

Валютно-кредитная политика: стратегии уже выработаны?..

Кузьмин Антон Юрьевич — доктор экономических наук, профессор кафедры «Системный анализ и моделирование экономических процессов» ФГОБУВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации».

УДК 336

Исследуется на теоретико-методологическом уровне системная взаимосвязь доступных инструментов и комплекса таргетируемых параметров при проведении валютной и денежно-кредитной политики. С формальных позиций экономико-математического моделирования показано, что волатильность потоков капитала и волатильность экспортных цен, в первую очередь цен на нефть и нефтепродукты, напрямую определяют волатильность валютного курса рубля. Показано, что реальный переход к таргетированию инфляции в современных условиях стратегического давления на нашу страну со стороны США и ЕС представляется преждевременным, в том числе в контексте национальной безопасности России.

Потомкам последние два года запомнятся девальвацией национальной валюты как к доллару, так и ко всей бивалютной корзине, стремительно начавшей разворачиваться в 2014 г. и закрепившейся в 2015 г., достаточно высокой инфляцией и исполнением Минфином и Центральным банком России программы правительства, предусматривающей таргетирование инфляции. Конечно, разрешение поставленных вопросов следует искать в их тесной системной взаимосвязи друг с другом, с проблематикой валютного регулирования, роста благосостояния, проведения адекватной реальным валютной, денежно-кредитной и фискальной политики.

Это неоднократно подчеркивалось знаковыми фигурами макроэкономической политики, российскими учеными. Фундаментальные вопросы выбора системы управления раз-

витием российской экономики с позиций нелинейности и неравновесности процессов социально-экономического развития рассматривались в работах С.Ю. Глазьева и Г.Г. Фетисова [1, 2]. Экономические реальности структуры взаимосвязей систем как подсистем макро-, мезо- и микроэкономического уровней во всей ее сложности глубоко исследовались Г.Б. Клейнером [3, 4].

При этом решения Большой восьмерки (G8) и Большой двадцатки (G20) нацелены на смещение наднационального и национального антикризисного регулирования в сторону обеспечения стабильности экономического развития, в особенности финансового сектора. Надо отметить, что Россия (будем надеяться, ненадолго) покинула G8, которая в значительной мере утратила международное влияние на фоне существенно более активной деятельности G20, являющейся



более представительной. Однако, как справедливо подчеркивается А.И. Агеевым и Е.Л. Логиновым [5], в современных условиях стратегическая роль России как гаранта — оператора системы поддержания мировых и региональных балансов позволяет ей на постоянной основе интегрироваться в системные механизмы, определяющие контуры мировых макроэкономических моделей, поддерживая благополучие международных и национальных экономико-политических институтов.

Заглядывая в историю, отметим, что изменение взглядов на всемирную валютную систему привело к созданию в 1973 г. нового международного валютного механизма, который основан на регулируемом (называемом также «грязным») плавании основных мировых валют относительно друг друга и разнообразных формах привязки к ним других валют. С конца 1980-х годов мировая валютная система рас-

ширилась за счет прихода в нее участников существовавшего параллельно до 1991 г. Совета экономической взаимопомощи, который был основан на переводном рубле.

И здесь следует подчеркнуть, что в современных условиях переход от квазификсированного валютного курса¹ к свободно плавающему курсу соответствует в первую очередь именно режиму таргетирования инфляции, осуществляемому Банком России, что должно быть тесно взаимосвязано с целевыми ориентирами «Стратегии-2020», «Стратегии-2030» и с Концепцией внешней политики Российской Федерации.

Валютно-кредитная политика: система инструментов и цели

На практике могут применяться различные комбинации вариантов проведения валютной и денежно-кредитной политики. При этом надо иметь в виду, что часто одновременное успешное жесткое таргетирование двух или более макроэкономических переменных практически невозможно, что связано не только с зависимостью от определенной макроэкономической ситуации. Гораздо важнее зависимость на теоретико-методологическом уровне от системы доступных инструментов и комплекса таргетируемых параметров. Надо отметить, что еще Дж. М. Кейнс в «Трактате о денежной реформе» [6], вышедшем в 1923 г. (далее он развил эту мысль в «Трактате о деньгах» [7] и «Общей теории занятости, процента и денег» [8]), явно обозначил главную проблему современной международной валютной системы: в рамках открытой экономики ни одна страна не может одновременно поддерживать стабильность внутренних цен и заданный уровень валютного курса. В частности, он показал, что в случае выбора в качестве приоритета

макроэкономической политики ценовой стабильности органами денежно-кредитного регулирования ценообразование национальной валюты вынужденно отдается рынку. В случае выбора режима фиксированного валютного курса фактически теряется контроль над уровнем внутренних цен (и, следовательно, инфляцией). Иначе говоря, даже в рамках простой монетарной модели открытой экономики в условиях конкретизации выбора валютной и денежно-кредитной политики показано, что таргетирование обменного курса или денежной массы (или, альтернативно, уровня инфляции) полностью определяет динамику второго параметра.

Более развитая и широко известная модель Обстфельда — Тэйлора — Шамбо [9, 10] (см. также работы Дж. Шамбо [11] и Дж. Франкеля, Л. Шмуклера и Л. Сервена [12]) показывает феномен невозможности достижения одновременно трех целей: автономии денежно-кредитной политики, стабильности валютного курса и мобильности капитала, приводя, по терминологии авторов, к трилемме валютной и денежно-кредитной государственной политики. В современной валютной системе трилемма выбора целей макроэкономической политики разрешена за счет создания международно-валютного механизма, основанного на регулировании плавании основных мировых валют относительно друг друга и разнообразных формах привязки к ним других валют.

В целях дальнейших исследований необходимо указать ряд результатов касательно динамики валютного курса, доказанных в работах автора и приводимых здесь кратко в целях экономии объема. Заинтересованному читателю предлагается обратиться к ним. Основной результат на концептуальном уровне [13] в рамках модели-

В условиях достаточно высокой зависимости от внешнеэкономической конъюнктуры и значительной волатильности экспортных цен, в первую очередь цен на нефть и нефтепродукты, расплатой за такой шаг должна стать высокая волатильность валютного курса рубля.

рования равновесного валютного курса на основе международных потоков (international flows equilibrium exchange rate, IFEER):

$$e_t = \frac{\left(\sum_n R_n^{CA} + \sum_n R_n^K + \sum_n R_n^{CB} \right)_t}{\left(\sum_n D_n^{CA} + \sum_n D_n^K + \sum_n D_n^{CB} \right)_t} \quad (1)$$

где e_t — валютный курс;
 R_n — средства в национальной валюте;
 D_n — средства в иностранной валюте;
 верхние обозначения относятся: CA — к средствам, проходящим по счету текущих операций; K — к средствам, проходящим по счету операций с капиталом; CB — к средствам, проходящим по счету изменения официальных валютных резервов страны.

Также в [14] показано, что валютный курс рубля равен:

$$e(t, Q(t), P(t), P^*(t)) = e_t = k(t) \frac{P_t}{P_t^*} Q_t^{-\theta}, \quad (2)$$

где Q_t — индекс реального совокупного выпуска (реальный ВВП);
 P_t — индекс потребительских цен;
 P_t^* — индекс фактических экспортных цен;
 θ — настраиваемый параметр;
 функция $k(t)$ является возрастающей при повышении темпов оттока капитала.

Курс рубля и нефтяные котировки

В условиях дальнейшей интеграции России в мировую экономику и членства в ВТО расширится участие нашей страны в мировой торговле. Повышение мировых цен на российские сырьевые экспортные товары оказывало существеннейшее влияние на макроэкономическую динамику за последние два десятилетия [15, 16].

Примечательно, что проблематика значительной сырьевой составляющей российского экспорта, занимающей порядка двух третей всего экспорта, подчеркивается одним из базовых макроэкономических показателей индексом средних фактических экспортных цен P_t^* . В представленной системе детерминант курсообразования именно он, как наиболее волатильный с экономических позиций, напрямую определяет динамику курса рубля благодаря достаточной стабильности по сравнению с ним остальных факторов — индекса потребительских цен P_t и индекса реального совокупного выпуска Q_t (реальный ВВП).

В качестве одной из причин валютного кризиса 2014–2015 гг. в СМИ также называлось падение цен нефти на международных рынках (см., например, выступления председателя Центрального банка Э.С. Набиуллиной, главы Минфина России А.Г. Силуанова, министра экономиче-

ского развития А.В. Улюкаева и др.). Заметим, что многие аналитики используют именно индекс цен нефти в качестве определяющего фактора динамики валютного курса, и, как известно, на валютном рынке ожидания чаще всего сбываются. Ввиду высокой коррелированности индексов нефти, нефтепродуктов, газа стало возможным использование индекса цен нефти в качестве заменителя всего индекса экспортных цен.

На *рис. 1* представлена динамика расчетного курса рубля $e(P^*(неф))$ по основной формуле исследований (2) в сравнении с номинальным курсом доллара к рублю на конец периода. В качестве детерминант модели использовались: P^* — цены брент-смеси нефти на *Intercontinental Exchange*; P — индекс потребительских цен; Q — индекс реального ВВП. Среднее абсолютных нормированных отклонений и среднее нормированных отклонений номинального и расчетного курсов составили соответственно 0,28 и 2,98%, что свидетельствует о достаточно высоком качестве модели (2).

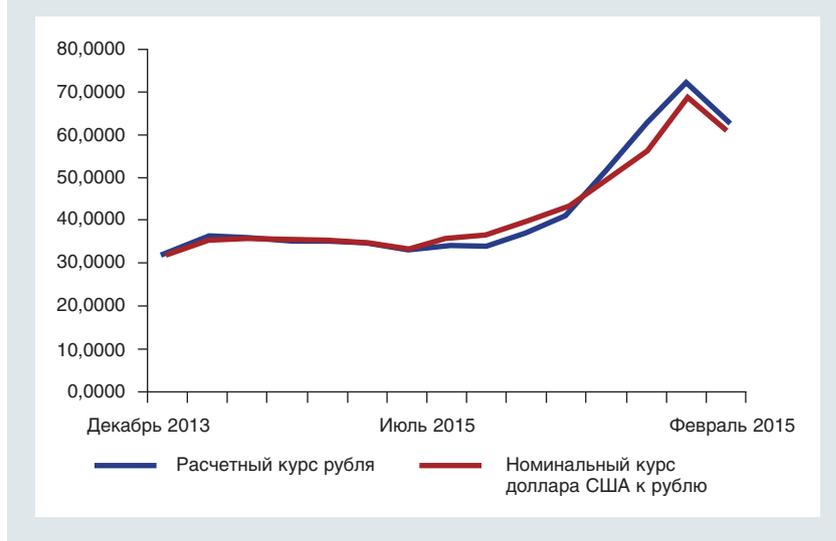


Динамика сырьевого экспорта в значительной степени определяет экономический рост страны, и это останется на среднесрочный период одним из базовых фундаментальных драйверов развития российской макроэкономической ситуации, что немаловажно, так как комплекс мер валютного регулирования тесно связан с комплексом мер по контролированию инфляции и имеет единые с ними факторы воздействия.

При этом важно отметить, что полный переход к инфляционному таргетированию, заявленный Центральным банком и Минфином России, на практике осуществляется лишь после фактического и однозначного отказа от прочих целей денежно-кредитной политики, что существенно обрезает используемый системный инструментарий управления макроэкономикой и, в частности, требует перехода на режим свободно плавающего курса. Однако в условиях достаточно высокой зависимости от внешнеэкономической конъюнктуры и значительной волатильности экспортных цен, в первую очередь цен на нефть

Рисунок 1

Номинальный и расчетный курсы доллара к рублю в 2013–2015 гг.



Источник: расчеты автора по данным [17, 18, 19]

и нефтепродукты, расплатой за такой шаг должна стать высокая волатильность валютного курса рубля: из (2) следует, что:

$$\sigma(e(t)) \approx \sigma(P^*(t)), \quad (3)$$

где P_i^* — индекс фактических экспортных цен;
 $\sigma(e(t))$ — среднее квадратическое отклонение (СКО) результата и фактора.

Здесь также необходимо подчеркнуть, что результаты моделирования на реальных данных социально-экономического положения России [20] в последнее время демонстрируют отсутствие влияния на физические объемы экспортных операций эффектов относительных международных конкурентных преимуществ: 50-процентная девальвация национальной валюты в период сентября 2008 г. — февраля 2009 г. и изменение курса рубля в 2012–2014 гг. не оказали существенного влияния на физические объемы экспортных операций. Это подтверждает тот факт, что экономика России в современных условиях практически полностью исчерпала потенци-

ал сырьевого экспортно ориентированного роста.

Курс рубля и волатильный капитал

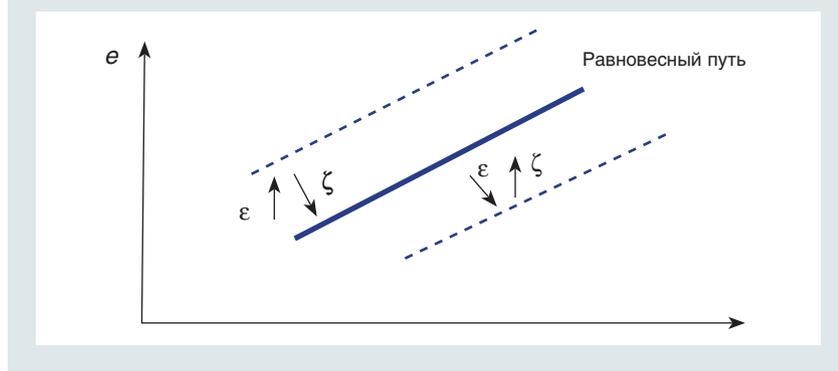
Это требует комплексного многопланового анализа ситуации в свете проводимых правительством и Центральным банком мероприятий по переходу к действительной полной конвертируемости национальной валюты и режиму таргетирования инфляции в их тесной взаимосвязи с проблематикой фундаментальной равновесной динамики номинального курса национальной валюты, удовлетворяющей целевые требования регулирования платежного баланса страны.

С системных позиций макроэкономического анализа необходимо учитывать потоки капитала, так как отток и приток капитала в страну является одной из важнейших макроэкономических детерминант поведения номинального курса национальной валюты: по различным оценкам хронический отток капитала из России превысил 400 млрд долл. только в 2008–2013 гг. Заглядывая в историю, интересно отметить, что в 2014 г., по прогнозу



Рисунок 2

Фундаментальный путь валютного курса и валютные интервенции



Минэкономразвития, он должен был достигнуть 100 млрд долл., фактически же чистый вывоз капитала банками и предприятиями превысил прогнозные оценки более чем в 1,5 раза и составил 151,5 млрд долл. [17]. Даже членские взносы за участие в G8 не оградили Россию от санкций со стороны «подгруппы 7», что является одной из причин вышеуказанных проблем. В настоящий момент необходимо принимать во внимание влияние как международных санкций, применяемых к нашей стране, так и ее ответных контрсанкций на платежный баланс и тем самым на предложение национальной и иностранной валюты и спрос на нее на внутреннем рынке.

Добавление в модель стохастической составляющей, отражающей нестабильность потоков прежде всего по счету капитала $\{\epsilon_1, \epsilon_2\}$, и противоположенных действий центральных банков $\{\zeta_1, \zeta_2\}$, проводящих валютные интервенции по покупке-продаже иностранной валюты, приводит к корректировке базовой формулы (1) оценки курса:

$$e_t = \frac{(\sum_n R_n^{CA} + \sum_n R_n^K + \sum_n R_n^{CB} + \epsilon_1 - \zeta_1)_t}{(\sum_n D_n^{CA} + \sum_n D_n^K + \sum_n D_n^{CB} + \epsilon_2 - \zeta_2)_t} \quad (4)$$

Из данной зависимости видно, что при условии правильного распознавания динамики ос-

новных экономических факторов (P, P^*, Q), Центральный банк, проводя политику погашения «спекулятивных пузырей» — $\zeta_i = \epsilon_i$ в состоянии сохранить движение номинального курса вдоль пути (рис. 2), рассчитываемого по формуле (2).

В контексте данной работы следует отметить, что вышеуказанные зависимости ассоциируются с фундаментальным номинальным равновесным курсом, действительно удовлетворяющим требованиям регулирования платежного баланса при отсутствии каких-либо ограничений на счета международной торговли и услуг по построению модели. В то же время неправильное использование интервенционной политики ζ_i приведет к раскачиванию курса и дестабилизации валютно-финансового рынка.

С позиций данного исследования наиболее важно известное определение равновесного курса Дж. Вильямсоном [21], который на достаточно неформальном уровне определяет фундаментальный равновесный валютный курс (FEER) как тот, который будет генерировать профициты или дефициты текущего баланса, равные потокам капитала, на циклической основе, не ограничивая торговые потоки. Фундаменталь-

ный валютный курс выполняет стержневую роль в установлении границ колебаний номинального курса в виде «целевых зон» (*target zones*) Дж. Вильямсона и М. Миллера [22]. При должных действиях монетарных органов с целью удержания курса на желаемых позициях вдоль равновесного фундаментального пути политика валютных интервенций может заключаться в установлении относительно небольших колебаний номинального курса около его среднесрочных фундаментальных значений в пределах определенной зоны.

В то же время резкое ухудшение инвестиционного климата в России сегодня обусловило существенное повышение и темпов оттока капитала, и их волатильности. Здесь следует полностью согласиться с мнением С.Ю. Глазьева относительно того, что политика российских монетарных властей, потакающих вывозу капитала, усугубляет действие экономических санкций и ввергает экономику в депрессию; существует настоятельная необходимость принять меры по прекращению оттока капитала [23].

В условиях достаточно высокой зависимости от внешнеэкономической конъюнктуры расплатой может стать не только высокая волатильность валютного курса рубля (формула (3)), но и реальная потеря рычагов управления внутренним валютным рынком. Это можно было наблюдать в «черный вторник» в декабре 2014 г., когда увеличение валютного курса USD/RUB на Московской бирже до 80 руб. за 1 долл. [18] было кроме прочего спровоцировано спекулятивной атакой на национальную валюту, вызванной паническими настроениями инвесторов, что с позиций моделирования в сверхкраткосрочном плане выражается в стремительном увеличении

В «черный вторник» в декабре 2014 г. увеличение валютного курса USD/RUB на Московской бирже до 80 руб. за 1 долл. было кроме всего прочего спровоцировано спекулятивной атакой на национальную валюту, вызванной паническими настроениями инвесторов.

функции $k(t)$ в формуле (2) и, следовательно, курса $e(t)$ даже при стабильности других индексов.

С формальных позиций экономико-математического моделирования волатильность потоков капитала напрямую определяет волатильность валютного курса рубля: из (2) также следует, что:

$$\sigma(e(t)) \approx \sigma(k(t)), \quad (5)$$

где $\sigma(e(t))$, $\sigma(k(t))$ — среднее квадратическое отклонение (СКО) результата и фактор-функции, связанной с потоками капитала.

Безусловно, все данные положения справедливы в отношении не только рубля, но и практически любой бивалютной пары и вовлеченных в процесс регулирования валютных курсов государственных органов (см. также [24]). Особо интересным осознание вышеозначенных результатов представляется в контексте исследований, проведенных А.И. Агеевым и Е.Л. Логиновым [25], которые показали, что одним из конкурентных преимуществ США является умение экспортировать возникающие кризисные явления за пределы американской экономики через организационные механизмы, напрямую связывая при этом устойчивость собственного развития и финансово-экономическое балансирование экономики.

Только в течение первых недель декабря 2014 г. рубль поддерживали (как это называют, «вербальными интервенциями») президент России В.В. Путин, премьер-министр Д.А. Медведев, председатель Центрального банка Э.С. Набиуллина, глава Минфина России А.Г. Силуанов и министр экономического развития А.В. Улюкаев. Падение российской валюты связывалось с действиями спекулянтов, и все они заявляли, что фундаментально обоснованный курс рубля должен быть выше текущих уровней [26].

Однако, безусловно, данные действия имели лишь краткосроч-

ный успех. Поэтому здесь без переосмысления действующей стратегии на государственном уровне не обойтись.

ПЭС 15132/09.10.2015

Примечание

1. До недавнего времени валютный курс рубля по классификации Международного валютного фонда являлся управляемым плаванием национальной валюты без predeterminedного диапазона колебаний.

Источники

1. Глазьев С.Ю. Между Вашингтоном и Пекином // Экономические стратегии. 2015. № 1 (127). С. 6–17.
2. Глазьев С.Ю., Фетисов Г.Г. Новый курс: стратегия прорыва // Экономические стратегии. 2014. № 2 (118). С. 14–23.
3. Клейнер Г.Б. Системная экономика — платформа развития современной экономической теории // Вестник Тюменского государственного университета. Социально-экономические и правовые исследования. 2015. № 2 (2). С. 136–143.
4. Клейнер Г.Б. «Мягкие» и «жесткие» системы в экономи-



ке: В сб. «Системная экономика, экономическая кибернетика, мягкие измерения». XVII Международная конференция. Международная ассоциация нечетких систем; Министерство образования и науки РФ; Научный совет по искусственному интеллекту РАН; Санкт-Петербургский государственный электротехнический университет «ЛЭТИ» им. В.И. Ульянова (Ленина); Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации / Под ред. Г.Б. Клейнера, С.В. Прокопчиной. 2014. С. 6–12.

5. Агеев А.И., Логинов Е.Л. Новая стратегическая роль России как гаранта — оператора системы поддержания мировых и региональных экономических балансов // Экономические стратегии. 2015. № 1 (127). С. 18–35.

6. Keynes, J.M. A Tract on Monetary Reform. L., 1923.

7. Keynes, J.M. Treatise on Money. L., 1930.

8. Keynes, J.M. The General Theory of Employment, Interest and Money. L., 1936. (В русском переводе: Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. М., 1978).

9. Obstfeld, M., Shambaugh, J., Taylor, A. M. Monetary Sovereignty, Exchange Rates, and Capital Controls: The Trilemma in the Interwar Period. IMF Staff Papers, Vol. 51, Special Issue. International Monetary Fund. 2004.

10. Obstfeld, M., Taylor, A. M. Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth. Cambridge, England: Cambridge University Press. 2004.

11. Shambaugh, J. The Effects of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy // Quarterly Journal of Economics. 2004. Vol. 119, № 1. P. 301–352.

12. Frankel, J., Schmukler, S., Servén, L. Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime // NBER Working Paper 8828. (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research). 2002.

13. Кузьмин А.Ю. Моделирование равновесной динамики валютного курса рубля // Финансы и кредит. 2010. № 27 (411). С. 51–56.

14. Кузьмин А.Ю. Динамика валютного курса и макроэкономическая политика: Монография. М.: «Книгодел», 2010. 128 с.

15. Агеев А.И., Логинов Е.Л., Райков А.Н. Стратегическое конструирование мировых товарных рынков: уроки обрушения цен на нефть для России // Экономические стратегии. 2015. № 2 (128). С. 18–27.

16. Кузьмин А.Ю. Сценарии макроэкономической динамики в условиях членства России в ВТО // Деньги и кредит. М., 2014. № 3. С. 59–65.

17. Данные Центрального банка России. URL: http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics.

18. Данные агентства Bloomberg. URL: <http://www.bloomberg.com/europe>.

19. Данные Федеральной службы государственной статистики. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts/#.

20. Кузьмин А.Ю. Моделирование динамики российского экспорта // Финансы и кредит. 2014. № 34 (610). С. 26–31.

21. Williamson, J. The Exchange Rates System. Washington: Institute for International Economics, 1983.

22. Williamson, J., Miller, M. Targets and Indicators: a Blueprint for the International Coordination of Economic Policy. Washington: Institute for International Economics, 1987.

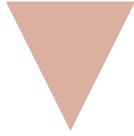
23. Глазьев С.Ю. О внешних и внутренних угрозах экономической безопасности России в условиях американской агрессии // Менеджмент и бизнес-администрирование. М., 2015. № 1. С. 4–20.

24. Kuzmin, A. A Structural Model of Exchange Rate Dynamics // Review of Business and Economics Studies. Vol. 2. № 3. 2014. P. 86–92.

25. Агеев А.И., Логинов Е.Л. Изменение стратегии оперирования долларом: запуск США нового кредитно-инвестиционного цикла во взаимосвязи с валютными войнами // Экономические стратегии. 2015. № 3 (129). С. 20–35.

26. Рубль найдёт точку равновесия выше текущих уровней [Электронный ресурс] // Finanz.ru. 2014 (13 ноября). URL: <http://www.finanz.ru/novosti/valyuty/medvedev-rubl-naydet-tochku-ravnovesiya-vyshe-tekushchikh-urovney-1000374614>.





Currency and Credit Policy: Strategies are Already Developed?..

Anton Kuzmin

Financial University Under the Government of the Russian Federation

The system interrelation of available tools and complex of the targetted parameters when carrying out is investigated at the teoretiko-methodological level currency and a monetary policy. From formal positions of economic-mathematical modeling it is shown that volatility of streams of the capital and volatility of the export prices, first of all prices of oil and oil products, directly define volatility of an exchange rate of ruble. It is shown that real transition to targeting of inflation in modern conditions of strategic pressure upon our country from the USA and the EU is represented premature, including in the context of national security of Russia.

Keywords: exchange rate of ruble, balance of payments, currency and credit policy, inflation targeting, volatility.

References

1. Glaz'ev S.Yu. Mezhdz Vashingtonom i Pekinom [Between Washington and Beijing]. *Ekonomicheskie strategii*, 2015, No. 1 (127), pp. 6–17.
2. Glaz'ev S.Yu., Fetisov G.G. Novyy kurs: strategiya proryva [New Policy: a Breakthrough Strategy]. *Ekonomicheskie strategii*, 2014, No. 2 (118), pp. 14–23.
3. Kleyner G.B. Sistemnaya ekonomika — platforma razvitiya sovremennoy ekonomicheskoy teorii [System Economy as a Development Platform for Modern Economic Theory]. *Vestnik Tyumenskogo gosudarstvennogo universiteta. Sotsial'no-ekonomicheskie i pravovye issledovaniya*, 2015, No. 2 (2), pp. 136–143.
4. Kleyner G.B. "Myagkie" i "zhestkie" sistemy v ekonomike ["Soft" and "Hard" Economic Systems]. *SCM-2014*. Saint-Petersburg: SPbGETU "LETI", 2014, pp. 6–12.
5. Ageev A.I., Loginov E.L. Novaya strategicheskaya rol' Rossii kak garanta — operatora sistemy podderzhaniya mirovykh i regional'nykh ekonomicheskikh balansov [The New Strategic Role of Russia as a Guarantor — Operator of the System for Global and Regional Economic Balances Maintenance]. *Ekonomicheskie strategii*, 2015, No. 1 (127), pp. 18–35.
6. Keynes J.M. *A Tract on Monetary Reform*. L., 1923.
7. Keynes J.M. *Treatise on Money*. L., 1930.
8. Keynes J.M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. L., 1936.
9. Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A.M. *Monetary Sovereignty, Exchange Rates, and Capital Controls: The Trilemma in the Interwar Period*. IMF Staff Papers, Vol. 51, Special Issue, International Monetary Fund, 2004.
10. Obstfeld M., Taylor A.M. *Global Capital Markets: Integration, Crisis and Growth*. Cambridge, England: Cambridge University Press, 2004.
11. Shambaugh J. The Effects of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy, *Quarterly Journal of Economics*, 2004, vol. 119, No. 1, pp. 301–352.
12. Frankel J., Schmukler S., Servén L. Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime, *NBER Working Paper 8828*. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2002.
13. Kuz'min A.Yu. Modelirovanie ravnovesnoy dinamiki valyutnogo kursa rublya [Modelling of Equilibrium Dynamics of the Exchange Rate of Ruble]. *Finansy i kredit*, 2010, No. 27 (411), pp. 51–56.
14. Kuz'min A.Yu. *Dinamika valyutnogo kursa i makroekonomicheskaya politika*: Monografiya [Dinamika of Exchange Rate and Macroeconomic Policy: Monograph]. Moscow, Knigodel, 2010.
15. Ageev A.I., Loginov E.L., Raykov A.N. Strategicheskoe konstruirovaniye mirovykh tovarnykh rynkov: uroki obrusheniya tsen na neft' dlya Rossii [Strategic Designing of World Commodity Markets: Lessons of Oil Prices Collapse for Russia]. *Ekonomicheskie strategii*, 2015, No 2 (128), pp. 18–27.
16. Kuz'min A.Yu. Stsenarii makroekonomicheskoy dinamiki v usloviyakh chlenstva Rossii v VTO [Scenarios of Macroeconomic Dynamics in the Conditions of Membership of Russia in WTO]. *Den'gi i kredit*, 2014, No. 3, pp. 59–65.
17. *Tsentral'nyy bank Rossii* [Central bank of Russia] Available at: http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics.
18. *Bloomberg*. Available at: <http://www.bloomberg.com/europe>.
19. *Federal'naya sluzhba gosudarstvennoy statistiki* [Federal State Statistics Service]. Available at: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts/#.
20. Kuz'min A.Yu. Modelirovanie dinamiki rossiyskogo eksporta [Modeling of Dynamics of the Russian Export]. *Finansy i kredit*, 2014, No. 34 (610), pp. 26–31.
21. Williamson J. *The Exchange Rates System*. Washington: Institute for International Economics, 1983.
22. Williamson J., Miller M. *Targets and Indicators: a Blueprint for the International Coordination of Economic Policy*. Washington: Institute for International Economics, 1987.
23. Glaz'ev S.Yu. O vneshnikh i vnutrennikh ugrozakh ekonomicheskoy bezopasnosti Rossii v usloviyakh amerikanskoy agressii [On the External and Internal Threats to the Economic Security of Russia in the Context of American Aggression]. *Menedzhment i biznes-administririvanie*, 2015, No. 1, pp. 4–20.
24. Kuzmin A.A Structural Model of Exchange Rate Dynamics, *Review of Business and Economics Studies*, 2014, vol. 2, No. 3, pp. 86–92.
25. Ageev A.I., Loginov E.L. Izmeneniye strategii operirovaniya dollarom: zapusk SShA novogo kreditno-investitsionnogo tsikla vo vzaimosvyazi s valyutnymi voynami [Changing the Strategy of Dollar Handling: US Launch of New Credit-Investment Cycle in Association with the Currency Wars]. *Ekonomicheskie strategii*, 2015, No. 3 (129), pp. 20–35.
26. *Finanz.ru* (2014), available at: <http://www.finanz.ru/novosti/valyuty/medvedev-rubl-naydet-tochku-ravnovesiya-vyshe-tekushchikh-urovney-1000374614>.