

УЧРЕЖДЕНИЕ ОБРАЗОВАНИЯ
«БЕЛОРУССКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»

. УДК [339.7+336.7]:330.342.22

МИРОНЧИК НАТАЛЬЯ ЛЕОНИДОВНА

**МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЕЗЕРВЫ В МЕХАНИЗМЕ ДЕНЕЖНО-
КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ СТРАН С ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКОЙ**

08.00.10 — финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Минск – 2006

Работа выполнена в УО «Белорусский государственный экономический университет»

Научный руководитель — доктор экономических наук, профессор
Тарасов В.И.,
кафедра банковской и финансовой экономики,
Белорусский государственный университет

доктор экономических наук, профессор
Богданкевич С.А.

кандидат экономических наук, доцент
Чернявский Ф.И., Ассоциация белорусских
банков

Оппонирующая организация — ГНУ «Научно-исследовательский экономический институт Министерства экономики Республики Беларусь»

Защита состоится 28 июня 2006 г. в 16.00 на заседании совета по защите диссертаций Д 02.07.01 при УО «Белорусский государственный экономический университет» по адресу: 220070, Минск, просп. Партизанский, 26, ауд. 407 (1-й учеб. корп.), тел. 209-79-56.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке УО «Белорусский государственный экономический университет».

Автореферат разослан 26 мая 2006 года.

Ученый секретарь
Совета по защите диссертаций,
доктор экономических наук, доцент



ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы диссертации. После серии валютных и финансовых кризисов в конце XX века не ослабевает внимание к роли международных резервов в денежно-кредитной политике. Их уровень продолжает рассматриваться в качестве одного из основных индикаторов, характеризующих степень уязвимости экономики к шокам и потрясениям в валютно-финансовой сфере. Данный факт объясняется тем, что центральные банки большинства государств, включая Национальный банк Республики Беларусь, предпочитают управлять обменным курсом национальных валют. В основном это центральные банки развивающихся стран и стран с переходной экономикой, которые посредством валютных интервенций стремятся упредить нежелательные изменения обменного курса для поддержания экспорта, сдерживать девальвационные ожидания экономических агентов в условиях отсутствия адекватных рыночных инструментов страхования валютного риска.

Бурное развитие процессов в международной валютно-финансовой сфере приводит к тому, что в мировом сообществе все острее ощущается необходимость проведения центральными банками разных стран согласованных действий в денежно-кредитной сфере, координации своих валютных политик и регулирования объемов международных резервов. Поэтому реформирование системы экономических отношений и подключение Республики Беларусь к мировому хозяйству в современных условиях требуют обоснования используемых органами денежно-кредитного регулирования страны подходов к управлению ликвидностью международных резервов. Это необходимо прежде всего для укрепления доверия со стороны населения, внешних инвесторов и международных организаций к проводимой в государстве денежно-кредитной политике. За последние годы подходы многих стран к управлению ликвидностью международных резервов претерпели существенные изменения. Центральные банки стали более осторожно и взвешенно подходить к оценке своих будущих резервных потребностей. Вместе с тем уровень резервных запасов развивающихся стран и стран с переходной экономикой свидетельствует о явном различии их подходов к управлению ликвидностью международных резервов.

Наблюдавшийся в 2002—2005 годы в развивающихся странах и странах с переходной экономикой рост международных резервов явился результатом попыток центральных банков этих государств предотвратить ревальвацию обменного курса национальных валют, содействовать государственной политике по стимулированию экспорта, рассматриваемого в качестве одного из основных факторов экономического роста, а также снизить уязвимость экономик к валютным кризисам. Однако избыточная аккумуляция международных резервов данными странами может иметь инфляционные последствия для их экономик, поскольку покупка центральными банками иностранной валюты сопряжена с денежной эмиссией. В то же время наличие резервов ограничивает возможности

монетарных органов по обеспечению желаемой динамики обменного курса в случае повышения девальвационного давления на национальную валюту.

Для регулирования обменного курса и поддержания международных резервов на уровне, адекватном макроэкономическим условиям и эффективному применению валютных интервенций, центральным банкам необходимо иметь заслуживающие доверия, теоретически и практически обоснованные подходы к управлению ликвидностью международных резервов, анализу и оценке достаточности величины международных резервов, возможностей и последствий валютных интервенций. Отмеченные задачи и вопросы весьма актуальны для Республики Беларусь, где величина международных резервов остается одной из самых низких среди развивающихся стран и стран с переходной экономикой, не соответствует общепринятым «грубым» критериям достаточности.

Совокупность перечисленных проблем определяет важность и необходимость проведения соответствующих научных исследований. Анализ имеющихся публикаций, рассматривающих данные вопросы, позволяет сделать вывод о том, что настоящее направление научных исследований в республике требует своего дальнейшего развития.

В основу диссертации положены работы зарубежных ученых М. Басайре, Д. Веймарк, Ч. Виплоза, Дж.О. Де Бьюфорта Винхолдса, А. Каптеяна, М. Кинга, Х. Малдеры, А. Розе, Р. Скотта, М. Споландера, С. Фишера, Я. Френкеля, Б. Эйченгринна, российских исследователей С.М. Борисова, А.Д. Голубовича, М.В. Ершова, Л.Н. Красавиной, С.Р. Моисеева, а также белорусских ученых С.А. Богданкевича, Г.Л. Вардеваняна, В.А. Гаврилова, В.А. Дроздова, П.В. Каллаура, Д.В. Криворотова, А.В. Лобанова, В.И. Тарасова, А.О. Тихонова, Ф.И. Чернявского, Ю.М. Ясинского.

Связь работы с крупными научными программами, темами. Диссертационная работа выполнена в рамках проведения научных исследований кафедры банковского дела Белорусского государственного экономического университета по теме «Международные резервы в механизме денежно-кредитной политики стран с переходной экономикой», осуществления Национальным банком Республики Беларусь исследований в области разработки научно обоснованных подходов к анализу денежно-кредитной политики, работы Национального банка Республики Беларусь по совершенствованию нормативно-правовой базы, регулирующей порядок проведения операций с резервами иностранной валюты; разработки Научно-практического комментария к Банковскому кодексу Республики Беларусь. Результаты исследования использовались при выполнении НИР на кафедре банковского дела Белорусского государственного экономического университета по теме «Анализ состояния и перспектив развития банковской системы Республики Беларусь» (№ 2005-1016, 2005).

Цель и задачи исследования. Целью диссертационного исследования является разработка подходов к управлению ликвидностью международных резервов, анализу и оценке достаточности их величины и результативности валютных

интервенций, которые могут быть эффективно использованы центральным банком страны с переходной экономикой.

Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

- обосновать различия в подходах органов денежно-кредитного регулирования различных стран к управлению ликвидностью международных резервов;
- выявить факторы изменения резервных потребностей экономики и определить характер их влияния на данные потребности;
- разработать способ оценки адекватного макроэкономическим условиям функционирования экономики уровня международных резервов стран с переходной экономикой;
- проверить наличие взаимосвязи отклонений уровня международных резервов Республики Беларусь от критериев их достаточности и динамики обменного курса белорусского рубля;
- разработать методику измерения избыточного спроса и предложения национальной валюты на валютном рынке страны с переходной экономикой с помощью индекса давления на валютном рынке и оценки влияния валютных интервенций центрального банка на разбалансировку спроса и предложения на валютном рынке с помощью индекса интервенций.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования являются международные резервы и операции с ними, осуществляемые центральным банком с целью воздействия на обменный курс национальной валюты. Предмет исследования — подходы к управлению ликвидностью международных резервов, анализу и оценке адекватности резервного запаса и эффективности валютных интервенций центрального банка.

Методология и методы проведенного исследования. Методологической основой исследования послужили разработки представителей кейнсианской школы экономической теории, труды зарубежных и отечественных ученых в области макроэкономики, денежно-кредитного и валютного регулирования, а также аналитические материалы специалистов центральных банков и международных финансовых организаций по вопросам резервных активов. В работе применены такие методы, как сочетание логического и исторического, допущение, корреляционный и регрессионный анализ, метод международных сопоставлений и др.

Информационную базу диссертационной работы составили аналитические и статистические материалы Национального банка Республики Беларусь, Международного валютного фонда, Министерства статистики и анализа Республики Беларусь и другие данные справочной, а также научной отечественной и зарубежной литературы.

Научная новизна и значимость полученных результатов. К наиболее значимым относятся следующие результаты диссертационного исследования, составляющие его научную новизну:

- аргументирована целесообразность применения органами денежно-кредитного регулирования Республики Беларусь в условиях недостаточности меж-

дународных резервов и ограниченного доступа страны к рынкам международного капитала индивидуального странового подхода к управлению ликвидностью международных резервов, который предусматривает возможность проведения Национальным банком нестандартных операций с иностранной валютой, что позволяет повысить гибкость и эффективность инструментов управления международной ликвидностью страны;

- выявлены наиболее значимые факторы резервных потребностей развивающихся стран и стран с переходной экономикой и определен характер их влияния на данные потребности на основе применения функций спроса на международные резервы (для покрытия импорта, оттока средств резидентов и нерезидентов, издержек валютного кризиса), в которых новым является использование показателя отношения международных резервов к импорту товаров и услуг (RES/IM), широкой денежной массе ($RES/M3$), иностранным финансовым обязательствам страны (RES/FL), валовому внутреннему продукту (RES/GDP) в качестве зависимых переменных, что позволяет обосновать выбор критериев достаточности международных резервов для стран указанной группы;

- разработан новый способ оценки адекватного макроэкономическим условиям уровня международных резервов развивающейся страны или страны с переходной экономикой, который в отличие от других способов основан на использовании регрессионных моделей показателей RES/IM , $RES/M3$, RES/FL , RES/GDP для определения критериев оптимальности резервного запаса, что дает возможность учесть одновременно шесть дополнительных факторов спроса экономики на международные резервы (величину экспорта, величину сальдо внешнеторгового баланса, уровень монетизации экономики, величину чистых иностранных финансовых обязательств страны, подверженность страны риску оттока капитала и изменение номинального обменного курса) и обеспечивает получение более обоснованных оценок резервных потребностей стран указанной группы;

- подтверждена взаимосвязь отклонений фактического уровня международных резервов от оптимального для Республики Беларусь и изменений обменного курса белорусского рубля, что явилось основанием выработки рекомендаций по использованию данных об указанных отклонениях для ранней диагностики кризисных ситуаций в валютно-финансовой сфере Республики Беларусь;

- предложен способ измерения давления на валютном рынке развивающейся страны или страны с переходной экономикой, а также оценки влияния валютных интервенций центрального банка на разбалансировку валютного рынка, базирующаяся на применении модельно-независимого подхода к расчету индекса давления на валютном рынке и индекса валютных интервенций и отличающаяся использованием данных о внутримесячных колебаниях обменного курса и международных резервов, что позволяет получить более точные оценки указанных индексов в условиях высокой изменчивости экономических процессов.

Результаты работы являются базой для дальнейших научных исследований, которые в первую очередь могут быть направлены на построение системы ранней

диагностики кризисных ситуаций в денежно-кредитной сфере и развитие системы управления международной ликвидностью.

Практическая (экономическая, социальная) значимость полученных результатов. Представленные в диссертации теоретическое обоснование необходимости применения индивидуального странового подхода к управлению ликвидностью международных резервов Республики Беларусь, способ оценки адекватного макроэкономическим условиям функционирования экономики уровня официальных международных резервов, раскрытая взаимосвязь отклонений резервных показателей Республики Беларусь от их оптимальных значений и изменений обменного курса белорусского рубля, методика измерения давления на валютном рынке и оценки эффективности валютных интервенций центрального банка являются функционально завершенными и практически применимыми.

Результаты диссертационного исследования были апробированы в Национальном банке Республики Беларусь при разработке Порядка проведения Национальным банком Республики Беларусь операций по встречному размещению депозитов и сделок СВОП с банками Республики Беларусь, утвержденного постановлением Правления Национального банка Республики Беларусь от 09.12.1999 № 26.3, Правил выпуска, обращения и оплаты векселей Национального банка Республики Беларусь, номинированных в иностранной валюте, утвержденных постановлением Правления Национального банка Республики Беларусь от 24.02.2000 № 6.7; анализе денежно-кредитной политики Национального банка Республики Беларусь за 2001—2004 годы; разработке Основных направлений денежно-кредитной политики Республики Беларусь на 2005 год, что подтверждено справками Национального банка Республики Беларусь.

Экономическая значимость обусловлена необходимостью обеспечения стабильности в денежно-кредитной сфере Республики Беларусь, постоянной корректировки валютной и эмиссионной политики Национального банка Республики Беларусь на основе соблюдения научно обоснованных принципов и целей денежно-кредитной политики. При поддержании международных резервов на уровне, адекватном макроэкономическим условиям, повышается экономическая безопасность страны и растет доверие экономических агентов к органам денежно-кредитного регулирования.

Социальная значимость исследования состоит в возможности повышения эффективности факторов надежности денежно-кредитной системы и устойчивости платежного баланса, что является одним из основных условий поддержания стабильности национальной валюты, роста реального выпуска в экономике и, как следствие, положительных изменений благосостояния населения Беларуси.

Результаты диссертационного исследования могут использоваться при преподавании учебных курсов «Организация денежно-кредитного регулирования» и «Организация деятельности центрального банка», а также при проведении дальнейших фундаментальных исследований по данной тематике.

Основные положения диссертации, выносимые на защиту:

- теоретическое обоснование необходимости применения в Республике Беларусь индивидуального странового подхода к управлению ликвидностью международных резервов, учитывающего степень отклонения фактического уровня резервных активов от достаточного, доступ страны к рынкам международного капитала, рисковые предпочтения органов денежно-кредитного регулирования при проведении операций с иностранной валютой. В отличие от подхода, основанного на применении стандартных инструментов валютного и денежного рынков, индивидуальный подход позволяет Национальному банку Республики Беларусь в период становления рыночных отношений при недостаточности резервных активов и ограниченном доступе к рынкам международного капитала использовать для получения дополнительного источника валютных средств нестандартные операции с иностранной валютой (в период 2000—2005 годов операции с банками Республики Беларусь по встречному размещению депозитов и операции с векселями Национального банка Республики Беларусь, номинированными в иностранной валюте). Это дает возможность повысить гибкость и эффективность инструментов управления международной ликвидностью страны;

- обоснование теоретически нового подхода к оценке функций спроса на международные резервы в развивающихся странах и странах с переходной экономикой (для покрытия импорта, оттока средств резидентов и нерезидентов, издержек валютного кризиса), отличие которого от других подходов заключается в использовании показателей RES/IM, RES/M3, RES/FL, RES/GDP в качестве зависимых переменных, что позволило выявить наиболее значимые дополнительные факторы резервных потребностей экономики и определить характер их влияния на данные потребности;

- разработка способа оценки адекватного макроэкономическим условиям функционирования экономики уровня международных резервов развивающейся страны или страны с переходной экономикой, который заключается в определении критериев оптимальности резервного запаса по регрессионным моделям показателей RES/IM, RES/M3, RES/FL, RES/GDP. Данный способ, в отличие от «грубых» и известных комбинированных критериев достаточности международных резервов, обеспечивает учет одновременно шести дополнительных факторов спроса экономики на международные резервы (величины экспорта, величины сальдо внешнеторгового баланса, уровня монетизации экономики, величины чистых иностранных финансовых обязательств страны, подверженности страны риску оттока капитала и изменения номинального обменного курса), что позволяет получить более обоснованные оценки оптимального уровня международных резервов;

- раскрытие взаимосвязи отклонений фактических значений показателей RES/IM, RES/M3, RES/FL, RES/GDP от оптимальных для Республики Беларусь и изменений обменного курса белорусского рубля, на основании которой был сделан вывод о возможности и целесообразности использования данных об отклоне-

ниях фактических значений указанных показателей от их оптимальных уровней для ранней диагностики кризисных ситуаций в денежно-кредитной сфере Республики Беларусь и выработки мер по предупреждению развития негативных тенденций в данной сфере;

- разработка методики измерения избыточного спроса и предложения национальной валюты на валютном рынке развивающейся страны или страны с переходной экономикой с помощью индекса давления на валютном рынке, а также оценки влияния валютных интервенций центрального банка на разбалансировку валютного рынка страны указанной группы с использованием индекса интервенций. Данная методика представляет собой развитие модельно-независимого подхода к оценке эффективности валютных интервенций, отличается от последнего, применявшегося в развитых странах, использованием данных о внутримесячных колебаниях обменного курса национальной валюты и международных резервов и позволяет получить более точную оценку индекса давления на валютном рынке и индекса валютных интервенций в условиях высокой изменчивости экономических процессов.

Личный вклад соискателя. Диссертация является самостоятельным законченным научным трудом, выполненным автором лично. Разработанные и вынесенные на защиту положения принадлежат соискателю.

Апробация результатов диссертации. Результаты исследований, включенные в диссертацию, докладывались на Международной научно-практической конференции «Проблемы стабилизации и экономического роста в Республике Беларусь» (Минск, 1999), Республиканской научно-практической конференции молодых ученых «Проблемы теории и методологии государственного управления в трансформационном обществе» (Минск, 2001), IV Международной научно-практической конференции «Проблемы прогнозирования и государственного регулирования социально-экономического развития в регионе ЦЕИ» (Минск, 2005), IV Республиканской научной конференции, посвященной 10-летию образования факультета международных отношений БГУ, «Беларусь в современном мире» (Минск, 2005), Международной научно-практической конференции «Социально-экономическая политика белорусского государства в условиях открытой экономики» (Минск, 2005).

Опубликованность результатов. По теме диссертации опубликовано 18 работ, в том числе 10 статей в научных рецензируемых журналах, 2 — в научных сборниках, 4 — в материалах конференций, 1 — в тезисах докладов научно-практической конференции, 1 — в иных публикациях. Общий объем публикаций составляет 96 страниц.

Структура и объем диссертации. Диссертация состоит из глоссария, общей характеристики работы, трех глав, заключения, списка использованных источников, включающего 155 наименований, и приложений. Общий объем диссертации — 152 страницы. Объем, занимаемый 15 таблицами, 19 рисунками и 9 приложениями, составляет 42 страницы.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

В первой главе «Международные резервы в механизме денежно-кредитного регулирования» обоснована необходимость применения в Республике Беларусь индивидуального странового подхода к управлению ликвидностью международных резервов, суть которого состоит в том, что при недостаточности резервных активов и ограниченном доступе страны к рынкам международного капитала Национальному банку Республики Беларусь целесообразно использовать для получения дополнительного источника валютных средств нестандартные операции с иностранной валютой.

На основе анализа зарубежной и отечественной литературы рассмотрены роль международных резервов в механизме денежно-кредитного регулирования и особенности подходов центральных банков к управлению ликвидностью международных резервов. Автором показано, что применение странами индивидуального подхода к управлению ликвидностью международных резервов зависит, во-первых, от степени отклонения фактического уровня резервных активов от достаточного; во-вторых, доступа государства к рынкам международного капитала, который в значительной степени определяет возможности страны по привлечению валютных ресурсов из-за рубежа; в-третьих, рискованных предпочтений органов денежно-кредитного регулирования при проведении операций с иностранной валютой, влияющих на перечень новых инструментов валютного и денежного рынка и активность их использования центральными банками. Такой подход позволяет повысить гибкость и эффективность инструментов управления международной ликвидностью. В соответствии с данным подходом, Национальный банк Республики Беларусь в 2000—2005 годах проводил операции с банками Республики Беларусь по встречному размещению депозитов и операции с векселями Национального банка Республики Беларусь, номинированными в иностранной валюте, которые положительно влияли на позицию международной ликвидности органов денежно-кредитного регулирования Республики Беларусь.

В рамках исследования проблемы оценки адекватности международных резервов страны макроэкономическим условиям функционирования экономики автором проанализированы преимущества и недостатки выделяемых в экономической литературе четырех «грубых» критериев достаточности (сопоставления резервного запаса с объемом импорта товаров и услуг, величиной краткосрочного внешнего долга (с остаточным сроком погашения до одного года), объемом денежной массы и размером валового внутреннего продукта). Установлено, что данные критерии дают возможность контролировать четыре основных фактора резервных потребностей экономики: импорт товаров и услуг, финансовые оттоки резидентов, финансовые оттоки нерезидентов и издержки в случае валютного кризиса.

В диссертации выявлено, что «грубые» критерии не позволяют точно определить оптимальный уровень резервов, поскольку не учитывают специфические особенности развития экономики (степень открытости экономики и мобильности

$$RES / FL = f\{NFL / GDP; \Delta e\} \quad (3)$$

$$RES / GDP = f\{M3 / GDP; \Delta e; NFL / GDP\}, \quad (4)$$

где RES / IM , $RES / M3$, RES / FL , RES / GDP — величина спроса экономики на международные резервы для покрытия импорта, оттока средств резидентов, нерезидентов, издержек валютного кризиса соответственно;

EX / GDP , CA / GDP , NFL / GDP — экспорт товаров и услуг, сальдо внешней торговли товарами и услугами и чистые иностранные финансовые обязательства в сравнении с ВВП соответственно;

$Risk$ — показатель, характеризующий подверженность страны риску оттока капитала;

$M3 / GDP$ — коэффициент монетизации экономики по широкой денежной массе;

Δe — изменение номинального обменного курса национальной валюты (количества национальной валюты за единицу иностранной).

Автором сделан следующий вывод. Во-первых, при росте экспорта относительно ВВП снижается спрос экономики на международные резервы для покрытия импорта. Во-вторых, при увеличении отрицательного или уменьшении положительного сальдо торгового баланса спрос экономики на резервы (для покрытия импорта) также снижается. Это объясняется тем, что отрицательное сальдо торгового баланса регулируется в основном притоком частного капитала либо девальвацией обменного курса, поскольку финансирование дефицита торгового баланса за счет резервов чревато полным истощением последних. В то же время положительное сальдо торгового баланса, как правило, регулируется за счет операций с резервными активами с целью ограничения темпов укрепления курса национальной валюты. В-третьих, чем выше инвестиционный рейтинг страны, тем больше спрос экономики на международные резервы, так как развивающиеся страны в условиях высокой мобильности капитала вне зависимости от рейтинговых оценок своих экономик не склонны к сокращению резервов, а страны с низким инвестиционным рейтингом испытывают меньший приток частного иностранного капитала и, соответственно, меньшие резервные потребности. В-четвертых, рост уровня чистых иностранных финансовых обязательств снижает спрос экономики на международные резервы для покрытия оттока средств нерезидентов и издержек валютного кризиса. Это связано с тем, что повышение степени доступности государств к международным рынкам капитала позволяет странам увеличить объемы внешнего заимствования для урегулирования платежного баланса, снижая потребность в резервах. В-пятых, снижение номинального обменного курса национальной валюты также сокращает спрос экономики на международные резервы для покрытия оттока средств резидентов, нерезидентов и издержек валютного кризиса. В-шестых, спрос экономики на деньги оказывает смешанное влияние на спрос на международные резервы. При повышении коэффициента монетизации наблюдаются снижение спроса на резервы для покрытия оттока средств резидентов (из-за роста доверия экономических агентов

к национальной валюте) и увеличение спроса экономики на резервы для «страхования» средств нерезидентов и покрытия издержек валютного кризиса.

Используя результаты эмпирических наблюдений за действиями центральных банков, которые оптимизируют свои решения в области курсовой и резервной политики с учетом макроэкономической ситуации в стране, возможностей и последствий валютных интервенций и, соответственно, стремятся поддерживать международные резервы на оптимальном уровне, автор предложил способ оценки адекватного макроэкономическим условиям функционирования развивающейся или переходной экономики уровня резервных активов, базирующийся на теоретической посылке о схожести динамик фактического и оптимального спроса на международные резервы, как минимум, в долгосрочном периоде. Данный способ заключается в определении критериев оптимальности резервного запаса с помощью регрессионных моделей показателей RES/IM, RES/M3, RES/FL, RES/GDP, построенных согласно вышеперечисленным функциям.

В основу разработанной автором диссертации методики измерения избыточного спроса и предложения национальной валюты на валютном рынке развивающейся страны или страны с переходной экономикой, а также оценки влияния валютных интервенций центрального банка на разбалансировку валютного рынка положены, во-первых, вывод о возможности устранения избыточного спроса или предложения национальной валюты посредством изменения обменного курса или валютных интервенций и, следовательно, возможности измерения степени разбалансировки валютного рынка с помощью одного сводного показателя — индекса давления на валютном рынке (EMP); во-вторых, модельно-независимый подход к измерению давления на валютном рынке и оценке эффективности валютных интервенций центрального банка (не требует наличия структурной модели обменного курса). Индекс давления на валютном рынке в соответствии с авторской методикой определяется по формуле

$$EMP_t = \Delta e_t + \eta_t \Delta r_t, \quad \eta_t = -\frac{\sigma_{\Delta e(t)}}{\sigma_{\Delta r(t)}}, \quad (5)$$

где EMP_t — индекс давления на валютном рынке в t -м месяце;

Δe_t — процентное изменение обменного курса (количества национальной валюты за единицу иностранной) за t -й месяц;

η_t — коэффициент конверсии, характеризующий степень воздействия валютных интервенций на избыточный спрос и предложение национальной валюты на валютном рынке в t -м месяце;

Δr_t — процентное изменение уровня международных резервов за счет валютных интервенций за t -й месяц;

$\sigma_{\Delta e(t)}$ и $\sigma_{\Delta r(t)}$ — стандартные отклонения изменений обменного курса и международных резервов за день в t -м месяце соответственно.

Вклад валютных интервенций в изменение давления на валютном рынке измеряется с помощью индекса валютных интервенций (ω_t) следующим образом:

$$\omega_i = \frac{\eta_i \Delta r_i}{EMP_i} \quad (6)$$

Если центральный банк поддерживает фиксированный режим обменного курса, то индекс валютных интервенций будет равен 1. При свободном плавании обменного курса $\omega_i = 0$. При промежуточных режимах обменного курса, когда интервенции центрального банка ослабляют давление рынка на обменный курс (в сторону повышения или понижения стоимости национальной валюты), ω_i принимает значение в диапазоне $[0;1]$; усиливают рыночное давление на курс — ω_i отрицательный. Если движение обменного курса под воздействием интервенций центрального банка противоположно движению в случае отсутствия интервенций, то ω_i больше 1.

Применение автором модельно-независимого подхода к измерению давления на валютном рынке и оценке эффективности валютных интервенций центрального банка страны с развивающейся или переходной экономикой объясняется спецификой развития таких государств, которая обуславливает высокую степень изменчивости экономических процессов и затрудняет реализацию модельно-состоятельного подхода (предполагает использование параметров структурной модели обменного курса для определения коэффициента конверсии), а также простотой и адекватностью модельно-независимого подхода.

Главное отличие разработанной методики от базового подхода, применявшегося в промышленно развитых странах, заключается в использовании при расчете индексов «переменного», а не «стабильного», коэффициента конверсии. В базовом подходе исходными данными для расчета коэффициента конверсии являлись значения изменений обменного курса и международных резервов за месяц, соответственно, стандартные отклонения изменений обменного курса и резервов ($\sigma_{\Delta e}$ и $\sigma_{\Delta r}$) отражали волатильность переменных Δe_t и Δr_t за весь период наблюдений, т.е. были постоянными. Однако применение «стабильного» коэффициента конверсии для развивающейся экономики и экономики переходного типа может стать причиной получения ошибочных оценок индексов из-за высокой степени изменчивости экономических процессов (проблема «конечной точки»). Стандартные отклонения $\sigma_{\Delta e(t)}$ и $\sigma_{\Delta r(t)}$, необходимые для определения «переменного» коэффициента конверсии, рассчитываются по изменениям обменного курса и международных резервов за день, т.е. отражают внутримесячную волатильность переменных Δe_t и Δr_t , что позволяет решить проблему «конечной точки».

В третьей главе «**Апробация методик оценки оптимального уровня международных резервов и эффективности валютных интервенций**» показано, что существенные отрицательные отклонения фактических значений показателей RES/IM, RES/M3, RES/FL, RES/GDP от их оптимальных уровней предшествовали случаям значительной девальвации обменного курса белорусского рубля в период 1998—2000 годов. На основании результатов исследования автором предложено использовать полученные данные для ранней диагностики кризисных си-

туаций в денежно-кредитной сфере Республики Беларусь и выработки мер по упреждению развития негативных тенденций в экономике.

По итогам международных сопоставлений степени отклонения резервных показателей RES/IM, RES/M3, RES/FL, RES/GDP от их оптимальных значений, рассчитанных с помощью регрессионных моделей, выявлено, что Республика Беларусь в 2004 году имела уровень международных резервов, превышающий оптимальный спрос на них для покрытия импорта, и испытывала недостаток относительно спроса на резервы для покрытия издержек валютного кризиса, оттока средств резидентов и нерезидентов. По степени обеспеченности международными резервами в сравнении с другими исследуемыми развивающимися странами и странами с переходной экономикой Республика Беларусь по показателю RES/GDP занимала 22-е и RES/FL — 21-е места из 22 стран выборки, RES/M3 — 27-е место из 27 стран выборки и RES/IM — 12-е место из 26 стран выборки.

Анализ и оценка степени адекватности уровня международных резервов органов денежно-кредитного регулирования Республики Беларусь макроэкономическим условиям за период 1998—2005 годов также осуществлялись с помощью построенных регрессионных моделей оптимального спроса на международные резервы. Расчеты показали, что в 1998 году Республика Беларусь испытывала острый дефицит резервов относительно всех критериев достаточности, а в 1999—2000 годах — недостаток резервов относительно импорта. Данный дефицит нейтрализовывался, главным образом, путем девальвации обменного курса белорусского рубля. Тем самым обесценивалась относительно резервного запаса рублевая денежная масса, снижалась стоимость созданного ВВП и повышались риски иностранных инвесторов. По мере стабилизации макроэкономической ситуации наблюдались постепенное приближение и удержание резервных показателей на уровнях, близких к оптимальным. Однако в 2004 году наметилась тенденция увеличения отрицательных отклонений показателей RES/M3, RES/FL, RES/GDP, а в 2005 году — показателя RES/IM от критериев достаточности.

Исследования подтвердили тот факт, что значительные отрицательные отклонения данных резервных показателей от их оптимальных значений могут трактоваться участниками валютного рынка как признак слабости действующего режима обменного курса. В свою очередь, сомнения относительно стабильности валютного курса могут стать причиной повышения напряженности на валютном и денежном рынках, а в критической ситуации — повлиять на формирование или усиление девальвационных ожиданий. В качестве мер, обеспечивающих упреждение развития негативных тенденций в экономике и сокращение отклонений резервных показателей от критериев достаточности, предложено использовать безынфляционные источники пополнения международных резервов (повышать эффективность управления международными резервами, увеличивать доходы от разгосударствления экономики) и снижать резервные потребности экономики путем интенсивного развития импортозамещающих производств, диверсификации экспорта с постепенным увеличением доли продукции отраслей с относительно

высокой добавленной стоимостью, применяющих инновационные технологии, а также повышения эффективности использования ресурсов и др.

Анализ результативности валютных интервенций Национального банка Республики Беларусь, проведенный по разработанной автором методике измерения избыточного спроса и предложения национальной валюты на валютном рынке и оценки влияния валютных интервенций центрального банка на разбалансировку валютного рынка, позволил сделать следующие выводы:

1) степень давления на валютном рынке Республики Беларусь зависит от того, насколько эффективно курсовая политика и политика интервенций учитывают взаимосвязь «реальный курс белорусского рубля к российскому рублю — сальдо платежного баланса». Давление на рынке (ревальвационное или девальвационное) усиливается в случае роста двустороннего реального курса на фоне дефицита платежного баланса либо его снижения на фоне профицита. Таким образом, предложенный инструментарий измерения давления на валютном рынке и оценки эффективности валютных интервенций сочетается с классической теорией платежного баланса и является практическим подтверждением необходимости ориентации курсовой политики, в первую очередь, на российский рубль;

2) ориентация курсовой политики на доллар США в краткосрочном периоде является причиной ситуации, когда курсовая политика и политика интервенций не совсем корректно сочетаются с давлением на валютном рынке. Данная проблема вызвана неоправданно большим вниманием, уделяемым экономическими агентами курсу белорусского рубля к доллару США «по привычке» с периода гиперинфляции;

3) в среднесрочном периоде Национальному банку Республики Беларусь, тем не менее, удавалось сочетать ориентиры по курсу одновременно к двум валютам, хотя в отдельные периоды времени неизбежны противоречия между ними;

4) эффективность данного инструмента будет расти по мере усиления краткосрочной ориентации курсовой политики на российский рубль.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенное диссертационное исследование позволяет сделать выводы и сформулировать следующие положения.

1. В целях повышения гибкости и эффективности инструментов управления международной ликвидностью Республики Беларусь автором на основе анализа зарубежной и отечественной литературы о роли международных резервов в механизме денежно-кредитного регулирования и подходах центральных банков к управлению ликвидностью международных резервов теоретически обоснована необходимость использования индивидуального странового подхода к управлению ликвидностью международных резервов Республики Беларусь, который учитывает резервные потребности экономики, доступ страны к рынкам международного капитала, рискованные предпочтения органов денежно-кредитного регулирования при проведении операций с иностранной валютой. Отличие данного подхода

от подхода, базирующегося на применении стандартных инструментов валютного и денежного рынков, состоит в том, что в условиях недостаточности резервных активов и ограниченного доступа к рынкам международного капитала Национальному банку Республики Беларусь целесообразно использовать для получения дополнительного источника валютных средств нестандартные операции с иностранной валютой (за период 2000—2005 годов — операции по встречному размещению депозитов с банками Республики Беларусь и операции с векселями Национального банка Республики Беларусь, номинированными в иностранной валюте) [1, 2, 4, 5, 7, 11, 12, 13, 17, 18].

2. Анализ изменения показателей RES/IM, RES/M3, RES/FL, RES/GDP развивающихся стран и стран с переходной экономикой показал, что значения данных индикаторов зависят от величины экспорта, величины сальдо внешнеторгового баланса, уровня монетизации экономики, величины чистых иностранных финансовых обязательств страны, подверженности страны риску оттока капитала и изменения номинального обменного курса. Учитывая данные результаты, в диссертации предложен теоретически новый подход к оценке функций спроса на международные резервы в развивающихся странах и странах с переходной экономикой (для покрытия импорта, оттока средств резидентов и нерезидентов, издержек валютного кризиса), отличие которого от других подходов заключается в использовании показателей RES/IM, RES/M3, RES/FL, RES/GDP в качестве зависимых переменных. Это позволило выявить наиболее значимые дополнительные факторы резервных потребностей экономики и определить характер их влияния на данные потребности [3, 9, 14, 16].

3. С учетом необходимости поддержания адекватного макроэкономическим условиям запаса резервных активов в Республике Беларусь, с одной стороны, и недостаточной обоснованности существующих «грубых» и комбинированных критериев достаточности резервов, с другой стороны, автором диссертации разработан альтернативный способ оценки адекватного макроэкономическим условиям функционирования развивающейся или переходной экономики уровня международных резервов. Данный способ предполагает определение критериев оптимальности резервного запаса по регрессионным моделям показателей RES/IM, RES/M3, RES/FL, RES/GDP, разработанных на базе раскрытых функций спроса на международные резервы. В отличие от известных критериев достаточности резервов новый способ обеспечивает учет одновременно шести дополнительных факторов (величины экспорта, величины сальдо внешнеторгового баланса, уровня монетизации экономики, величины чистых иностранных финансовых обязательств страны, подверженности страны риску оттока капитала и изменения номинального обменного курса), что позволяет получать более обоснованную количественную характеристику оптимального уровня международных резервов. Апробация разработанного автором способа оценки адекватного макроэкономическим условиям функционирования экономики уровня международных резервов по данным 27 развивающихся стран и стран с переходной экономикой за 2002—2004 годы, а также кварталным данным статистики Рес-

публики Беларусь за 1998—2005 годы показала, что такой способ дает возможность формализовать задачи анализа и оценки степени достаточности международных резервов стран исследуемой группы, а также выявлять факторы изменения спроса экономики на международные резервы и обнаруживать новые тенденции в динамике резервных показателей [9, 14, 16].

4. Исследования автора показали, что существенные отрицательные отклонения фактических значений показателей RES/IM, RES/M3, RES/FL, RES/GDP от их оптимальных уровней, рассчитанные с применением нового способа оценки адекватного уровня международных резервов, предшествовали случаям сильной девальвации обменного курса белорусского рубля в период 1998—2000 годов. На основании этого автором был сделан вывод о целесообразности использования данных об отклонениях фактических значений показателей RES/IM, RES/M3, RES/FL, RES/GDP от их оптимальных величин для раннего выявления возможных кризисных ситуаций в денежно-кредитной сфере Республики Беларусь и выработки мер по упреждению развития негативных тенденций в экономике [1, 6, 8, 9, 14, 16].

5. В целях эффективного использования международных резервов органов денежно-кредитного регулирования Республики Беларусь для решения задач денежно-кредитной и валютной политики на основе проработки теоретических и эмпирических исследований зарубежных и отечественных авторов о возможностях и последствиях валютных интервенций автором сделан вывод о целесообразности анализа и оценки результативности валютных интервенций Национального банка Республики Беларусь в период использования в Беларуси режима гибкой привязки белорусского рубля к российскому. В связи с этим была разработана методика измерения избыточного спроса и предложения национальной валюты на валютном рынке развивающейся страны или страны с переходной экономикой, а также оценки влияния валютных интервенций центрального банка на разбалансировку валютного рынка. Данная методика базируется на применении модельно-независимого подхода к расчету индекса давления на валютном рынке и индекса валютных интервенций и отличается использованием данных о внутримесячных колебаниях обменного курса и международных резервов для определения степени воздействия валютных интервенций на избыточный спрос и предложение национальной валюты (коэффициента конверсии) и, соответственно, применением «переменного», а не «стабильного», коэффициента конверсии для расчета индекса давления на валютном рынке и индекса валютных интервенций. Это позволило избавиться от проблемы «конечной точки» и получить в условиях высокой изменчивости экономических процессов более точные оценки указанных индексов. Применение данной методики в условиях национальной экономики обеспечит формализацию задач анализа и оценки результативности валютных интервенций Национального банка Республики Беларусь [10, 15].

СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Статьи в научных рецензируемых журналах

1. Мирончик Н., Перепелица В. Основные тенденции в управлении резервами центральных банков // Банк. весн. — 1999. — № 18. — С. 18—26.
2. Мирончик Н.Л. Может ли информация о международной ликвидности способствовать укреплению финансовой системы Республики Беларусь // Вестн. Ассоц. белорус. банков. — 2000. — № 32. — С. 24—27.
3. Мирончик Н.Л. Оптимальный уровень официальных валютных резервов и критерии его определения // Вестн. Ассоц. белорус. банков. — 2000. — № 11. — С. 15—24.
4. Матюшевский В., Мирончик Н. Управление золотовалютными резервами: аспект ликвидности // Банк. весн. — 2002. — № 7. — С. 2—6.
5. Мирончик Н.Л. Управление ликвидностью золотовалютных резервов: от целей к инструментам // Вестн. Ассоц. белорус. банков. — 2002. — № 9. — С. 33—34.
6. Толочко Ю., Мирончик Н. Валютный риск и оптимальная валютная структура // Банк. весн. — 2002. — № 10. — С. 25—29.
7. Толочко Ю., Мирончик Н. Прогнозирование условно постоянного остатка на текущих счетах клиентов // Банк. весн. — 2002. — № 16. — С. 17—21.
8. Мирончик Н. Подходы к количественной оценке спроса на деньги // Банк. весн. — 2004. — № 1. — С. 27—35.
9. Мирончик Н.Л. Оценка уровня достаточности международных резервов: Альтернативный подход // Беларус. экон. журн. — 2005. — № 4. — С. 11—26.
10. Мирончик Н. Методика оценки эффективности валютных интервенций // Банк. весн. — 2006. — № 5. — С. 12—18.

Статьи в научных сборниках

11. Мирончик Н.Л. Международная ликвидность, ее сущность и механизм использования // Формирование национальной экономики Республики Беларусь и механизм ее функционирования: Сб. науч. тр. молодых ученых. — Минск: БГЭУ, 1999. — С. 242—248.
12. Мирончик Н.Л. Формирование золотовалютного запаса // Экономическая наука и образование: проблемы и перспективы. Финансово-банковский механизм в переходной экономике: Сб. науч. ст. — Минск: БГЭУ, 1999. — С. 179—181.

Материалы конференций

13. Мирончик Н.Л. Теоретические и практические аспекты совершенствования системы управления ликвидностью золотовалютных резервов // Проблемы теории и методологии государственного управления в трансформационном обществе: Материалы Респ. науч.-практ. конф. молодых ученых, Минск, 12 дек.

2001 г. / Акад. упр. при Президенте Республики Беларусь. — Минск, 2002. — С. 37—38.

14. Мирончик Н.Л. Альтернативный подход к оценке достаточности международных резервов // Беларусь в современном мире: Материалы IV Междунар. науч. конф. Минск, 28 сент. 2005 г. / БГУ. — Минск, 2006. — С. 173—174.

15. Мирончик Н.Л. Индекс давления на валютном рынке и оценка эффективности валютных интервенций центрального банка // Проблемы прогнозирования и государственного регулирования социально-экономического развития в регионе ЦЕИ: Материалы IV Междунар. науч. конф. Минск, 20—21 окт. 2005 г.: В 4 т. / НИЭИ М-ва экономики Республики Беларусь. — Минск, 2005. — Т. 2. — С. 93—95.

16. Мирончик Н.Л. Оценка достаточности международных резервов // Социально-экономическая политика белорусского государства в условиях открытой экономики: Материалы Междунар. науч.-практ. конф. Минск, 26—27 окт. 2005 г. / БГЭУ. — Минск, 2006. — С. 226—227.

Тезисы докладов

17. Мирончик Н.Л. Проблемы, тенденции и пути совершенствования управления валютными резервами // Проблемы стабилизации и экономического роста в Республике Беларусь: Тез. докл. Междунар. науч.-практ. конф. Минск, 27 окт. 1999 г. / БГЭУ. — Минск, 1999. — С. 237—238.

Иные публикации

18. Мирончик Н.Л., Надольный Т.Ю., Якимович Н.Н. Операции Национального банка с иностранной валютой, драгоценными металлами и драгоценными камнями // Науч.-практ. коммент. к Банк. кодексу Республики Беларусь: В 2 кн. — Минск: Дикта, 2002. — Кн. 1. — С. 246—253.



Мірончык Наталля Леанідаўна

МІЖНАРОДНЫЯ РЭЗЕРВЫ Ў МЕХАНІЗМЕ ГРАШОВА-КРЕДЫТНАЙ ПАЛІТЫКІ КРАІН З ПЕРАХОДНАЙ ЭКАНОМІКАЙ

Ключавыя словы: міжнародныя рэзервы, націск на валютным рынку, валютныя інтэрвенцыі, грашова-кредытная палітыка, пераходная эканоміка.

Аб'ект даследавання — міжнародныя рэзервы краіны і аперацыі з імі, якія ажыццяўляюцца з мэтай уздзеяння на абменны курс нацыянальнай валюты.

Прадмет даследавання — падыходы да ўпраўлення ліквіднасцю міжнародных рэзерваў, аналізу і ацэнкі адэкватнасці рэзервнага запасу і эфектыўнасці валютных інтэрвенцый цэнтральнага банка.

Мэта работы — распрацоўка падыходаў да ўпраўлення ліквіднасцю міжнародных рэзерваў, аналізу і ацэнкі дастатковасці іх велічыні і рэзультатыўнасці валютных інтэрвенцый, якія могуць быць эфектыўна выкарыстаны цэнтральнымі банкам краіны з пераходнай эканомікай.

Метады даследавання: спалучэнне лагічнага і гістарычнага, дапушчэнне, карэляцыйны і рэгрэсійны аналіз, метады міжнародных супастаўленняў.

Вынікі і іх навізна: тэарэтычна абгрунтавана неабходнасць выкарыстання ў Беларусі індывідуальнага странавога падыходу да ўпраўлення ліквіднасцю міжнародных рэзерваў, які дазваляе павялічыць гібкасць і эфектыўнасць інструментаў управлення міжнароднай ліквіднасцю; прапанаваны падыход да ацэнкі функцый попыту на рэзервы, дзе новым з'яўляецца выкарыстанне паказчыкаў RES/IM, RES/M3, RES/FL, RES/GDP у якасці залежных пераменных; распрацаваны спосаб ацэнкі аптымальнага попыту на міжнародныя рэзервы, які ўлічвае спецыфічныя асаблівасці эканомікі; раскрыта ўзаемасувязь адхілення фактычнага ўзроўню міжнародных рэзерваў ад дастатковага ў Беларусі і змянення абменнага курсу беларускага рубля; распрацавана метадыка вымярэння ізбыткачага попыту і прапановы нацыянальнай валюты на валютным рынку і ацэнкі ўплыву валютных інтэрвенцый на разбалансіроўку валютнага рынку ва ўмовах высокай зменлівасці эканамічных працэсаў.

Ступень выкарыстання: вынікі даследавання выкарыстоўваліся пры абгрунтаванні падыходаў да ўпраўлення ліквіднасцю міжнародных рэзерваў, аналізе і распрацоўцы грашова-кредытнай палітыкі Рэспублікі Беларусь.

Галіна прымянення: дзейнасць цэнтральных банкаў у сферы грашова-кредытнай палітыкі.

РЕЗЮМЕ

Мирончик Наталья Леонидовна

МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЕЗЕРВЫ В МЕХАНИЗМЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ СТРАН С ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКОЙ

Ключевые слова: международные резервы, давление на валютном рынке, валютные интервенции, денежно-кредитная политика, переходная экономика.

Объект исследования — международные резервы и операции с ними, осуществляемые центральным банком с целью воздействия на обменный курс национальной валюты.

Предмет исследования — подходы к управлению ликвидностью международных резервов, анализу и оценке адекватности резервного запаса и эффективности валютных интервенций центрального банка.

Цель работы — разработка подходов к управлению ликвидностью международных резервов, анализу и оценке достаточности их величины и результативности валютных интервенций, которые могут быть эффективно использованы центральным банком страны с переходной экономикой.

Методы исследования: сочетание логического и исторического, допущение, корреляционный и регрессионный анализ, метод международных сопоставлений.

Результаты и их новизна: обоснована необходимость использования в Беларуси индивидуального странового подхода к управлению ликвидностью международных резервов, позволяющего повысить гибкость и эффективность инструментов управления международной ликвидностью; предложен подход к оценке функций спроса на резервы, где новым является использование показателей RES/IM, RES/M3, RES/FL, RES/GDP в качестве зависимых переменных; разработан способ оценки оптимального спроса на международные резервы, где новым является учет специфических особенностей экономики; раскрыта взаимосвязь отклонений фактического уровня международных резервов от достаточного в Беларуси и изменения обменного курса белорусского рубля; разработана методика измерения избыточного спроса и предложения национальной валюты на валютном рынке и оценки влияния валютных интервенций на разбалансировку валютного рынка в условиях высокой изменчивости экономических процессов.

Степень использования: результаты исследования использовались при обосновании подходов к управлению ликвидностью международных резервов, анализе и разработке денежно-кредитной политики Республики Беларусь.

Область применения: деятельность центральных банков в сфере денежно-кредитной политики.

**Лист изменений
в автореферате диссертации Мирончик Н.Л.**

В абзаце 5 на стр. 4 слова «базирующаяся» и «отличающаяся» заменить на «базирующийся» и «отличающийся» соответственно.

Соискатель

Мирончик Н.Л.

**Ученый секретарь
совета по защите диссертаций,
Д.э.н., доцент**

Киреева Е.Ф.



RESUME

Mironchik Natalya Leonidovna

**INTERNATIONAL RESERVES IN THE MONETARY POLICY
MECHANISM OF TRANSITION ECONOMIES**

Keywords: international reserves, foreign exchange market pressure, foreign exchange interventions, monetary policy, transition economy.

Research object — international reserves of the country and operations with them, carried out with the purpose to influence the national currency exchange rate.

Research subject — approaches to international reserves liquidity management, analysis and estimation of the reserve adequacy and efficiency of the central bank's foreign exchange interventions.

Purpose of the research — development of approaches to international reserves liquidity management, analysis and estimation of their sufficiency and foreign exchange interventions effectiveness, which can be effectively used by a central bank of a country in transition.

Methods of research: combination of logical and historical, assumption. correlation and regression analysis, method of international comparisons.

Results and their novelty: the necessity to use the individual approach to the management of international reserve liquidity in Belarus, that allows to increase flexibility and efficiency of tools used for international liquidity management, is theoretically proved; approach to the estimation of reserves demand functions is proposed, in which using of indicators RES/IM, RES/M3, RES/FL, RES/GDP as independent variables is new; the method of the optimal international reserves demand estimation is developed, where specific features of the economy are taken into account; the interrelation between the deviation of the actual level of international reserves from the level sufficient for Belarus and changes in the Belarusian Rouble exchange rate is revealed; the method of measurement of the national currency excess demand and supply in the foreign exchange market and of the estimation of foreign exchange interventions influence on foreign exchange market unbalance is developed in the environment characterized by the high unsteadiness of economic processes.

Extent of implementation: research results were used to ground approaches to the management of the international reserves liquidity, in the analysis and development of the monetary policy of the Republic of Belarus.

Sphere of use: central bank activity in the monetary policy sphere.

Редактор *Т.В. Бурая*
Корректор *Н.В. Терех*
Технический редактор *О.В. Амбарцумова*
Компьютерный дизайн *Т.В. Бесчетнова*

Подписано в печать 24.05.2006. Формат 60×84/16. Бумага офсетная. Гарнитура Times New Roman. Офсетная печать. Усл. печ. л. 1,4. Уч.-изд. л. 1,2. Тираж 70 экз. Заказ 192

УО «Белорусский государственный экономический университет».
Лицензия издательская № 02330/0056968 от 30.04.2004.
220070, Минск, просп. Партизанский, 26.

Отпечатано в УО «Белорусский государственный экономический университет».
Лицензия полиграфическая № 02330/0148750 от 30.04.2004.
220070, Минск, просп. Партизанский, 26.