к удорожанию валют стран – торговых партнеров, что, в свою очередь, приводит к росту цен на экспортируемые ими товары и услуги на мировом рынке. Это также приведет к серьезному замедлению экономического роста, особенно в странах с экспортно-ориентированной экономикой. Примером может быть повышение курсов валют Юго-восточной Азии в 1997 году против доллара.

Валютные интервенции могут происходить на валютном рынке Банка Японии, Банка Англии и Европейского Центрального Банка. Банк Англии может решиться на продажу фунта против евро, так как Британская промышленность выигрывает от того, что британские товары, экспортируемые в Еврозону, становятся дешевле, так как они составляют более 60% экспорта Великобритании. Огромные валютные резервы Банка Японии и солидный стаж по достижению стабильности Йены на рынках делают его вероятным кандидатом на совершение интервенции и предотвращения роста Йены. [23]

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

1. **Формы валютных интервенций**

Интервенция на валютном рынке проводится несколькими способами и имеет несколько форм.

Вербальная Интервенция: Это означает, что официальные лица Министерства Финансов (Казначейства), Центробанка или другие политики повышают (или понижают) валютный курс при помощи устного выражения негативной оценки сложившейся ситуации. Они либо угрожают физической интервенцией (реальной покупкой или продажей валюты), либо просто отмечают, что курс валюты переоценен или недооценен. Это самая дешевая и самая простая форма интервенции, так как она не предполагает использование валютных резервов. Однако, этот способ не всегда эффективен. Вербальная интервенция эффективнее в тех странах, где Центробанк имеет за плечами историю частых и действенных физических интервенций.

Операционная Интервенция: Это покупка или продажа валюты Центробанком, обычно от имени Министерства Финансов.

Согласованная Интервенция: Это подразумевает согласованные действия нескольких стран, направленные на повышение или понижение курса какой-либо валюты, при помощи своих резервов. Успех этой интервенции зависит от охвата (количества вовлеченных стран) или от глубины (стоимости интервенции в долларах). Согласованная интервенция может также быть вербальной, когда официальные лица нескольких стран совместно выражают озабоченность по поводу постоянно растущей снижающейся валюты.

Стерилизованная Интервенция: имеет место, когда Центробанк стерилизует интервенцию, компенсируя эти действия при помощи монетарной политики (операции на открытом рынке или изменения учетной ставки). Когда ФРС США продавала доллары за евро, чтобы повысить валюту 22 сентября 2000 года, она намеревалась компенсировать это сокращением денежной массы на финансовых рынках США, что позволило бы им оставить 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.

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. [21]

Таким образом, существует четыре формы валютных интервенций, а именно вербальная, операционная, согласованная и стерилизованная интервенции.

1. **Влияние интервенций на валютные рынки**

*Интервенции на валютном рынке* – это покупки или продажи Центральным банком страны иностранной валюты с целью частичного или полного контроля над валютным курсом страны. Центральные банки практически всех стран в мире с разной частотой осуществляют интервенции на рынке иностранной валюты, не зависимо от режима валютного курса. [11]

В случае фиксированного валютного курса ЦБ обязан проводить интервенции, чтобы удержать валютный курс в тех пределах (на том уровне), которые были им установлены. В случае режима плавающего валютного курса ЦБ использует интервенции для того, чтобы добиться макроэкономической стабилизации с помощью манипуляций с курсом иностранной валюты.

Способы достижения макроэкономической стабилизации с помощью воздействия на валютный курс в разных странах и на разных промежутках истории в одной стране, могут быть диаметрально противоположными:

* В одних странах ЦБ пытается ослабить отечественную валюту, проводя активные покупки на рынке иностранной валюты. Самый яркий пример – Япония, где основная забота монетарных властей – это конкурентоспособный экспорт японских фирм.
* В других странах ЦБ пытается усилить отечественную валюту, считая, что сильная отечественная валюта – залог процветания отечественных потребителей, которые платят за импортные товары меньшую цену. В этом случае ЦБ должен продавать иностранную валюту на рынке.

Валютные интервенции ЦБ проводит посредством своих **золотовалютных резервов**. Известно, что операции с золотовалютными резервами приводят к колебаниям денежной базы страны: покупка иностранной валюты ЦБ приводит к расширению денежной базы, продажа валюты ведет к сжатию денежной базы в стране. Связь такого рода денежного и валютного рынков оценивается не однозначно:

(+) С одной стороны данная связь усиливает эффект от действий ЦБ. Например, при активных покупках ЦБ иностранной валюты лишние деньги, попадая в экономику, начинают давить на ставку процента вниз, что приводит к оттоку части капитала за рубеж (если это возможно). В итоге оказывается дополнительное давление на повышение курса иностранной валюты, чего и добивался ЦБ с помощью своих действий.

(–) С другой стороны лишние деньги могут попасть на реальные рынки, где будут давить на цены, приводя к активизации инфляционного процесса. Валютный рынок может создать проблемы на денежном рынке. Например, Россия столкнулась с этой неприятностью в 2000–2003 годах.

Перед тем как говорить о факторах, определяющий успешную интервенцию на валютном рынке, важно определить, что есть «успех». Так, центральный банк, потративший около $5 млрд. (интервенция средней величины) и сумевший поднять курс своей валюты на 2% по отношению к остальным основным валютам в течение 30 минут, провел успешную интервенцию. 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.

Масштабность интервенции обычно пропорциональна вызванному ей движению валюты. Центробанки, имеющие солидные валютные запасы (обычно в долларах), как правило, играют центральную роль при валютных интервенциях.

Успешность интервенции на валютном рынке основана на правильном выборе времени ее осуществления. Чем выше степень неожиданности интервенции, тем больше шансов застать трейдеров врасплох из-за большого притока ордеров. Напротив, когда интервенция ожидаема, с шоком легче справиться.

Чтобы фактор «времени» сработал эффективнее, лучше всего проводить в тот момент, когда валюта уже движется в требуемом направлении. Огромный объем торгов на рынке Форекс ($1,5 трлн. в день) просто затмит любую интервенцию в размере $3–5 млрд. Таким образом, Центробанки должны избегать интервенции против рыночного тренда, ожидая более удобного момента. Как правило, благоприятная почва готовится при помощи вербальной интервенции, которая задает общий тон для более плодотворных результатов.

Стерилизацияимеет место, когда Центробанки включают в монетарную политику меры по компенсации собственных действий на валютном рынке. Нестерилизованные интервенции скорее приведут к продолжительному изменению курса валюты, потому что их влияние не ограничено действиями Центробанка на валютных рынках. [22] Таким образом, стерилизованная интервенция гораздо меньше влияет на валютные курсы, чем обычная нестерилизованная.

Валютные курсы отражаются на благосостоянии потребителей и фирм, уровень валютных курсов является предметом особого внимания творцов экономики. Поэтому время от времени центральные банки осуществляют валютную интервенцию. Существуют различные способы стабилизации экономики с помощью воздействия на валютный курс: покупка или продажа иностранной валюты, а это в свою очередь и есть валютные интервенции на валютных рынках.

1. **Валютные интервенции как источник прибыли**

В последние годы внимание привлекает один интересный мотив интервенций: извлечение прибыли из валютной операции. Раньше специалисты полагали, что Центробанки теряют деньги на интервенции. Сейчас же обнаружилось, что они получают значительные доходы, особенно при плавающем валютном курсе. Однако ни один из центральных банков, ответивших на вопросы, не отметил доходность как мотив валютной интервенции. Тем не менее, в частных беседах лица, ответственные за операции на открытом рынке, называют доходность интервенции критерием ее успеха.

В Резервном банке Австралии считают, что доходная интервенция стабилизирует валютный курс. М. Фридмен первым начал утверждать, что стабилизирующая спекуляция эквивалентна доходной спекуляции. Если спекулянты покупают (продают) валюту, когда ее курс ниже (выше) равновесного уровня, они толкают курс к равновесию и одновременно получают доход от своей операции. Тем не менее, на практическом уровне связь между доходом и стабилизирующей интервенцией выглядит сомнительной. Такие мэтры, как член Совета управляющих ФРС США С. Салант и экс-глава Казначейства США Л. Саммерс называют гипотезу доходной интервенции абсурдной идеей.

Рассмотрим некоторые *технические характеристики валютной интервенции*, на которые руководители центральных банков не любят проливать свет.

– Частота вмешательства на рынке. Разброс в частоте использования валютных интервенций в течение года очень велик. Центробанки присутствуют на рынке от 0.5% до 40% рабочих дней в году. Среднее арифметическое здесь не имеет смысла, поскольку выборка асимметрична. По всей видимости, денежные власти вмешиваются не слишком часто.

– Стерилизация. К сожалению, отсутствует четкая картина по вопросу стерилизации интервенций. Тех, кто никогда не прибегает к стерилизации, насчитывается 30%, а тех, кто всегда, – 40%. При этом 30% центральных банков прибегают к нестерилизованной интервенции лишь иногда.

– Контрагенты. При проведении операций на валютном рынке центральные банки отдают предпочтение крупным национальным коммерческим банкам как партнерам по сделкам. Далее по убыванию предпочтений следуют крупные иностранные коммерческие и инвестиционные банки.

– Рынок вмешательства. Интервенции практически всегда проводятся на спотовом рынке. Иногда денежные власти выходят на форвардный рынок и очень редко на фьючерсный.

– Дилинг. Самым популярным методом у трейдеров центральных банков является прямой дилинг по телефону. Менее популярен прямой дилинг с использованием электронных средств коммуникации. Совсем мало трейдеры ценят электронный брокеридж.

– Косвенные интервенции. 24% респондентов используют косвенные способы вмешательства на рынке. Чаще всего Центробанки практикуют изменение регулирующих норм для коммерческих банков по валютным позициям и психологическое давление на игроков валютного рынка. Косвенные методы в ходу преимущественно у денежных властей развивающихся стран с частично конвертируемыми валютами.

– Время проведения интервенции. Большинство операций проводится в течение рабочего дня. Однако почти половина центральных банков иногда осуществляет вмешательство до начала официальных торгов и половина – после окончания торгов. Резервный банк Австралии публично заявляет, когда он намерен проводить интервенцию вне пределов обычного рабочего дня.

– Длительность эффекта. Наконец, самый важный вопрос: насколько успешны интервенции, и имеет ли смысл их применять? Отчет Рабочей группы по изучению валютной интервенции, созданной при президенте Р. Рейгане (так называемая Группа Юргенсена), однозначно высказывался против всякой интервенции. Позднее взгляд на интервенцию изменился, и исследования 1999–2001 гг. говорят в пользу вмешательства на рынке. [16]

Подводя итоги можно подчеркнуть, что Центробанки получают значительные доходы из валютных интервенций и эта доходность является критерием их успеха.

**2. Валютные интервенции Центрального Банка России**

**2.1 Валютная интервенция Банка России**

*Валютная интервенция Банка России* – это его деятельность на рынке валют по поддержанию необходимого курса российского рубля путем купли-продажи иностранной валюты и по воздействию на суммарный спрос и предложение денег. Кроме того, в настоящее время применение Банком России валютных интервенций является одной из используемых в Российской Федерации форм осуществления денежной эмиссии. [11]

ЦБ РФ начал ежедневные валютные интервенции, начиная с 14 мая 2008 года. Объем торгов долларами на ММВБ в первый день введения новых правил составил $6,4 млрд. По итогам дня на ММВБ доллар вырос на 7,5 копейки, достигнув максимальной отметки за период с 6 марта 23,9275 руб./$1.

ЦБ РФ будет осуществлять регулярные интервенции в рамках курсового коридора бивалютной корзины. За счет этого будет обеспечиваться большая волатильность (непостоянство) внутри валютного коридора, произойдет постепенный переход к режиму плавающего курса. Будут использоваться два способа интервенции: механизм определенного курса и механизм контролируемого объема. Частота регулярных интервенций будет определяться бюджетной политикой. Если в бюджет будут изыматься большие объемы через налоговые назначения, то приобретений будет больше для сохранения баланса. Ограничения по объему будут зависеть только от макроэкономических обстоятельств, инфляции и денежно-кредитной политики.

Кроме того, ЦБ РФ ожидает, что дополнительным эффектом от проведения регулярных интервенций будет снижение стимулов для проведения спекулятивных операций с краткосрочными капиталами: «большая волатильность курса будет означать меньший приток-отток капитала».

Банк России продолжает выбранный курс по переходу к системе плавающего курса национальной валюты, применяемой в большинстве развитых стран мира и предполагающей минимальное вмешательство со стороны Центрального банка (ЦБ) в ход торгов, а также преимущественно рыночную систему определения курса на основе спроса и предложения.

Ранее ЦБ скупал значительную часть валютной выручки в золотовалютные резервы, выбрасывая новую ликвидность в экономике и раскручивая маховик инфляции. Сохранение такой политики, безусловно, противоречило бы цели ограничения инфляции, которая сейчас имеет все возможности превысить прошлогодние цифры.

Эффективность новой политики вызывает вопросы. С одной стороны, неизбежное укрепление курса рубля, вряд ли серьезно навредит экономике страны, поскольку импорт в Россию является комплементарным, а экспорт – в основном сырьевым. В определенной зоне риска оказываются только машиностроение и металлургия – отрасли экономики с наиболее высоким уровнем конкуренции за экспортные рынки сбыта. С другой стороны, предстоящее укрепление рубля привлечет в страну спекулятивные капиталы, поскольку инвесторы будут зарабатывать не только на более высоких внутренних процентных ставках, но и на росте курса национальной валюты. Стерилизовать данный приток будет достаточно сложно.

Банк России перешел к использованию стоимости бивалютной корзины в качестве операционного ориентира курсовой политики с 1 февраля 2005 года. Первоначально доля евро в корзине составляла 0,1, доллара – 0,9. С 8 февраля 2007 года ЦБ установил следующую структуру бивалютной корзины: 0,45 евро и 0,55 доллара. Как пояснял ЦБ, постепенное увеличение доли евро в составе бивалютной корзины направлено на выравнивание внутридневной волатильности курса рубля к доллару и другим значимым иностранным валютам. Эксперты пока не дают числовых прогнозов относительно возможного поведения курса рубля к доллару и евро, однако сходятся во мнении, что он может стать более волатильным по отношению к этим валютам.

**2.2 Анализ эффективности валютных интервенций**

После распада Бреттон – Вудской системы (банки были обязаны проводить валютные интервенции для соблюдения узких пределов фиксированных курсов с использованием доллара США в качестве интернациональной валюты, поддерживая тем самым его курс), многие страны решили перейти к режиму плавающего валютного курса. Считалось, что потребность в валютных интервенциях сократиться или вообще исчезнет. Опыт проведения валютной политики последних десятилетий показал наоборот: увеличилась как частота, так и в целом объемы интервенций. Возникает проблема проверки эффективности такого инструмента валютной политики как интервенции.

Основные аргументы в пользу интервенций, которые приводятся денежными властями:

1. валютные рынки подвержены дестабилизирующему спекулятивному воздействию;
2. чрезмерная волатильность (непостоянство) курсов создает дополнительную нагрузку на экономику;
3. интервенции, проводимые денежными властями, могут помочь сократить указанные издержки;
4. участие в совместных интервенциях. [16]

Насколько же успешны валютные интервенции, каков механизм воздействия интервенций на курс рубля?

Валютные интервенции Банка России оцениваются сквозь призму международных резервов. В нашей стране международные резервы представляют собой высоколиквидные финансовые активы, находящиеся в распоряжении Банка России и правительств. В них входят иностранная валюта,   
монетарное золото, СДР, резервная позиция в МВФ и другие резервные активы.

С сентября 2008 года Банк России официально публикует данные о суммах операций с долларами США и евро. (см. приложение. 1) Однако накопленного объема информации еще недостаточно для полноценного анализа. Поэтому валютные интервенции рассматриваются, как еженедельные и ежемесячные приросты международных резервов. Отчасти это неточная оценка интервенций, ибо изменение объема международных резервов определяется не только операциями по покупке и продаже иностранной валюты, но и другими факторами. 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. Однако главный источник пополнения международных резервов – операции на внутреннем валютном рынке. По оценкам, исходя из данных «Обзора деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами» они обуславливают 62% изменений международных резервов (см. приложение 2).

В 2007 году на них приходилось 75% изменений международных резервов. Объем интервенций можно также рассчитать по изменению входящих в активы валютных резервов Банка России, за вычетом   
процентных платежей, которые вычисляются по средней ставке. Однако эти расчеты не добавляют особой точности, поэтому полагаться надо на простой прирост международных резервов.

Политика валютных интервенций Банка России имеет особенности, отличающие его от многих других стран. Во-первых, номинальным валютным якорем, по отношению к которому осуществляется стабилизация обменного курса рубля, служит корзина валют. Во-вторых, эти операции представляют собой валовые интервенции и включают как покупки иностранной валюты для государственных фондов, так и собственные интервенции. До февраля 2005­го операционным ориентиром, по отношению к которому Банк России стабилизировал обменный курс рубля, был доллар США. Затем перешли к операционному таргетированию рублевой стоимости бивалютной корзины, включающей доллар США и евро в пропорциях, устанавливаемых Банком России.

По мере адаптации участников валютного рынка к работе в новых условиях Банк России пересматривал состав бивалютной корзины в сторону повышения доли евро (см. приложение 3), и при расчете ее стоимости мы принимаются во внимание изменения. Последний раз регулятор пересмотрел состав корзины в феврале 2007­го, когда удельный вес доллара снизился до 0,55, а вес евро вырос до 0,45 (прежний состав – 0,6 доллара США и 0,4 евро).

Ориентация на бивалютную корзину позволяет Банку России более гибко и взвешенно реагировать на взаимные колебания курсов двух ключевых валют. Постепенный пересмотр ее состава помог сблизить динамику операционного ориентира со среднесрочным номинальным эффективным курсом рубля, что положительно отразилось на внешнем секторе экономики. Сейчас бивалютная корзина, имеет оптимальный состав, поскольку в достаточной мере отражает колебания номинального эффективного курса рубля. Вряд ли в обозримой перспективе произойдет очередной пересмотр удельного веса. Изменений состава корзины можно ожидать только при существенном обесценении доллара   
США – для сохранения стабильного курса рубля по отношению к другим валютам.

Другая немаловажная особенность политики валютных интервенций Банка России – совмещение в валовых интервенциях, как собственных интервенций, так и операций государственных фондов.

Первый Стабилизационный фонд РФ основан в январе 2004­го и был призван обеспечивать сбалансированность федерального бюджета при снижении цены на нефть ниже базового уровня. Вплоть до июля 2006­го этот фонд представлял собой рублевые денежные остатки на счетах Федерального казначейства в Банке России. Его средства использовались главным образом для досрочного погашения внешнего долга России перед членами Парижского клуба и отдельными странами: Францией, Португалией, США, ОАЭ, а также перед немецким Kreditanstalt fűr Wiederaufbau (см. приложение 4).

С июля и до конца 2006 года средства Стабилизационного фонда переводились в доллары США, евро и фунты стерлингов, для чего Федеральное казначейство и Банк России проводили валютные сделки. Судя по динамике международных резервов, покупки производились не на открытом рынке, а из валютных резервов Банка России. Таким образом, мы не расцениваем изменение его резервных активов в тот период времени как проведение валютных интервенций.

С февраля 2008 года Стабилизационный фонд прекратил свое существование и ему на смену пришли Резервный фонд (призванный обеспечивать выполнение государством своих обязательств в случае снижения поступлений нефтегазовых доходов в федеральный бюджет) и Фонд национального благосостояния (как механизм пенсионного обеспечения на длительную перспективу). Накопления Стабфонда были переданы двум новым фондам, а также израсходованы на создание государственных институтов развития – корпорации «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)» и Российской корпорации нанотехнологий.

Сегодня совокупный объем средств обоих фондов включается в состав международных резервов. В официальной отчетности Банка России не приводится раздельный учет средств государственных фондов и его собственных резервов. Поэтому мы вынуждены рассматривать операции Банка России на валютном рынке как валовые интервенции. Они делятся на покупки иностранной валюты на открытом рынке для государственных фондов и собственные операции регулятора.

С момента возникновения и по сей день средства двух фондов, ставших преемниками Стабилизационного фонда РФ, расходовались лишь раз. В октябре 2008­го Фонд национального благосостояния по постановлению правительства разместил на депозиты во Внешэкономбанке 170 млрд. рублей для реализации пакета мер по стабилизации финансовой системы. [10] Однако мы рассматриваем эти операции не как интервенции, а как изменение структуры портфеля активов фонда. С 14 мая 2008 года Банк России приступил к проведению так называемых операций по плановой покупке иностранной валюты на внутреннем рынке. Формальным обоснованием стала подготовка введения в среднесрочной перспективе режима таргетирования инфляции. Плановые покупки проводятся Центральным банком в дополнение к интервенциям на валютном рынке, направленным на ограничение внутридневных колебаний стоимости бивалютной корзины. Они призваны устранить систематический дисбаланс спроса и предложения валюты, возникающий в результате внешнеэкономической деятельности, выполнения федерального бюджета и наращивания государственных фондов. Плановые покупки проводятся только в случае превышения предложения иностранной валюты над спросом на нее. Прежде в них не было необходимости, поскольку фонды приобретали иностранную валюту напрямую у Банка России. Теперь же их пополнение происходит за счет операций на открытом рынке.

Таким образом, при анализе эффективности интервенций можно ориентироваться на способность влиять не на курс рубля к доллару США, а на рублевую стоимость бивалютной корзины.

**2.3 Оценка валютных интервенций по критериям эффективности**

Анализ эффективности валютных интервенций может быть полезен при разработке и реализации денежно-кредитной политики в нескольких направлениях.

Во-первых, для оценки самой интервенционистской политики в рамках действующего режима валютного курса и оптимизации операций Центрального банка на валютном рынке.

Во-вторых, чтобы аргументировать целесообразность изменения текущего режима валютного курса и денежно-кредитной политики.

В-третьих, для оценки среднесрочных перспектив управления валютным курсом со стороны Центрального банка и необходимого уровня валютных резервов.

В зарубежной экономической литературе выделяется несколько подходов к анализу эффективности интервенций [6]:

* путем исследования работы различных каналов интервенций (портфельного, канала ожиданий и др.);
* в зависимости от направления интервенций, их объема и времени проведения;
* путем сопоставления односторонних и скоординированных с другими центральными банками валютных интервенций;
* с помощью анализа прибыли и убытков Центрального банка от операций на валютном рынке.

В исследовании применен смешанный подход к оценке эффективности интервенций Банка России. В его основе лежит система критериев, по которым оценивается, насколько «успешными» или «провальными» оказались операции ЦБ. Схожая методика использовалась экономистами ФРС США, Банка Японии, Банка Канады, шведского Риксбанка, Национального банка Австрии, Национального банка Хорватии и других.

В качестве объекта анализа представлены еженедельные данные, а в целом период наблюдения растянулся с января 2001-го по ноябрь 2008 года. В качестве обозначений были приняты: I – величина валютной интервенции (изменение резервов) и ∆C – изменение номинальной рублевой стоимости бивалютной корзины. Существует три альтернативных критерия успешности интервенций.

*Критерий «направление».* Профессор Гарвардского университета Джеффри Френкель предложил самый простой критерий успеха интервенции. Если направление изменения валютного курса совпадает с направлением (знаком) интервенции, то она эффективна. Иными словами, если Центральный банк продает или покупает национальную валюту, ее курс должен соответственно понижаться или повышаться: (It>0 и ∆Ct+>0) или (It<0 и ∆Ct+<0).

*Критерий «сглаживание».* Второй критерий успеха интервенций предложен экономистом Федерального резервного банка Кливленда (США) Оуэном Хампэйджем. Он связан со сглаживанием колебаний валютного курса: интервенция эффективна, когда усилиями Центрального банка замедляется развитие тренда. Если курс падает, интервенция должна приводить к плавному падению, а если увеличивается – к торможению роста: роста: (It>0 и ∆Ct+>∆Ct-) или (It<0 и ∆Ct+<∆Ct-).

*Критерий «разворот».* Автор третьего критерия – Расмус Фатум, эксперт Европейского центрального банка. Интервенция эффективна, когда выполняется не только первый критерий, но в ходе интервенции полностью нивелируется колебание валютного курса за предыдущий период. Говоря языком технических аналитиков, происходит разворот тренда – Центральный банк успешно «гребет» против ветра. То есть повышение (понижение) валютного курса в предыдущем периоде и его понижение (повышение) в настоящем влечет за собой покупку (продажу) национальной валюты: (I<0, ∆Ct-0

и ∆Ct+<0) или (I>0, ∆Ct-<0 и ∆Ct+>0).

Критерии «сглаживание» и «разворот» основываются на критерии «направление». Их расчет учитывает оценки «направления», и в принципе все критерии обладают определенной взаимозамещаемостью. [9, c. 45–47]

Для Банка России главным критерием эффективности является «сглаживание». Объясняется это тем, что официально он, по классификации МВФ, придерживается управляемого плавания рубля без предопределенного диапазона колебаний (managed floating with no predetermined path for the exchange rate). Это подразумевает, чторегулятор управляет обменным курсом, не задавая целевой уровень валютного курса или динамику его колебаний. В управлении валютным курсом он руководствуется широким кругом макроэкономических показателей, включая состояние платежного баланса, объем международных резервов и др.

Интервенции в условиях управляемого плавания автоматически не проводятся, и они могут быть как прямыми (операции на валютном рынке), так и косвенными (процентная политика, валютное регулирование, квазифискальные операции).

Все последние годы, применяя режим управляемого плавающего валютного курса, Банк России ограничивал колебания обменного курса рубля, что сдерживало темпы его укрепления. Согласно «Основным направлениям кредитно-денежной политики на 2009 и период 2010 и 2011 годов» ЦБ предполагает и дальше придерживаться управляемого плавающего курса рубля и использовать бивалютную корзину в качестве операционного ориентира политики валютного курса. При этом решения по корректировке политики будут приниматься на основе широкого спектра экономических индикаторов.

Преимущество управляемого плавания заключается в том, что денежные власти не обременены никакими обязательствами по поддержанию курса, и в то же время они могут проводить денежно-кредитную политику, которая, по их мнению, оптимальна для существующей в экономике ситуации. Исходя из этого основное внимание, следует обратить на критерий «сглаживание».

Банк России был наиболее успешен (в 49% случаев) в сглаживании колебаний валютного курса и чуть менее успешен (40%) в поддержании тенденции на рынке. Реже всего (19%) у денежных властей получалось осуществлять разворот тренда.

В приложение 5 приведена иллюстрация, подтверждающая эффект сглаживания колебаний валютного курса.

В качестве переменной интервенции взята скользящая средняя величины интервенции по модулю за 16 недель. Волатильность бивалютной   
корзины измерялась как скользящее стандартное отклонение стоимости бивалютной корзины за этот период. Очевидно, что по мере  
увеличения объема валютной операции Центрального банка происходит снижение волатильности бивалютной корзины. Чем больше величина интервенции, тем более плавно изменяется стоимость бивалютной корзины. В отношении американской валюты ЦБ большую часть периода 2005–2008 годов препятствовал укреплению рубля к доллару. Большее число интервенций проводилось на отметке 23,4 рубля за доллар, что говорит об уровне поддержки (отмечено красной линией). В отношении единой европейской валюты регулятор, напротив, препятствовал обесценению рубля к евро.

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 29,6 рубля. С сентября по ноябрь 2008 года существовал другой уровень поддержки – около 30,4 рубля, о чем говорит серия интервенций, проводимых при одном и том же значении бивалютной корзины. С ноября 2008­го уровень поддержки еженедельно изменяется, что не позволяет использовать его в визуальном анализе.

Проверка статистических гипотез выявила систематическую закономерность колебаний валютного курса после проведения успешной интервенции-то есть интервенции в целом оказывают влияние на валютный рынок. Сравнивая результаты настоящей работы с выводами аналогичного исследования, проведенного почти 10 лет назад, можно заметить определенные изменения в политике интервенций Банка России (см. приложение. 6). [8]

В 1997–1998 годах центральный банк удерживал колебания валютного курса в диапазоне около 6 рублей за доллар США ±5%. Как следствие, все его усилия были направлены на сглаживание и удержание текущей тенденции валютного рынка. После валютного кризиса Банк России был не способен «грести против ветра» из-за низкого уровня международных резервов. Сегодня же денежные власти допускают большую волатильность рубля, что отражается в снижении успешности интервенции по критерию «сглаживание».

Однако благодаря накопленным международным резервам он может противостоять спекулянтам, что привело к росту доли успешных интервенций по критерию «разворот». Оценка валютных интервенций по критерию «направление» фактически осталась на прежнем уровне.

Анализ интервенций Банка России позволяет в целом охарактеризовать подход Центрального банка к стабилизации бивалютной корзины. В приложении 7 на рисунке 4 приведена кривая функции ответной реакции ЦБ на изменение валютного курса при режиме валютного коридора.

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. [9, c. 45–47]

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

**Заключение**

Важнейшим инструментом валютной политики государств являются валютные интервенции. Валютные интервенции могут происходить на валютном рынке Банка Японии, Банка Англии, Европейского Центрального Банка и Банка России.

Как правило, интервенция происходит на фоне чрезмерного роста или падения национальной валюты в результате действий спекулятивных инвесторов.

Существует четыре основных аргумента в пользу интервенций, которые приводятся денежными властями:

1. валютные рынки подвержены дестабилизирующему спекулятивному воздействию
2. чрезмерная волатильность курсов создает дополнительную нагрузку на экономику
3. интервенции, проводимые денежными властями, могут помочь сократить указанные издержки
4. участие в совместных интервенциях

Валютные интервенции подразделяются на «стерилизованные» и «нестерилизованные». «Стерилизованными» называют интервенции, в ходе которых изменение официальных иностранных нетто-активов компенсируется соответствующими изменениями внутренних активов, т.е. практически отсутствует воздействие на величину официальной «денежной базы». Если же изменение официальных валютных резервов в ходе интервенции ведет к изменению денежной базы, то интервенция является «нестерилизованной». Так же существует четыре формы валютных интервенций, а именно вербальная, операционная, согласованная и стерилизованная интервенции.

*Валютная интервенция Банка России* подразумевает деятельность на рынке валют по поддержанию необходимого курса российского рубля путем купли-продажи иностранной валюты и по воздействию на суммарный спрос и предложение денег. Кроме того, в настоящее время применение Банком России валютных интервенций является одной из используемых в Российской Федерации форм осуществления денежной эмиссии.

Политика валютных интервенций Банка России имеет особенности, отличающие его от многих других стран. Во-первых, номинальным валютным якорем, по отношению к которому осуществляется стабилизация обменного курса рубля, служит корзина валют. Во-вторых, эти операции представляют собой валовые интервенции и включают как покупки иностранной валюты для государственных фондов, так и собственные интервенции. До февраля 2005­го операционным ориентиром, по отношению к которому Банк России стабилизировал обменный курс рубля, был доллар США. Затем перешли к операционному таргетированию рублевой стоимости бивалютной корзины, включающей доллар США и евро в пропорциях, устанавливаемых Банком России.

ЦБ РФ в связи с мировым кризисом начал ежедневные валютные интервенции, начиная с 14 мая 2008 года. Объем торгов долларами на ММВБ в первый день введения новых правил составил $6,4 млрд. По итогам дня на ММВБ доллар вырос на 7,5 копейки, достигнув максимальной отметки за период с 6 марта 23,9275 руб./$1.

Проверка статистических гипотез выявила систематическую закономерность колебаний валютного курса после проведения успешной интервенции-то есть интервенции в целом оказывают влияние как на валютный рынок так и на валютный курс.

Эффективность валютных интервенций Банка России вызывает вопросы. С одной стороны, неизбежное укрепление курса рубля, вряд ли серьезно навредит экономике страны, поскольку импорт в Россию является комплементарным, а экспорт – в основном сырьевым. В определенной зоне риска оказываются только машиностроение и металлургия – отрасли экономики с наиболее высоким уровнем конкуренции за экспортные рынки сбыта. С другой стороны, предстоящее укрепление рубля привлечет в страну спекулятивные капиталы, поскольку инвесторы будут зарабатывать не только на более высоких внутренних процентных ставках, но и на росте курса национальной валюты. Стерилизовать данный приток будет достаточно сложно.

Для того чтобы валютные интервенции привели к желаемым результатам по изменению национального валютного курса в долгосрочной перспективе, необходимо:

1. Наличие необходимого количества резервов в центральном банке для проведения валютных интервенций;
2. Доверие участников рынка к долгосрочной политике центрального рынка;
3. Изменение фундаментальных экономических показателей, таких как темп экономического роста, темп инфляции, темп изменения увеличения денежной массы и др.

В последние годы внимание привлекает так же один интересный мотив интервенций: извлечение прибыли из валютной операции. Раньше специалисты полагали, что Центробанки теряют деньги на интервенции. Сейчас же обнаружилось, что они получают значительные доходы, особенно при плавающем валютном курсе. Однако ни один из центральных банков, ответивших на вопросы, не отметил доходность как мотив валютной интервенции. Тем не менее, в частных беседах лица, ответственные за операции на открытом рынке, называют доходность интервенции критерием ее успеха.

Хотя за последние годы эффективность валютных интервенций во всем мире заметно ослабла, интервенции, тем не менее, занимают прочное место в инструментарии как мировых центральных банков, так и Банка России.

Таким образом, заданная цель достигнута и поставленные задачи решены.

**Список использованной литературы**

1. Валютное регулирование и валютный контроль: Учебник /Под ред. В.М. Крашенникова. М.: Экономист. 2005.
2. Деньги, кредит, банки: Учеб. пособие /В.И. Тарасов. – 2-е изд. Мн.: Книжный Дом; Мисанта. 2005.c. 466
3. Деньги, кредит, банки: Учебник /кол. авт.; под ред. О.И. Лаврушина. – 5-е изд., стер. М.: КНОРУС. 2007.
4. Макроэкономика: Учебник /С.Р. Моисеев. – М.:КНОРУС, 2008. – 320 с.
5. Макроэкономика: Учебник /Э.Дж. Долан., Д. Линдсей (пер. с англ. В. Лукашевича и др.; под общ. ред. Б. Лисовика). – С-ПБ., 1994. – 408 с.
6. Мирончик Н. Методика оценки эффективности валютных интервенций/ Банковский вестник Национального банка Республики Беларусь, 2006. – №5, с. 12–18.
7. Моисеев С. – Политика валютных интервенций центральных банков: сущность, теневые механизмы и эффективность операций банка России / Финансы и Кредит.2002. №11 с. 46–53.
8. Моисеев С.Р. Анализ эффективности валютных интервенций Банка России // Банковское дело, 2000. – №11.
9. Моисеев С., Пантина И., Сарнычева М. и др. Валютные интервенции Центрального банка / Банки и деловой мир. 2009.март – апрель с. 45–47
10. Постановление Правительства РФ №766 от 15 октября 2008 года «О внесении изменений в постановление Правительства РФ от 19 января 2008 г. №18».
11. Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 496 с.
12. Финансы и кредит: Учебник /Под ред. про. М.В. Романовского, проф. Г.Н. Белоглазовой. М.: Юрайт-Издат, 2004.
13. Хасбулатов Р.И. Мировая экономика. М: «Инсан», 1997 г. c. 265
14. www.bankir.ru- Информация для банкиров.
15. www.cbr.ru – Центральный банк.
16. www.cnews.ru – Издание о Высоких технологиях Cnews.
17. www.ebr.ru – Официальный сайт Европейского ЦБ.
18. www.ecb.ru – газета «Экономика и Жизнь»
19. www.federalreserve.gov – Федеральная резервная система США
20. www.klerk.ru – Информационное агентство «Клерк»
21. www.markets-today.ru – Экономика. Социология. Менеджмент.
22. www.minfin.ru – Министерство Финансов России.
23. www.pro-forex.com.ru – Рынок Форекс.
24. www.rbc.ru – Информационное агентство «Росбизнесконсалтинг»
25. www.rian.ru – РИА Новости.