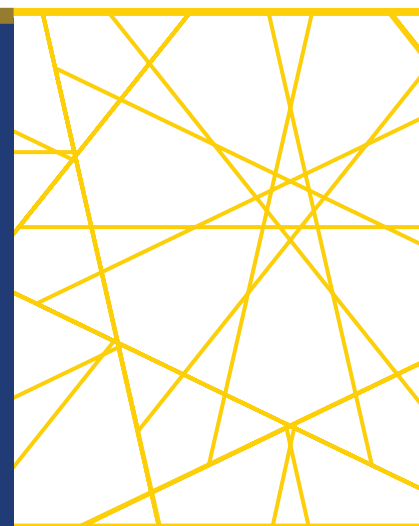
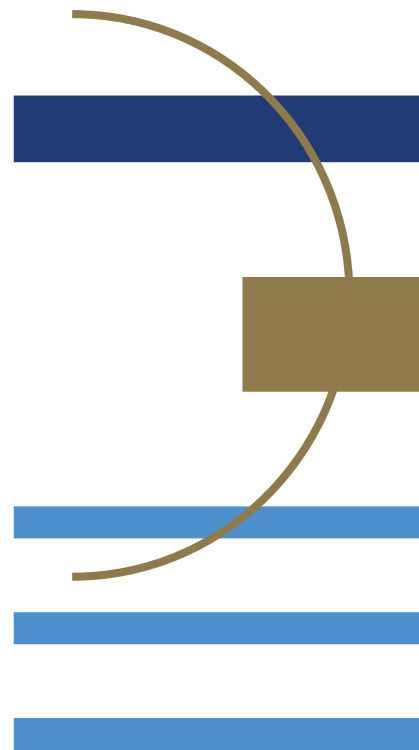


ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ
ПОЛИТИКА ГОСУДАРСТВ —
ЧЛЕНОВ ЕАЭС:
ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ
И ПЕРСПЕКТИВЫ
КООРДИНАЦИИ

Совместный доклад
Евразийской экономической комиссии
и Евразийского банка развития



ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА ГОСУДАРСТВ — ЧЛЕНОВ ЕАЭС: ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ КООРДИНАЦИИ

Совместный доклад
Евразийской экономической комиссии
и Евразийского банка развития



Москва, Санкт-Петербург

2017

УДК 339.727.22
ББК 65.05.1.65.049

Главный редактор серии докладов ЦИИ ЕАБР:	Е.Ю. Винокуров, д.э.н.
Выпускающий редактор:	А.А. Исакова
Литературный редактор:	Л.О. Тамазова
Корректор:	С.Г. Тараканов
Верстка:	В.А. Медведева

Авторы: к.э.н. М.В. **Демиденко**, Д.А. **Коршунов** (ЦИИ ЕАБР), к.э.н. О.Р. **Карачун** (ЕЭК), к.э.н. А.Ю. **Миксюк**, к.э.н. И.В. **Пелипась**, к.э.н. И.Э. **Точицкая**, Г.И. **Шиманович** (Исследовательский центр ИПМ).

Руководитель проекта — к.э.н. М.В. **Демиденко** (ЦИИ ЕАБР).

Денежно-кредитная политика государств — членов ЕАЭС: текущее состояние и перспективы координации. — М.: ЕЭК, СПб.: ЦИИ ЕАБР, 2017. — 148 с.

ISBN 978-5-906-157-33-1

В докладе рассматривается международный опыт реализации механизмов координации в денежно-кредитной сфере. Также исследуются различия в режимах денежно-кредитной политики в государствах — членах Евразийского экономического союза, проводится анализ трансмиссионных механизмов монетарной политики и экономической конвергенции, выделяются основные препятствия на пути к координации денежно-кредитной политики государств — членов ЕАЭС.

Электронная версия доклада доступна на сайтах Евразийской экономической комиссии и Евразийского банка развития:

http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_makroec_pol/investigations/Pages/default.aspx

и <http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/>

УДК 339.727.22
ББК 65.05.1.65.049

ISBN 978-5-906-157-33-1

© Евразийский банк развития, 2017

© Евразийская экономическая комиссия, 2017

Центр интеграционных исследований Евразийского банка развития

191014, Россия, Санкт-Петербург, ул. Парадная, 7

Тел. +7 (812) 320-44-41, факс + 7 (812) 329-40-41, e-mail: centre@eabr.org, www.eabr.org

Дизайн, верстка и подготовка к печати: Дизайн-студия «Аэроплан». Санкт-Петербург, ул. Заозерная, 8 «А», www.airoplan.ru

При перепечатке, микрофильмировании и других формах копирования обзора ссылка на публикацию обязательна. Точка зрения авторов не обязательно отражает официальную позицию Евразийского банка развития.

Подписано в печать 25.01.2017.

Гарнитура Helvetica, Petersburg. Формат 205x260 мм. Тираж 400 экз.

Отпечатано в типографии «ПСП». 192236, Россия, Санкт-Петербург, ул. Белы Куна, 32

СОДЕРЖАНИЕ

СПИСОК ТАБЛИЦ И РИСУНКОВ	5
АКРОНИМЫ И СОКРАЩЕНИЯ	7
РЕЗЮМЕ	9
ВВЕДЕНИЕ	16
1. АНАЛИЗ МЕЖДУНАРОДНОГО ОПЫТА РЕАЛИЗАЦИИ МЕХАНИЗМОВ КООРДИНАЦИИ В МОНЕТАРНОЙ И ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВОЙ СФЕРАХ	19
1.1. Региональные платежные системы и региональные фонды финансового сотрудничества	21
1.2. Региональная кооперация в целях развития	24
1.3. Инициативы по развитию регионального рынка ценных бумаг	26
1.4. Механизмы обменного курса и монетарные союзы	27
1.5. Монетарная координация и интеграция в развитых странах	29
2. РЕЖИМЫ КУРСОВОЙ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В ГОСУДАРСТВАХ — ЧЛЕНАХ ЕАЭС	32
2.1. Методология классификации режимов КДКП	32
2.2. Курсовая и денежно-кредитная политика в России	34
2.3. Курсовая и денежно-кредитная политика в Казахстане	36
2.4. Курсовая и денежно-кредитная политика в Беларуси	39
2.5. Курсовая и денежно-кредитная политика в Армении	41
2.6. Курсовая и денежно-кредитная политика в Кыргызстане	44
2.7. Различия, общие характеристики и тенденции развития режимов ДКП в государствах — членах ЕАЭС	46
3. АНАЛИЗ КАНАЛОВ МОНЕТАРНОЙ ТРАНСМИССИИ В ГОСУДАРСТВАХ — ЧЛЕНАХ ЕАЭС	51
3.1. Методология анализа	52
3.2. Анализ каналов монетарной трансмиссии в Армении	55
3.3. Анализ каналов монетарной трансмиссии в Беларуси	62
3.4. Анализ каналов монетарной трансмиссии в Казахстане	67
3.5. Анализ каналов монетарной трансмиссии в Кыргызстане	73
3.6. Анализ каналов монетарной трансмиссии в России	79
3.7. Эффективность каналов монетарной трансмиссии в государствах — членах ЕАЭС: основные выводы	85

4. ОЦЕНКА ЭКОНОМИЧЕСКОЙ КОНВЕРГЕНЦИИ ГОСУДАРСТВ — ЧЛЕНОВ ЕАЭС . . .	87
4.1. Подходы к анализу конвергенции: краткий обзор	87
4.2. Анализ скорости сходимости и направленности номинальных и реальных показателей государств — членов ЕАЭС	89
4.3. Основные выводы о степени экономической конвергенции государств — членов ЕАЭС	100
5. ПЕРСПЕКТИВЫ КООРДИНАЦИИ ДКП В ГОСУДАРСТВАХ — ЧЛЕНАХ ЕАЭС: ВЫБОР ЦЕЛЕЙ И ЗАДАЧ	102
5.1. Обоснование необходимости близких целевых показателей инфляции	102
5.2. Определение оптимального целевого показателя инфляции	107
5.3. Долларизация: ключевая проблема ЕАЭС на пути к эффективному согласованию макроэкономической политики	113
5.4. Роль налогово-бюджетной политики в достижении низкой и стабильной инфляции.	126
ВЫВОДЫ	132
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	136
ПРИЛОЖЕНИЕ. ИСХОДНЫЕ ДАННЫЕ ДЛЯ АНАЛИЗА КАНАЛОВ МОНЕТАРНОЙ ТРАНСМИССИИ.	141

СПИСОК ТАБЛИЦ И РИСУНКОВ

Таблица 1.1. Направления инвестиций региональных банков	25
Таблица 2.1. Классификация режимов курсовой и денежно-кредитной политики в государствах — членах ЕАЭС (по состоянию на 1 августа 2015 года)	47
Таблица 2.2. Среднесрочные цели по инфляции в государствах — членах ЕАЭС	50
Таблица 3.1. Эффективность каналов монетарной трансмиссии в государствах — членах ЕАЭС.	86
Таблица 4.1. Оценка реальной конвергенции: итоговые результаты теста на единичный корень и оценки параметра d	93
Таблица 4.2. Конвергенция индексов потребительских цен: итоговые результаты тестов на единичный корень	94
Таблица 4.3. Конвергенция номинальных обменных курсов: итоговые результаты тестов на единичный корень	96
Таблица 4.4. Конвергенция денежной базы: итоговые результаты тестов на единичный корень	97
Таблица А. Переменные и источники данных	141
Рисунок 2.1. Обменный курс российского рубля к доллару США	35
Рисунок 2.2. Индекс потребительских цен в России, % годовых	36
Рисунок 2.3. Обменный курс казахского тенге к доллару США	37
Рисунок 2.4. Индекс потребительских цен в Казахстане, % годовых	38
Рисунок 2.5. Обменный курс белорусского рубля к доллару США и стоимость корзины валют	40
Рисунок 2.6. Индекс потребительских цен в Беларуси, % годовых	40
Рисунок 2.7. Обменный курс армянского драма	42
Рисунок 2.8. Индекс потребительских цен в Армении, % годовых.	43
Рисунок 2.9. Обменный курс кыргызского сома к доллару США	45
Рисунок 2.10. Индекс потребительских цен в Кыргызстане, % годовых	46
Рисунок 2.11. Индексы обменных курсов национальных валют к доллару США, 01.01.2014 = 1	48
Рисунок 2.12. Квартальная инфляция в государствах — членах ЕАЭС, % годовых.	49
Рисунок 3.1. Влияние снижения драма на реальный ВВП и потребительские цены в Армении	56
Рисунок 3.2. Влияние роста процентных ставок на реальный ВВП и потребительские цены в Армении.	58
Рисунок 3.3. Влияние роста предложения денег на реальный ВВП и потребительские цены в Армении.	59
Рисунок 3.4. Импульсные отклики макроэкономических и монетарных переменных Армении на шок ВВП России	61
Рисунок 3.5. Влияние ограничительной монетарной политики на реальный ВВП и потребительские цены в Беларуси.	63
Рисунок 3.6. Влияние экспансионистской монетарной политики на реальный ВВП и потребительские цены в Беларуси.	64
Рисунок 3.7. Влияние обесценивания национальной валюты на реальный ВВП и потребительские цены в Беларуси.	65
Рисунок 3.8. Влияние обесценивания тенге на реальный ВВП и потребительские цены в Казахстане	68
Рисунок 3.9. Влияние роста предложения денег на реальный ВВП и потребительские цены в Казахстане	69

Рисунок 3.10. Влияние роста процентных ставок на реальный ВВП и потребительские цены в Казахстане	70
Рисунок 3.11. Импульсные отклики макроэкономических показателей Казахстана на шоки ВВП России и цены на нефть	72
Рисунок 3.12. Влияние обесценивания сома на реальный ВВП и потребительские цены в Кыргызстане	74
Рисунок 3.13. Влияние роста предложения денег на реальный ВВП и потребительские цены в Кыргызстане	75
Рисунок 3.14. Влияние роста процентных ставок на реальный ВВП и потребительские цены в Кыргызстане	77
Рисунок 3.15. Влияние шока ВВП России на макроэкономические показатели Кыргызстана	78
Рисунок 3.16. Влияние обесценивания рубля на реальный ВВП и потребительские цены в России	80
Рисунок 3.17. Влияние роста процентных ставок на реальный ВВП и потребительские цены в России	81
Рисунок 3.18. Влияние роста предложения денег на реальный ВВП и потребительские цены в России	82
Рисунок 3.19. Импульсные отклики макроэкономических показателей России на шок цен на нефть	84
Рисунок 4.1. Динамика ВВП на душу населения по ППС в государствах — членах ЕАЭС, \$.	90
Рисунок 4.2. Соотношение ВВП на душу населения по ППС в государствах — членах ЕАЭС по отношению к России, коэффициент	91
Рисунок 4.3. Сигма-конвергенция ВВП на душу населения по ППС в государствах — членах ЕАЭС	92
Рисунок 4.4. Индексы потребительских цен в государствах — членах ЕАЭС (логарифмическая шкала, 2010=1)	94
Рисунок 4.5. Динамика обменных курсов (к доллару США) в государствах — членах ЕАЭС (логарифмическая шкала)	95
Рисунок 4.6. Динамика денежной базы в государствах — членах ЕАЭС (логарифмическая шкала)	97
Рисунок 4.7. Процентные ставки центральных (национальных) банков государств — членов ЕАЭС, % годовых	98
Рисунок 4.8. Динамика среднего индекса реформ ЕБРР в государствах — членах ЕАЭС	99
Рисунок 4.9. Сигма-конвергенция среднего индекса реформ ЕБРР в государствах — членах ЕАЭС	100
Рисунок 5.1. Динамика реальных обменных курсов в 11 странах еврозоны, 2000 = 100	103
Рисунок 5.2. Динамика счета текущих операций в 11 странах еврозоны, % ВВП	104
Рисунок 5.3. Динамика номинальных обменных курсов в государствах — членах ЕАЭС, Q4 2013 = 100	105
Рисунок 5.4. Динамика реальных обменных курсов в государствах — членах ЕАЭС, Q4 2013 = 100	106
Рисунок 5.5. Снижение реальных процентных ставок и кредитный бум в еврозоне	107
Рисунок 5.6. ВВП на душу населения и целевые показатели инфляции в избранных экономиках	109
Рисунок 5.7. Целевые показатели инфляции в избранных странах, осуществлявших таргетирование инфляции (2015 год), %	110
Рисунок 5.8. Нелинейные отношения между инфляцией и общественным благосостоянием	111
Рисунок 5.9. Долларизация вкладов и инфляция в странах СНГ и ЕС	120
Рисунок 5.10. Долларизация обязательств и инфляция в странах СНГ и ЕС	121
Рисунок 5.11. Долларизация займов и депозитов в государствах — членах ЕАЭС и в еврозоне за 2015 год, %	122
Рисунок 5.12. Государственная задолженность в государствах — членах ЕАЭС, % ВВП	127

АКРОНИМЫ И СОКРАЩЕНИЯ

АСЕАН — Ассоциация государств Юго-Восточной Азии

БРИКС (англ. BRICS: Brazil, Russia, India, China, South Africa) — группа из пяти стран: Бразилия, Россия, Индия, Китай, ЮАР

ВВП — валовой внутренний продукт

ДКП — денежно-кредитная политика

ЕАБР — Евразийский банк развития

ЕАЭС — Евразийский экономический союз

ЕБРР — Европейский банк реконструкции и развития

ЕС — Европейский союз

ЕЭК — Евразийская экономическая комиссия

КДКП — курсовая и денежно-кредитная политика

КНР — Китайская Народная Республика

КР — Кыргызская Республика

МВФ — Международный валютный фонд (англ. International Monetary Fund, IMF)

МЕРКОСУР (исп. Mercado Común del Sur, MERCOSUR) — общий рынок стран Южной Америки, экономическое и политическое соглашение между Аргентиной, Бразилией, Уругваем, Парагваем и Венесуэлой

МРА — международные резервные активы

МФО — международные финансовые организации

НБК — Национальный Банк Казахстана

НБКР — Национальный банк Кыргызской Республики

НБРБ — Национальный банк Республики Беларусь

НППС — непокрытый паритет процентной ставки

ППС — паритет покупательной способности

РА — Республика Армения

РБ — Республика Беларусь

РК — Республика Казахстан

РФ — Российская Федерация

СНГ — Содружество Независимых Государств

ТИ — таргетирование инфляции

ЦБ РФ — Центральный банк Российской Федерации (Банк России)

ЦИИ ЕАБР — Центр интеграционных исследований ЕАБР

ЮНКТАД (англ. The United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD) — Конференция Организации Объединенных Наций по торговле и развитию

COMESA — Общий рынок Центральной и Восточной Африки (Common Market for Eastern and Southern Africa)

EFSF — Европейский фонд финансовой стабильности (European Financial Stability Facility)

ESM — Европейский стабилизационный механизм (European Stability Mechanism)

FLAR — Латиноамериканский резервный фонд (Latin American Reserve Fund)

LIBOR — Лондонская межбанковская ставка предложения (London Interbank Offered Rate)

SVAR — структурные векторные авторегрессионные модели

VAR — векторные авторегрессионные модели

Резюме

Договор о Евразийском экономическом союзе предусматривает углубление экономической интеграции, в том числе путем проведения согласованной макроэкономической и валютной политики.

Основной целью данного исследования является анализ текущего состояния монетарной политики в государствах — членах ЕАЭС. Рассматривались также следующие вопросы: насколько режимы курсовой и денежно-кредитной политики эффективны и позволяют достигать заявленных целей; насколько эффективны каналы, посредством которых регуляторы оказывают влияние на экономику; какие существуют препятствия для эффективной координации монетарной политики в рамках интеграционного объединения; какими могут быть общие цели и задачи, решаемые центральными (национальными) банками.

В работе была использована следующая классификация **форм сотрудничества в финансовой и денежно-кредитной сферах**: региональные платежные соглашения; региональные фонды финансового сотрудничества; региональная кооперация в целях развития; инициативы по развитию элементов общего финансового рынка или отдельных его сегментов; механизмы обменных курсов и валютные союзы. Обзор международного опыта различных форм координации монетарной политики между развивающимися странами показал, что все вышеприведенные формы в различной степени способствуют снижению волатильности обменных курсов и стимулируют торговлю между странами.

- **Региональные платежные соглашения**, как наиболее простая форма координации, дают возможность сократить транзакционные издержки. Они могут послужить основой для развития более глубокой кооперации монетарной политики. К тому же данная форма практически не несет в себе никаких издержек для государств-членов.
- **Создание региональных фондов финансового сотрудничества (пулов валютных резервов)**, объединяющих ресурсы государств-членов, позволяет противостоять шокам, в том числе внешним, и не давать им переливаться от одной стране к другой. При этом наличие большого якорного государства в таком соглашении может быть преимуществом для малых стран.
- **Региональная кооперация в целях развития** — создание международных финансовых организаций для содействия экономическому развитию, региональной интеграции и расширения торговли между странами-участницами.
- **Инициативы по развитию элементов общего финансового рынка или отдельных его сегментов**, например рынка облигаций, могут способствовать проведению структурных реформ и снижению уровня долларизации за счет предоставления кредитов в национальных валютах.

- **Механизмы обменных курсов и валютные союзы**, являясь формой глубокой координации, способствуют конвергенции стран, значительно снижают риск проведения политики «разори соседа», стимулируют развитие внутрирегиональной торговли. Однако данная форма требует очень высокого уровня координации монетарной политики и влечет высокие издержки, связанные с ее согласованием. Поэтому целый ряд инициатив, направленных на формирование региональных валютных союзов и введением единой валюты, так и не были реализованы на практике.

Стабильность валютных курсов внутри регионального экономического объединения содействует успешности любой из вышеназванных форм сотрудничества в финансовой и денежно-кредитной сферах. Возможны как формальные, так и неформальные механизмы координации.

В докладе приведены описание и классификация режимов курсовой и денежно-кредитной политики¹ государств — членов ЕАЭС на основе методологии, используемой при подготовке Ежегодного отчета о валютных соглашениях и валютных ограничениях Международного валютного фонда, но с некоторыми изменениями. При этом учитывался объявленный властями режим курсовой политики (режим де-юре), но классификация основывалась на фактических статистических данных, то есть отражала режим де-факто.

По итогам проведенного анализа было установлено, что **в настоящее время режимы курсовой и денежно-кредитной политики в государствах — членах ЕАЭС весьма различаются. Это свидетельствует о том, что для их координации потребуется сформулировать как общую цель политики, так и механизмы ее достижения, которые в условиях различных режимов также могут отличаться.** ДКП необходимо рассматривать в более широком контексте обеспечения макроэкономической стабильности и поддержания внутренней и внешней сбалансированности. В настоящее время наблюдаются существенные различия в уровнях инфляции в странах ЕАЭС. В случае внутренних и внешних шоков это приводит к значительным изменениям обменных курсов и условий взаимной торговли, оказывает влияние на деловую активность и цены. При этом шоки, возникающие в одной экономике, транслируются в другие. Координация денежно-кредитной политики позволяет снизить уязвимость как отдельно взятой экономики, так и экономики региона в целом, выработать коллективные механизмы реагирования на внешние риски, повысить результативность принимаемых мер путем учета взаимных эффектов.

¹ В докладе мы следуем классическим определениям денежно-кредитной и курсовой политики, понимая последнюю как часть первой. Однако в случае необходимости акцентирования внимания на курсовой политике она упоминается в тексте наряду с монетарной.

Валютная (курсовая) политика — совокупность экономических, юридических и организационных мероприятий в сфере денежного обращения и валютных отношений, осуществляемых государствами, центральными банками и международными финансовыми органами, один из главных сегментов экономической политики государства или группы (союза) государств.

Денежно-кредитная (монетарная) политика — это политика государства, воздействующая на количество денег в обращении с целью обеспечения стабильности цен, занятости населения и роста реального производства. Осуществляет монетарную политику центральный банк. Воздействие на макроэкономические процессы (инфляцию, экономический рост, безработицу) осуществляется посредством денежно-кредитного регулирования.

Основной целью денежно-кредитной политики является достижение и удержание инфляции на низком и стабильном уровне. В этом плане центральными (национальными) банками был сделан шаг навстречу координации — объявленные среднесрочные целевые показатели инфляции в значительной степени находятся в узком диапазоне. Кроме того, большинство государств — членов ЕАЭС заявляют о **планах по переходу к таргетированию инфляции с гибким обменным курсом**. Но различия в политике сохраняются.

Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия	Среднесрочные цели по инфляции в государствах — членах ЕАЭС
4%	5%	3–4%	5–7%	4%	

Источник: данные центральных (национальных) банков государств — членов ЕАЭС.

Проведенный анализ показал, что **разнородность структур экономики и экономической политики государств — членов ЕАЭС приводит к различиям в механизмах монетарной трансмиссии**. Они выражаются как во времени воздействия принимаемых политических решений на целевые макроэкономические переменные, так и в функционировании основных каналов монетарной трансмиссии.

Для понимания особенностей функционирования трансмиссионного механизма в государствах — членах ЕАЭС был проведен анализ взаимосвязи мер монетарной политики и основных макроэкономических показателей. **Он показал, что в государствах — членах ЕАЭС каналы монетарной трансмиссии выражены неотчетливо, что ограничивает возможность монетарной политики оказывать влияние на динамику реального сектора**. Наиболее эффективным каналом монетарной трансмиссии начиная с конца 1990-х годов был канал обменного курса. Во всех странах региона обесценивание национальной валюты сопровождалось ускорением инфляции, но в целом его влияние на экономический рост было нейтральным. Однако эффективно использовать этот канал в рамках политики таргетирования (стабилизации) обменного курса могли только страны, имеющие достаточные золотовалютные резервы. Отсутствие существенных резервов, необходимых для компенсации дефицита в платежном балансе, возникающего вследствие вмешательства в курсообразование, подталкивало государства ЕАЭС к пересмотру режимов курсовой политики, что, безусловно, оказывало влияние на эффективность функционирования других каналов монетарной трансмиссии.

Все большее число центральных (национальных) банков государств — членов евразийской интеграции рассматривают возможность перехода к режиму таргетирования инфляции или внедрения некоторых его элементов. При этом для стран, как проводящих политику таргетирования инфляции илидвигающихся в этом направлении, так и использующих другие режимы монетарной политики, характерно ограниченное действие процентного канала, о чем свидетельствуют исторические данные.

Так, например, в Беларуси эффективность влияния изменения ключевой процентной ставки центрального банка на инфляцию сдерживается высокими девальвационными ожиданиями. В случае Армении, где режим таргетирования инфляции формально действует с 2006 года, работа канала процентной ставки затрудняется слабым влиянием ставки репо на рыночные ставки по кредитам и депозитам, а также существенной долларизацией экономики. В России до конца 2014 года и официального перехода к режиму таргетирования инфляции формирование процентных ставок денежного рынка было в целом подчинено работе канала обменного курса. В Казахстане действие процентных ставок было искажено финансовым кризисом 2007–2010 годов, когда рост ставок по внешним заимствованиям выявил проблему неустойчивости банковского сектора. В Кыргызстане процентные ставки не могли оказывать существенного влияния на инфляцию в связи с тем, что де-факто валютный канал превалировал над другими инструментами ДКП, а учетная ставка определялась эндогенно. Кроме этого, слабое развитие финансового посредничества и преобладание в банковской системе депозитов до востребования накладывают свои ограничения на работу процентного канала.

Проведению эффективной монетарной политики в некоторых странах ЕАЭС препятствуют высокая долларизация, значительный уровень инфляционных и девальвационных ожиданий, слабо развитый финансовый сектор, наличие теневой экономики, зависимость от денежных переводов трудовых мигрантов, слабая диверсификация экономики, а также зависимость от внешних ценовых шоков. Без устранения этих проблем возможности по углублению координации монетарной политики остаются ограниченными.

Необходимой предпосылкой успешности монетарной координации является наличие конвергенции между странами и усиление синхронизации бизнес-циклов. Анализ показал, что в странах ЕАЭС наблюдаются процессы реальной, номинальной и институциональной конвергенции. Однако они идут неравномерно и затрагивают не всех членов экономического объединения одновременно. Между Беларусью, Казахстаном и Россией имеет место реальная конвергенция. Это конвергенция догоняющего типа, когда уровни валового внутреннего продукта на душу населения по паритету покупательной способности в Казахстане и Беларуси последовательно сближаются с аналогичным показателем в России. Данную конвергенцию можно охарактеризовать по скорости как среднюю. Армения также постепенно сокращает свое отставание по уровню ВВП на душу населения по ППС от России, однако это происходит крайне медленно. Кыргызстан в настоящее время практически не демонстрирует конвергенции с лидерами ЕАЭС, имея очень низкий исходный уровень душевого дохода.

Индексы потребительских цен в государствах — членах ЕАЭС демонстрируют тенденцию к сближению. Здесь в рамках экономического объединения наблюдается так называемая «клубная конвергенция», когда показатели сближаются во всех странах. Данный вывод весьма благоприятен для использования в рамках ЕАЭС единого целевого ориентира по инфляции с целью координации монетарной политики государств-членов.

Другие аспекты номинальной конвергенции в странах ЕАЭС выражены не так сильно. В ряде случаев обнаружены общие тренды в динамике обменных курсов и денежного предложения, однако в большинстве ситуаций конвергенции показателей здесь не происходит. Большая вариабельность наблюдается по процентным ставкам центральных (национальных) банков государств — членов ЕАЭС, проводящих самостоятельную денежно-кредитную политику.

Что касается институциональной конвергенции, то на основе имеющейся информации можно сделать вывод, что страны ЕАЭС находятся примерно на одном уровне по развитию рыночных институтов и условий для ведения бизнеса. По сводному индексу реформ Европейского банка реконструкции и развития Беларусь отстает от остальных государств — членов ЕАЭС, однако по оценкам Всемирного банка по легкости ведения бизнеса она не уступает остальным членам интеграционного объединения. Условность таких оценок говорит о необходимости более детального анализа институциональных аспектов интеграции и соответствующего информационно-аналитического сопровождения.

Конвергенция монетарной политики является важной предпосылкой, а также количественной характеристикой ее эффективной координации. При оценке конвергенции монетарной политики в краткосрочном и долгосрочном периоде обычно рассматриваются следующие показатели: краткосрочные процентные ставки; различные показатели предложения денег (денежные агрегаты); денежная база; номинальные обменные курсы.

Одним из первых шагов по повышению эффективности координации денежно-кредитной политики государств — участников ЕАЭС может стать установление для них единых целевых показателей ценовой стабильности. Такой шаг представляется целесообразным в силу ряда причин. Во-первых, установление единых оптимальных целевых показателей ценовой стабильности (и, как следствие, поддержание инфляции на устойчивом уровне) может привести к сокращению уровня долларизации экономики. Во-вторых, если центральные (национальные) банки государств — участников ЕАЭС будут стремиться к удержанию инфляции на одном и том же уровне, то динамика номинальных обменных курсов в пределах союза в среднем будет отражать динамику реальных обменных курсов и конкурентоспособности экономик.

Существенной проблемой для монетарной координации в ЕАЭС является высокий уровень долларизации. Она уменьшает действенность и эффективность денежно-кредитной политики, тем самым ограничивая возможности правительств по управлению макроэкономическими показателями. Поскольку ослабление обменного курса утяжеляет долговое бремя валютных должников, это может породить эффект сжатия экономики, характерный для жесткой денежно-кредитной политики. Более того, изменение процентных ставок не влияет на ставки валютных кредитов и депозитов, что затрудняет функционирование каналов трансмиссии ДКП. Кроме того, учитывая, что местный центральный (национальный) банк не может выступать в качестве кредитора последней инстанции при предоставлении ликвидности в иностранной валюте, финансовая долларизация повышает риски ликвидности и платежеспособности финансовой системы.

Государства — участники экономического союза, экономика которых отличается высоким уровнем долларизации, остаются в значительной степени уязвимыми перед внешними шоками. Следовательно, расширение координации денежно-кредитной политики нельзя представить без низкого уровня долларизации и высокого уровня доверия к национальным валютам. Лучший способ повысить уровень доверия к национальной валюте — это обеспечить постоянство ее покупательной способности, то есть стабильную и низкую инфляцию на фоне свободного и в меру волатильного обменного курса.

Эффективность проведения странами — членами интеграционного объединения монетарной политики в значительной мере зависит от эффективности их фискальной политики. Инструменты фискальной политики часто являются единственным действенным средством, доступным странам, для реагирования на несимметричные шоки и стабилизации ситуации на внутреннем рынке. Например, с помощью мер жесткой экономии осуществляется внутренняя девальвация, которая приводит к снижению стоимости факторов производства. **Многие теоретические и эмпирические исследования подчеркивают, что подход, при котором скоординированная монетарная политика для регионального интеграционного соглашения направлена на сдерживание инфляции, а фискальная политика формируется на местном уровне и нацелена на сглаживание страновых шоков, является оптимальным.** Однако это справедливо лишь при условии, что страны проводят добросовестную экономическую политику, обеспечивающую макроэкономическую сбалансированность. Движение в направлении усиления координации ДКП потребует поддержания строгой бюджетной дисциплины в странах — участницах евразийской интеграции, а также координации политики в других областях.

Координация фискальной политики в странах ЕАЭС представляется технически сложной задачей. Ее выполнение затруднено «дополнительной» функцией бюджетной политики из-за значительного объема условных обязательств бюджетного сектора в силу сохранения контроля над ключевыми, но не всегда эффективными сферами экономики, что связано с большой долей государства в реальном и банковском секторах в некоторых странах — членах ЕАЭС. Как следствие, в экономической политике существенную роль играют квазифискальные операции, что приводит к росту государственного долга без соответствующего влияния на сальдо бюджета. В странах ЕАЭС эту проблему может смягчить лишь установление жестких правил в части поддержания бюджетной дисциплины и крайне строгих условий предоставления экстренной внешней финансовой помощи.

Важной практической задачей согласования фискальной политики является выработка странами адекватных фискальных правил. Простое установление потолков долга и/или дефицита бюджета ведет к проциклической фискальной политике, которая позволяет не реагировать на внешние шоки. Проблему решает установление целевых параметров относительно структурного сальдо бюджета, которое корректируется на циклическую составляющую доходов и расходов, а также на единовременные шоки.

Без решения проблем снижения уровня инфляции и ее волатильности, укрепления доверия к национальным валютам и сокращения долларизации, проведения ответственной фискальной политики дальнейшие усилия по координации денежно-кредитной политики могут оказаться недостаточно эффективными.

Введение

Вступивший в силу Договор о Евразийском экономическом союзе ознаменовал собой переход государств-членов к новой стадии регионального сотрудничества — глубокой экономической кооперации. Эффективность экономической интеграции на данном этапе имеет ряд взаимосвязанных аспектов: конвергенция макроэкономических показателей; степень интеграции рынков; институциональная конвергенция и конвергенция целей и задач в области экономической политики.

Договор о Евразийском экономическом союзе предусматривает углубление экономической интеграции путем в том числе реализации согласованной макроэкономической и валютной политики, то есть ее координации. В Договоре о ЕАЭС выделен раздел «Реализация основных направлений согласованной макроэкономической политики», в котором более подробно изложены механизм реализации согласованной макроэкономической политики, а также полномочия и функции государств — членов ЕАЭС и Евразийской экономической комиссии.

В частности, в документе содержатся макроэкономические показатели, определяющие устойчивость экономического развития государств-членов, а также условия разработки совместных мер, направленных на стабилизацию экономической ситуации в случае превышения количественных значений показателей устойчивости. Договором установлены следующие количественные значения показателей макроэкономической устойчивости²:

- годовой дефицит консолидированного бюджета сектора государственного управления не выше 3% ВВП;
- долг сектора государственного управления не выше 50% ВВП;
- уровень инфляции (индекс потребительских цен) в годовом выражении (декабрь к декабрю предыдущего года), не превышающий более чем на 5 процентных пунктов уровень инфляции государства-члена, имеющего наименьший рост цен.

ЕЭК на ежеквартальной и годовой основе проводит мониторинг данных показателей устойчивости и публикует его результаты на своем официальном сайте. Также результаты рассматриваются на заседаниях Консультативного комитета по макроэкономической политике.

В соответствии с утвержденным порядком в случае превышения государствами-членами количественных значений макроэкономических показателей устойчивости ЕЭК имеет полномочия проводить консультации совместно с уполномоченными органами государства-члена, превысившего установленные количественные значения. Целью консультаций является анализ ситуации в экономике и достаточности национальных мер, а также подготовка рекомендаций, направленных на стабилизацию экономической ситуации в государстве-члене. Данный механизм реализуется на практике.

² Статья 63 раздела XIII «Макроэкономическая политика» Договора о ЕАЭС.

В 2013–2014 годах Центр интеграционных исследований ЕАБР совместно с ЕЭК разработал и внедрил систему прогнозирования и макроэкономического анализа для экономик государств — членов ЕАЭС. Результатом данного проекта стал комплекс моделей, охвативший пять стран. Система моделей позволяет анализировать экономические процессы, строить прогнозы, а также разрабатывать предложения и рекомендации по проведению согласованной экономической политики в рамках ЕАЭС. Важным достоинством модельного комплекса является возможность осуществлять анализ и прогноз как для каждого отдельного государства — участника союза, так и одновременно для всего интеграционного объединения, с учетом имеющихся взаимосвязей между экономиками и внешним миром. Подобные системы успешно используются международными финансовыми организациями, центральными (национальными) банками и другими институтами. В их основе лежат динамические стохастические модели общего равновесия с денежно-кредитным и налогово-бюджетным секторами. Данный класс моделей позволяет не только оценивать положение экономических систем в рамках цикла деловой активности и прогнозировать динамику фундаментальных переменных, но и анализировать источники шоков и различные меры реагирования на них. На обсуждениях ЕЭК со сторонами, которые идут в ежеквартальном режиме, принимаются внешние гипотезы и предпосылки, происходит сравнение с официальными национальными прогнозами, а также анализируется фактическое попадание прогнозов в цель. Данная система позволила получить надежный инструмент аналитической поддержки процессов согласования макроэкономической политики, а также оценки мер по углублению координации в том числе в области денежно-кредитной политики.

Безусловно, степень сотрудничества в макроэкономической и валютно-финансовой сферах может иметь различную глубину, которая, по большому счету, задается политической готовностью субъектов интеграции к тем или иным формам сотрудничества, однако в любом случае важны последовательность и постепенность процесса, а также выполнение базовых условий для внедрения тех или иных интеграционных новаций.

В настоящий момент мы видим серьезную турбулентность в Европейском союзе, связанную с неожиданными итогами референдума в Великобритании о выходе из ЕС. Не исключено, что феномен Brexit связан с возможными системными ошибками в ходе эволюции Евросоюза. Высокий уровень политической интеграции, доминирование брюссельского законодательства, а также не вполне проработанные механизмы при расширении еврозоны, не обеспечившие финансовую и бюджетную устойчивость некоторых стран, привели к серьезным последствиям, связанным с потерей долговой устойчивости и финансовой стабильности. Внимательное изучение опыта ЕС и понимание настоящей ситуации в ЕАЭС позволят принять верные решения в сфере углубления интеграционных процессов. Отчасти этим определяется актуальность настоящего исследования.

Одним из важнейших вызовов для углубления сотрудничества в монетарной и финансовой сферах является волатильность показателя инфляции в странах ЕАЭС как реакция на внешние и внутренние шоки, а также реакция курсов

национальных валют на такие шоки. Координация действий государств-членов в области денежно-кредитной политики позволит избежать возникновения дисбалансов во взаимной торговле и снижения потоков инвестиций (при возможном увеличении краткосрочных потоков спекулятивного капитала) в результате излишней волатильности валютных курсов, то есть экономики смогут более синхронно реагировать на внешние шоки. Этим обусловлен предмет исследования данного доклада: денежно-кредитная политика в государствах — участниках ЕАЭС так, как она видится в настоящий момент.

Мировой опыт говорит о различных формах и глубине сотрудничества в монетарной сфере. Выбор вариантов реализации такого сотрудничества, глубины и скорости сближения подходов к координации обусловлен как экономическими, так и, скорее, политическими соображениями. Однако перед тем, как оценивать экономические выгоды и издержки от реализации того или иного варианта координации денежно-кредитной политики, необходимо тщательно проанализировать текущее положение дел в данной сфере.

Во-первых, необходимо рассмотреть текущие режимы денежно-кредитной политики в государствах — членах ЕАЭС. Такой анализ позволит определить, насколько режимы ДКП близки и есть ли тенденция к сближению подходов к проведению монетарной политики.

Во-вторых, необходимо оценить работу трансмиссионных каналов денежно-кредитной политики, с тем чтобы понять, насколько эффективно работают те или иные каналы в экономиках ЕАЭС. Данное сравнение даст ответ на вопрос, насколько существующие механизмы реализации ДКП схожи в странах союза, а также есть ли возможность при углублении координации в сфере монетарной политики эффективно ее реализовывать у всех государств — членов ЕАЭС.

В-третьих, необходимо ответить на вопрос о существовании реальной, номинальной и институциональной конвергенции в ЕАЭС. Сближение стран по фундаментальным макроэкономическим показателям (доход на душу населения, инфляции и т.п.) позволит сделать заключение о возрастающей схожести экономик, что является серьезным основанием для эффективного углубления интеграционных процессов.

В-четвертых, необходимо проанализировать те препятствия, которые не позволяют эффективно проводить ДКП и будут мешать координации монетарной политики в рамках ЕАЭС.

В соответствии с целью данного доклада его изложение построено следующим образом: в первом разделе приведен международный опыт реализации механизмов координации в области денежно-кредитной и валютной политики. Второй раздел описывает текущие режимы курсовой и денежно-кредитной политики государств — членов ЕАЭС. В третьем разделе проведен анализ каналов монетарной трансмиссии, а в четвертом дана оценка экономической конвергенции членов ЕАЭС. Пятый раздел содержит описание имеющихся препятствий для усиления взаимодействия государств — участников ЕАЭС в области денежно-кредитной политики. В заключении приведены основные выводы.

1. Анализ международного опыта реализации механизмов координации в монетарной и валютно-финансовой сферах

После мирового финансового кризиса 2007–2008 годов тема координации монетарной политики оказалась на повестке дня и приобрела особую актуальность не только в рамках интеграционных экономических объединений, но и в целом для экономик развитых и развивающихся стран. Это произошло вследствие негативного влияния эффектов перелива от действий монетарных властей одних стран на валюты и экономики других. Государства также стали обвинять друг друга в «валютных войнах» и девальвации в целях повышения конкурентоспособности (competitive devaluations).

Вопросы координации монетарной политики в последние годы достаточно активно обсуждались в рамках региональных соглашений, заключенных между развивающимися странами. Это было связано как с наблюдаемым на фоне глобализации усилением процессов регионализации и ростом понимания необходимости углубления сотрудничества на региональном уровне, так и с потребностью в координации действий в ответ на вызовы, которые несли мировой финансовый кризис 2007–2009 годов и европейский долговой кризис. Данные кризисы показали, что развивающиеся страны испытывали шоки вследствие действий, предпринимаемых монетарными властями развитых стран. Соответственно, кооперация в региональных блоках с целью проведения согласованной монетарной политики рассматривалась развивающимися странами как возможный ответ на данные шоки и высокую волатильность мировых финансовых рынков. Усиление взаимной торговли между данными странами, рост ее комплиментарности, а также снятие ограничений на движение по капитальному счету и постепенная интеграция финансовых рынков давали дополнительный импульс обсуждению возможности координации монетарной политики и форм, в которых она могла осуществляться. В свою очередь, сотрудничество в сфере монетарной и финансовой политики могло дать дополнительный импульс для развития торговли. Например, региональные платежные и клиринговые соглашения позволяли решать проблемы дисбалансов на валютных рынках, которые наравне с торговыми барьерами оказывали существенное отрицательное влияние на взаимную торговлю. Также данные соглашения помогали проведению расчетов и в тех случаях, когда существовали ограничения по текущим операциям, то есть в случаях ограниченной конвертируемости валют краткосрочные кредиты использовались для завершения расчетов.

Следует отметить, что во многих, особенно небольших развивающихся странах наблюдалась долларизация экономики или же параллельное хождение иностранной валюты. Это стимулировало государства привязать свою монетарную систему к монетарной системе более крупного партнера по интеграционному объединению.

Интерес к финансовым и монетарным финансовым соглашениям между развивающимися странами также обусловлен тем, что для них был затруднен доступ к финансированию на международных рынках с точки зрения стоимости заимствования и его сроков.

К тому же у стран росло осознание того, что политика «разори соседа», например валютной политикой конкурентной девальвации с целью получения преимуществ для экспорта и привлечения прямых иностранных инвестиций, вела к торговым войнам и ухудшала перспективы роста для всех стран — партнеров по региональному экономическому соглашению. Общий рынок стран Южной Америки, экономическое и политическое соглашение между Аргентиной, Бразилией, Уругваем, Парагваем и Венесуэлой представляет собой яркий пример того, как большие колебания взаимных обменных курсов и отсутствие координации валютной политики могут вызывать эффекты проведения политики «разори соседа».

Несмотря на все вышесказанное, в настоящее время вопросы финансовых и монетарных соглашений недостаточно освещены в литературе в контексте региональной интеграции между развивающимися странами. Это отчасти объясняется тем, что во многих случаях озвученные инициативы так и не были реализованы. Помимо этого, нет единого мнения относительно того, в каких формах может проходить координация монетарной политики. Существует несколько подходов к классификации форм региональных финансовых/монетарных соглашений/координации. Одна из первых классификаций была предложена Эдвардсом (Edwards, 1985), который выделял:

- региональные платежные соглашения;
- соглашения для целей финансирования платежного баланса;
- монетарные союзы.

В свою очередь, Окампо (Ocampo, 2006; Ocampo, Titelman, 2009) полагал, что существует две большие группы (кластера) мер:

- финансирование в целях развития, сотрудничество в тех областях, где уже имеется большой опыт или оригинальные идеи. Например, инициатива по развитию азиатского рынка облигаций, направленная на развитие торговли облигациями и местных валютах;
- механизмы макроэкономического и финансового сотрудничества. Такие, например, как предоставление ликвидности в случае проблем с платежным балансом; проведение диалога по вопросам выработки общей политики; создание резервных фондов; соглашение о свопах между центральными (национальными) банками; кооперация в области пруденциального регулирования и надзора за национальными финансовыми системами; региональные платежные соглашения; монетарный союз.

В докладе Конференции Организации Объединенных Наций по торговле и развитию приведены следующие формы региональной финансовой и монетарной координации:

- кооперация в рамках платежных систем и для осуществления краткосрочного финансирования;

- кооперация с целью финансирования развития;
- механизмы регулирования валютных курсов и монетарные союзы.

На основании вышеизложенных классификаций авторами доклада была предложена классификация, приведенная в пунктах 1.2–1.5.

1.1. Региональные платежные системы и региональные фонды финансового сотрудничества

Страны Латинской Америки имеют достаточно успешный опыт использования региональных платежных систем. В 1960-е годы страны Центральной Америки создали расчетный центр (clearing house), который функционировал как платежная система расчетов на чистой основе с задержкой платежа (delayed net payment system). Затем в 1969 году был образован Валютный стабилизационный фонд Центральной Америки (Central American Monetary Stabilization Fund, MSF) для предоставления финансирования в случае возникновения проблем с платежным балансом. В рамках Латиноамериканской ассоциации интеграции (Latin American Integration Association, LAIA) было подписано кредитное и платежное соглашение между центральными банками, которое представляло собой расчетный центр (clearing house) и краткосрочный механизм кредитования торговых сделок. В рамках данного соглашения также предоставлялись краткосрочные кредиты центральным банкам под ставку LIBOR плюс 100 базисных пунктов. В конце 1980-х годов этот механизм обслуживал почти 90% сделок по взаимной торговле и помог сохранить до 75% свободно конвертируемой валюты, которая бы потребовалась для данных сделок (UNCTAD, 2007). После либерализации движения средств по капитальному счету он потерял свое значение и в настоящее время используется как расчетная система для операций с национальными валютами. В 1976 году Андские страны создали резервный фонд, который в настоящее время называется Латиноамериканский резервный фонд (Latin American Reserve Fund, FLAR)³ и образован за счет части резервов государств-членов⁴. Его основными целями являются:

- оказание помощи странам-членам путем предоставления кредитов, гарантий или того и другого в случае кризиса платежного баланса или для реструктуризации долга;
- содействие лучшему управлению резервами государств-членов, которые они внесли в фонд⁵;
- обеспечение региональной координации посредством гармонизации обменных курсов, монетарной и финансовой политики государств-членов⁶.

Фонд предоставляет пять видов кредитов: поддержка платежного баланса, реструктуризация внешнего долга, ликвидность, чрезвычайные обстоятельства и бюджет.

³ Ранее Андский резервный фонд.

⁴ Боливия, Колумбия, Коста-Рика, Эквадор, Парагвай, Перу, Уругвай, Венесуэла.

⁵ Или посредством обеспечения большей доходности учредительных фондов, или через прямое управление средствами, выделяемыми странами-членами, но не теми, которые являются частью оплаченного капитала.

⁶ <https://www.flar.net/ingles/contenido/contenido.aspx?catID=215&conID=5708>.

Основная часть кредитов выделяется на цели платежного баланса по ставке LIBOR за три месяца плюс 400 базисных пунктов на срок три года, при этом период с начала предоставления кредита до момента его погашения составляет один год (Rosero, 2014). Фонд также осуществляет операции по управлению резервами, репо, хранению ценностей, привлечению срочных депозитов и депозитов до востребования, выпускает векселя для размещения на международных финансовых рынках.

В условиях волатильности мировой экономики и резкого перетока капиталов из развитых стран в том числе в экономики Бразилии, России, Индии, Китая, ЮАР и обратно в июле 2014 года странами БРИКС создан пул условных валютных резервов на сумму \$100 млрд. Он будет использоваться для предоставления центральными банками государств-членов денежных средств в долларах США в случае возникновения проблем с долларовой ликвидностью или платежным балансом, которые, как правило, порождаются резкими движениями спекулятивных капиталов, что будет серьезным амортизирующим механизмом в данной ситуации. Помимо этого, потребности стран БРИКС в ликвидности для международных резервов обусловлены, во-первых, необходимостью обеспечивать оплату импорта и гарантировать краткосрочные внешние обязательства. Также все более значимым становится предупреждение рисков ликвидности на внутреннем рынке, вызванных открытостью их экономик и растущими нуждами во внешнем финансировании для структурных преобразований. Во-вторых, факторы достаточности международных резервов стран БРИКС — это общая уязвимость для шоков условий торговли и финансирования, а также повышенные инфляционные ожидания в России и Бразилии, разгоняющие спекуляцию на валютном рынке, у Индии — долговая нагрузка, у КНР — инвестиционные потоки. Для своевременной нейтрализации шоков условий торговли и внешнего финансирования им как минимум необходимо покрывать расчеты по импорту и гарантировать внешнее финансирование (кредиты в иностранных банках до одного года), формирующее уровень достаточности международных резервных активов для нейтрализации резких перепадов денежного предложения.

Принятый в преддверии VII саммита БРИКС в Уфе (8–9 июля 2015 года) операционный регламент Пула БРИКС прежде всего определяет его предназначение в качестве страховочного механизма (*precautionary instrument*) и инструмента финансирования (*liquidity instrument*), призванного оперативно помогать его участникам реагировать на шоки ликвидности. Параметры операций Пула БРИКС, типичные для практик межгосударственного кредитования: 1) целевой характер (обеспечить потребности стран-членов в дополнительной долларовой ликвидности); 2) обусловленность части странового лимита в Пуле БРИКС подтвержденным участием в любом из действующих механизмов финансирования Международного валютного фонда (до 70% ресурсов будут предоставляться только в том случае, если страна-заемщик имеет согласованную с МВФ стабилизационную программу, оставшиеся 30% могут быть задействованы без наличия такой программы); 3) обеспеченность странового лимита взносом стран-участниц (для КНР доступна кратная ее взносу половина, для ЮАР — двукратный размер взноса, для Бразилии, России и Индии — целая часть взноса).

В БРИКС основную финансовую нагрузку возьмет на себя вторая экономика мира — в случае необходимости Китай получит не \$41 млрд, а половину от этой суммы. Для ЮАР мультипликатор равен двум, для остальных государств — единице, то есть \$18 млрд — доля России, и \$18 млрд она сможет получить в случае необходимости); 4) универсальность принципов заимствования (средства будут выделяться в долларах США на условиях срочности, платности и возвратности) (Хмелевская, 2016).

Центробанки БРИКС сохраняют свои доли в составе национальных золотовалютных резервов.

В 1976 году ряд арабских и африканских стран создали Арабский валютный фонд (Arab Monetary Fund)⁷, основными задачами которого являются:

- предоставление кредитов в случае возникновения проблем с платежным балансом;
- облегчение платежей между странами-членами;
- проведение политики монетарной кооперации;
- оказание консультаций по вопросам инвестирования государств-членов на зарубежных рынках;
- стимулирование развития финансового рынка арабских стран;
- подготовка почвы для создания общей валюты арабских стран;
- стимулирование взаимной торговли государств-членов⁸.

Считается, что фонд является своего рода кредитором последней инстанции и предоставляет кредиты на условиях менее жестких, чем МВФ. Кредиты подразделяются на автоматические (automatic loans), обычные (ordinary loans), компенсационные (compensatory loans), связанные с неожиданной нехваткой экспортных поступлений, и долгосрочные (extended loans). Последние выделяются, когда проблемы платежного баланса носят структурный характер и требуют длительного времени (до семи лет) на их решение. Фонд также выделяет средства на проведение структурных реформ (structural adjustment facility) в финансовой и банковской системе и в секторе государственных финансов.

В рамках Общего рынка Центральной и Восточной Африки (Common Market for Eastern and Southern Africa, COMESA) странами-членами были созданы расчетный центр (clearing house) для стимулирования внешней торговли и снижения потребности в иностранной валюте, а также банк торговли и развития и перестраховочная компания, которая давала возможность небольшим страховым обществам диверсифицировать риски (spread risk) за счет пула COMESA.

Одной из наиболее простых форм сотрудничества в финансовой и денежно-кредитной сферах являются своп-соглашения, создаваемые с целью обмена ликвидностью, а также заключение региональных финансовых соглашений (regional financing arrangements, RFAs), в рамках которых страны объединяют ресурсы в специальные фонды с целью оказания поддержки государству-партнеру,

⁷ <http://www.amf.org.ae/aboutamf>.

⁸ <http://www.amf.org.ae/content/objectives-and-means>.

испытывающему финансовые проблемы. Впервые такого рода объединение было создано азиатскими странами после финансового кризиса 1997–1998 годов. Оно получило название Chiang Mai Initiative (в настоящее время Chiang Mai Initiative Multilateralization), в его рамках был создан фонд в размере \$240 млрд. К простым формам координации и кооперации монетарной политики также относят осуществление расчетов между странами в национальных валютах. Такой подход во взаимной торговле использовали, например, Аргентина и Бразилия.

1.2. Региональная кооперация в целях развития

К международным институтам развития относятся те организации, в уставном капитале которых участвуют два или более государства, либо же те, что были основаны правительствами двух или более стран. Они учреждаются на основе международных договоров для выполнения определенных целевых задач и, как правило, не подпадают под действие коммерческого права. Международные финансовые организации обычно создаются для того, чтобы способствовать экономическому развитию в государствах-членах (особенно менее развитых) или странах региона, содействовать региональной интеграции или расширению торговли между странами-участницами. Среди институтов развития также имеются валютные фонды, региональные институты государственной политики, другие механизмы обеспечения бюджетного финансирования или привлечения прямой иностранной помощи.

МФО обладают рядом отличительных характеристик по сравнению с банками. В их число входят следующие:

- Особый статус, регулируемый международными договорами и уставами таких институтов развития (МФО обычно не подпадают под национальное регулирование банковской деятельности или под действие коммерческого права).
- Статус преференциального кредитора по суверенным обязательствам. Именно эта характеристика лежит в основе МФО, позволяя ей исторически осуществлять свою деятельность с минимальными кредитными потерями.
- Как правило, более простые и узконаправленные сферы деятельности по сравнению с коммерческими банками. Большинство институтов развития в первую очередь кредитуют под гарантии государства.
- Высокая зависимость от рыночного финансирования. Большинство институтов развития не имеют совсем или имеют ограниченные депозиты. Исключениями являются Андская корпорация развития (Corporacion Andinade Fomento, CAF) и Latinoамериканский резервный фонд (Fondo Latinoamericano de Reservas, FLAR), у которых есть значительные депозиты центральных банков. МФО обычно не имеют доступа к рефинансированию центробанков, Европейский инвестиционный банк (European Investment Bank, EIB) является исключением среди институтов развития. Ситуацию смягчают в большинстве случаев высокий уровень капитала и ликвидные активы.

1. АНАЛИЗ МЕЖДУНАРОДНОГО ОПЫТА РЕАЛИЗАЦИИ МЕХАНИЗМОВ КООРДИНАЦИИ В МОНЕТАРНОЙ И ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВОЙ СФЕРАХ

- МФО служат интересам государственной политики. Максимизация операционной прибыли не является для них первостепенной задачей. Кроме того, внутренняя организация институтов развития, как правило, не порождает потенциально несбалансированных экономических стимулов, которые могут иметь место в институтах, целью которых является максимизация прибыли. Международные финансовые организации освобождены от налогов. Положительным моментом в МФО являются более высокие показатели удержания прибыли, которые достигаются благодаря низкому (если вообще таковой имеется) уровню распределения дивидендов или начисления других аналогичных выплат, решение о которых принимается высшим органом МФО. В результате международные финансовые организации отличаются достаточным уровнем доходности на капитал.
- Некоторые МФО также имеют капитал по требованию (callable capital) от государств-акционеров.

Название организации	Основные направления инвестиций
Латинская Америка	
Межамериканский банк развития (Inter-American Development Bank)	Энергетика, социальная сфера, транспорт и коммуникации
Центральноамериканский банк экономической интеграции (Central American Bank for Economic Integration)	Инфраструктура, электроэнергетика, финансовое посредничество
Карибский банк развития (Caribbean Development Bank)	Транспорт и коммуникации, финансы
Андская корпорация развития (Andean Development Corporation)	Транспорт и коммуникации, электроэнергетика, газ, вода, инфраструктура, социальный сектор
Африка	
Группа Африканского банка развития (African Development Bank Group)	Сельское хозяйство и развитие в сельской местности, различные сектора экономики
Банк инвестиций и развития ЭКОВАС (ECOWAS Bank for Investment and Development)	Инфраструктура, сельское хозяйство, развитие в сельской местности, энергетика
Банк торговли и развития Восточной и Южной Африки (Eastern and Southern Africa Trade and Development Bank)	Промышленность, инфраструктура, агробизнес
Азия	
Азиатский банк развития и Азиатский фонд развития (Asian Development Bank)	Транспорт и коммуникации, энергетика, сельское хозяйство и природные ресурсы
Арабские и исламские страны	
Арабский банк экономического развития в Африке (Arab Bank for Economic Development in Africa)	Инфраструктура, сельское хозяйство и развитие в сельской местности, энергетика
Арабский фонд экономического и социального развития (Arab Fund for Economic and Social Development)	Энергетика, транспорт и коммуникации, сельское хозяйство и развитие в сельской местности
Арабский валютный фонд (Arab Monetary Fund)	Кредиты на цели, связанные с платежным балансом, структурные реформы, содействие торговле
Исламский банк развития (Islamic Development Group)	Коммунальное хозяйство, социальный сектор, транспорт и коммуникации

Таблица 1.1.
Направления инвестиций региональных банков

Одной из важнейших характеристик деятельности банков развития как одного из инструментов монетарной кооперации также является использование национальных валют. Например, Азиатский банк развития начал это делать одним из первых с целью сокращения несбалансированности обменных курсов и развития рынка ценных бумаг государств-членов, в частности путем выпуска облигаций в национальных валютах.

В Латинской Америке Межамериканский банк развития с 2005 года также предоставляет кредиты в национальных валютах с целью снижения уровня долларизации и выпускает облигации в местных валютах. Аналогичную политику проводят и банки развития в Африке.

1.3. Инициативы по развитию регионального рынка ценных бумаг

Наиболее ярким примером развития регионального рынка облигаций является Азиатская инициатива в области рынка облигаций, в которой участвуют страны Ассоциации государств Юго-Восточной Азии, а также Китай, Япония и Южная Корея в целях стимулирования развития и интеграции рынков. В рамках данной инициативы подготовлен полный справочник по каждому из рынков облигаций стран-участниц, содержащий нормативные акты, статистические данные по торговле и ряд другой информации. Инициатива также включает Форум азиатского рынка ценных бумаг (Asian Bond Market Forum, ABMF), в задачи которого входит изучение спроса, предложения, инфраструктуры рынка и регулирования. За реализацию последней из вышеназванных задач отвечает группа специалистов, занимающихся созданием стратегии по гармонизации регулирования трансграничных сделок с ценными бумагами государств-членов. Разработан также план развития основных положений по выпуску азиатских многовалютных ценных бумаг (Asian Multicurrency Bond Issuance Framework, AMBIF), объединяющий рынки в новом формате для профессиональных инвесторов, близком к правилу 144А США⁹.

Форум трансграничной расчетной инфраструктуры (Cross-Border Settlement Infrastructure Forum, CSIF) в рамках Азиатской инициативы в области рынка облигаций ставит своей целью объединение депозитариев ценных бумаг, связав таким образом несколько рынков. Он также предполагает создание регионального расчетного центра (regional clearing house). Азиатская инициатива в области рынка облигаций предусматривает запуск Механизма кредитных гарантий и инвестиций (Credit Guarantee and Investment Facility, CGIF).

⁹ Правило Комиссии по ценным бумагам и биржам США, разрешающее институциональным покупателям, отвечающим определенным требованиям, торговать ценными бумагами, размещенными по закрытой подписке, без соблюдения обычных в таких случаях требований владения ценными бумагами в течение определенного периода (как правило, двух-трех лет после их выпуска). Это повышает ликвидность ценных бумаг.

1.4. Механизмы обменного курса и монетарные союзы

Механизмы обменного курса и монетарные союзы представляют собой наиболее развитую форму координации монетарной политики. В развивающихся странах к ним относят Валютный союз Восточных Карибских стран (Eastern Caribbean Currency Union), Общую валютную зону Южной Африки (Common Monetary Area in Southern Africa, CMA) и зону франка в Африке (Zone franc in Africa, CFA). Последняя объединяет страны франкоговорящей Африки в монетарное соглашение, в котором номинальный обменный курс национальных валют стран-участниц привязан к евро¹⁰. В последние годы, однако, такая привязка привела к проблемам у экспортеров сырья и промышленных товаров.

Успешным примером соглашений по монетарной координации считается Общая валютная зона Южной Африки, государства-члены которой используют номинальную привязку валют в рамках региона и общее управляемое плавание курсов по отношению к другим валютам. Между странами также проведена либерализация операций, связанных с движением капитала. Каждое из государств-членов имеет свой центральный банк, который проводит монетарную политику. Однако, поскольку в качестве якорной валюты используется южноафриканский рэнд, фактически Резервный банк Южной Африки определяет монетарную политику для государств-членов посредством процентных ставок. Сеньораж в результате выпуска (или эмиссии) рэнда Резервный банк Южной Африки делит с Намибией и Лесото. Он также выступает для них кредитором последней инстанции, обеспечивая финансовую стабильность в общей валютной зоне, и управляет пулом золотовалютных резервов государств-членов. Единственным наднациональным органом является Комиссия общей валютной зоны, в которую входят по одному представителю и советнику от каждого из государств-членов. Она служит площадкой для консультаций и обмена мнениями по вопросам, относящимся к монетарной и финансовой политике. В целом в рамках Общей валютной зоны наблюдаются синхронизация бизнес-циклов между странами-членами, конвергенция показателей экономического роста и инфляции.

Как показывает опыт монетарной координации в странах Африки, принятие и следование общей политике в отношении обменного курса может способствовать снижению уровня инфляции и ее вариативности между странами. При этом привязка курсов к региональной валюте может вызвать проблемы у государств-членов, если наблюдаются сильные колебания якорной валюты по отношению к мировым валютам.

Валютный союз Восточных Карибских стран объединяет восемь небольших островных государств. В границах данного союза гармонизировано банковское законодательство и осуществляется совместное регулирование банков, созданы ключевые финансовые институты и рынки: Восточно-Карибский ипотечный банк, Восточно-Карибский институт банковских и финансовых услуг, Восточно-Карибская фондовая биржа, Восточно-Карибский рынок ценных бумаг и рынок государственных ценных бумаг. В основе монетарной политики лежат привязка валюты (currency peg) и обеспечение низкой инфляции (IMF, 2007).

¹⁰Раньше была привязка к французскому франку.

Однако ее реализация, особенно в последние годы, оказалась затруднена, поскольку в данном валютном союзе отмечается большой дефицит бюджета и текущего счета в странах-членах (около 20% ВВП).

Таким образом, как показал обзор различных **форм сотрудничества в финансовой и денежно-кредитной сферах** между развивающимися странами, все они в различной степени способствуют снижению волатильности обменных курсов и стимулируют торговлю между государствами. Региональные платежные соглашения, как наиболее простая форма координации, дают возможность сократить транзакционные издержки и могут послужить основой для развития более глубокой кооперации монетарной политики. К тому же эта форма практически не несет в себе никаких издержек для стран-членов.

Создание пулов валютных резервов и региональных финансовых соглашений, объединяющих ресурсы государств-членов, позволяет им противостоять шокам, в том числе внешним, и не давать им переливаться от одной страны к другой. При этом наличие большой якорной страны в таком соглашении может быть преимуществом для малых стран.

Региональная кооперация в форме создания банков развития и инициативы по развитию общего финансового рынка или отдельных его сегментов, например рынка облигаций, могут способствовать проведению структурных реформ и снижению уровня долларизации за счет предоставления кредитов в национальных валютах.

В свою очередь, механизмы обменных курсов и валютные союзы, являясь формой глубокой координации, способствуют конвергенции стран, значительно снижают риск проведения политики «разори соседа», стимулируют развитие внутрирегиональной торговли. Однако данная форма требует очень высокого уровня координации монетарной политики и имеет высокие издержки, вызванные необходимостью ее согласования. Поэтому целый ряд региональных инициатив, связанных с созданием валютных союзов, например введение единой валюты, так и не были реализованы на практике. Вместе с тем стабильность валютных курсов внутри регионального экономического соглашения является важнейшей предпосылкой для успешности любой из вышеназванных форм монетарной координации. Для этого необязательно, чтобы между странами-членами было валютное соглашение, но у них должны быть схожие цели, задачи и инструменты макроэкономической и особенно денежно-кредитной и валютной политики. Более глубокая координация монетарной политики требует более сложных механизмов обеспечения финансовой и валютной стабильности, что видно на примере развитых стран, которые используют все те же формы координации, только на более высоком уровне в части взаимных обязательств сторон. Опыт развитых стран на примере ЕС показал, что переход на более высокую степень интеграции должен сопровождаться усилением координации и созданием соответствующих механизмов и институтов, что отличает монетарную интеграцию от других **форм сотрудничества в финансовой и денежно-кредитной сферах**.

1.5. Монетарная координация и интеграция в развитых странах

В настоящее время глубокую координацию монетарной политики можно наблюдать только в ЕС в рамках Европейского монетарного союза, где в том числе используется такая форма монетарной кооперации, как региональные финансовые объединения. К ним относятся Европейский фонд финансовой стабильности (European Financial Stability Facility, EFSF) и Европейский стабилизационный механизм (European Stability Mechanism, ESM), объединяющие ресурсы в €440 млрд и €500 млрд соответственно. Следует отметить, что EFSF был создан в июне 2010 года как временный инструмент для предоставления кредитов странам, находящимся в зоне евро, до введения в действие ESM. Через данный фонд выделялась помощь Ирландии, Португалии и Греции. Помощь была предоставлена EFSF путем выпуска бондов и других долговых инструментов на рынках ценных бумаг. Начиная с июля 2013 года выделение финансовых средств через EFSF прекращено (официальная программа для Греции должна была завершиться 30 июня 2015 года), но его работа не закончена. Фонд будет принимать средства в счет погашения кредита от получивших его стран; осуществлять выплату процентов и выкупать бонды EFSF; пролонгировать выпущенные EFSF бонды, поскольку срок кредитов, выданных Ирландии, Португалии и Греции, больше, чем срок, на который выпущены бонды EFSF. ESM был создан в октябре 2012 года, и в настоящее время именно через него выделяются средства по запросу государств-членов. В частности, Испания и Кипр получили кредиты посредством данного механизма, а 19 августа 2015 года была одобрена новая кредитная программа для Греции.

Монетарная интеграция в ЕС имеет долгую историю, насчитывающую почти пятьдесят лет. Статья 121 Договора о Европейском союзе (Маастрихтский договор) содержит четыре критерия, которые необходимо выполнить стране для перехода на евро:

- стабильность цен, выражающаяся в уровне инфляции, близком к тому, который наблюдается у трех стран, имеющих наименьшие значения по данному показателю. Инфляция не должна превышать более чем на 1.5 процентного пункта средний показатель по данным странам;
- устойчивое финансовое положение страны. Дефицит государственного бюджета к ВВП не должен превышать 3%, или же он должен постоянно снижаться и приближаться к данному уровню, или же отклонения от оговоренного уровня должны быть временными. Уровень государственного долга к ВВП не должен превышать 60%;
- соблюдение нормального предела колебания обменного курса, предусмотренного механизмом обменного курса Европейской монетарной системы (European Monetary System), как минимум два года без девальвации по отношению к любому из государств-членов;

- сохранение устойчивого уровня долгосрочной процентной ставки, которая в течение одного года не должна превышать на 2 процентных пункта средний уровень трех стран, в которых наблюдается наиболее низкая инфляция. Долгосрочные процентные ставки измеряются по государственным ценным бумагам или другим сопоставимым ценным бумагам.

Эти критерии в настоящее время и являются одними из основных для координации монетарной и фискальной политики в рамках ЕС и, в частности, стран зоны евро.

Принято считать, что участие в Европейском валютном союзе приносит следующие выгоды:

- сокращение транзакционных издержек, связанных с обменом валюты. По оценкам Еврокомиссии, выигрыш только за счет отсутствия дилерской маржи при обмене валюты равняется 0.4% ВВП государств-членов ежегодно, при этом для малых открытых экономик он достигает 1% их ВВП (Commission of the European Communities, 1990);
- сокращение рисков, связанных с обменным курсом, что способствует увеличению объемов торговли и инвестиций, поскольку и предприятия, и домашние хозяйства могут принимать более обоснованные решения относительно того, сколько производить, потреблять и инвестировать;
- повышение прозрачности при установлении цен и усиление конкуренции;
- усиление экономических взаимосвязей между странами — членами валютного союза и, в частности, рост торговли товарами и услугами, поскольку валютные риски рассматриваются как эквивалент торговых барьеров. Согласно оценкам, сделанным Роузом (Rose, 2008), Европейский монетарный союз увеличил торговлю в еврозоне на 8–23%;
- повышение мобильности труда и капитала;
- интенсификация обмена идеями и технологиями;
- сокращение издержек, связанных с получением кредитов для стран, у которых исторически была высокая инфляция и отмечалась девальвация валюты. Доверие к этим странам повышалось, поскольку они проводили политику, согласованную с другими государствами-членами.

Однако валютный союз также несет и ряд рисков, связанных, например, с невозможностью для стран-участниц использовать механизм гибкого курсообразования для смягчения шоков в том случае, когда не происходит моментальной корректировки цен и зарплат. Нахождение в валютном союзе также может увеличить проблемы в бюджетной сфере, повысить риск финансовой нестабильности. При возникновении внешнего шока и отсутствии возможности использовать механизм гибкого обменного курса вся тяжесть макроэкономической корректировки ложится на фискальную политику со всеми вытекающими последствиями: экономика реагирует снижением объемов производства, заработной платы и ростом безработицы, что, в свою очередь, может ограничить возможности бюджета по смягчению шока. Как показывает практика, это может привести к проциклической бюджетной политике, усиливающей падение спроса, что одновременно

повышает риск изъятия вкладов (bank run) в случае уязвимости банковского сектора и роста государственного долга по причине интервенций государства для оказания финансовой помощи банковскому сектору. Такая ситуация ведет к еще большему ухудшению фискальной позиции и ограничению возможностей для маневра фискальной политики. Подобный порочный круг наблюдался в последние годы в ряде стран Европейского союза (Carney, 2014).

2. Режимы курсовой и денежно-кредитной политики в государствах — членах ЕАЭС

В условиях высокой волатильности мировых финансовых рынков и негативных внешнеэкономических шоков важнейшей задачей государств — членов ЕАЭС является координация макроэкономической политики. С учетом значительной зависимости от цен на сырье, а также влияния экономики РФ на другие страны ЕАЭС, реакции курсов национальных валют государств-членов на воздействие внешних шоков схожи, несмотря на различные режимы проводимой в них денежно-кредитной политики. Координация действий стран-участниц позволит избежать возникновения дисбалансов внешней торговли и потоков капитала в результате существенных (несинхронных) изменений валютных курсов, а также адекватно реагировать на внешние шоки. Возможности и механизмы такой координации во многом определяются режимами курсовой и денежно-кредитной политики государств — членов ЕАЭС.

2.1. Методология классификации режимов КДКП

Приведенная в исследовании классификация режимов курсовой и денежно-кредитной политики основывалась на методологии МВФ, заложенной в Ежегодный отчет о валютных соглашениях и валютных ограничениях (IMF, 2014a), с некоторыми изменениями, сделанными авторами доклада. А именно: учитывался объявленный властями режим курсовой политики (режим де-юре), но классификация основывалась на фактических статистических данных, то есть отражала режим де-факто. Соответственно, фактическая классификация может отличаться от официальной классификации режимов обменного курса, объявленной властями государств — членов ЕАЭС. Для обеспечения максимальной объективности классификация является ретроспективной, то есть отражает состояние курсовой политики за последний промежуток времени (как минимум полгода) и не учитывает планы властей государств — членов ЕАЭС на будущее. Соответственно, приведенную классификацию не следует рассматривать в качестве прогноза динамики обменного курса либо оценки намерений властей в части прямых и косвенных валютных интервенций.

При классификации режима денежно-кредитной политики учитывались объявленный властями режим и, в отличие от методологии Отчета МВФ, дополнительная информация о фактическом режиме ДКП. В качестве источника информации были взяты публикации центральных (национальных) банков, международных финансовых организаций, иные публикации в СМИ, макроэкономические данные государств — членов ЕАЭС¹¹. Соответственно, фактическая классификация может отличаться от официальной классификации режимов ДКП.

¹¹ Более точная классификация режимов ДКП может быть основана на статистическом анализе, в частности на оценке правила монетарной политики. Вместе с тем такой анализ предполагает значительный объем аналитической работы (фактически является самостоятельным исследованием) и не может быть проведен в рамках данного раздела.

МВФ выделяет десять режимов курсовой политики:

- жесткая привязка: режим без отдельного законного средства платежа (exchange arrangement with no separate legal tender); режим валютного управления (currency board);
- мягкая привязка: традиционная привязка (conventional peg); привязка в рамках горизонтального коридора (pegged XR within horizontal bands); стабилизированный курс (stabilized arrangement); скользящая привязка (crawling peg); режим, подобный скользящей привязке (crawl-like arrangement);
- прочие управляемые валютные режимы (other managed arrangement);
- плавающие режимы: плавающий курс (floating); свободно плавающий курс (free floating).

Также Отчет МВФ предполагает четыре режима денежно-кредитной политики, зависящих от номинального якоря (или промежуточного целевого ориентира) КДКП:

- таргетирование обменного курса (номинальный якорь — обменный курс);
- монетарное таргетирование (номинальный якорь — денежный агрегат);
- таргетирование инфляции (промежуточный целевой ориентир — прогноз инфляции или инфляционные ожидания);
- прочие режимы денежно-кредитной политики.

Классификация режимов курсовой и денежно-кредитной политики является в некоторой степени условной. Во-первых, несмотря на опору на статистические данные, полностью исключить качественные суждения о режиме КДКП не представляется возможным. Во-вторых, в отдельных случаях границы между различными режимами могут быть размыты, либо один и тот же режим может быть классифицирован несколькими способами.

Следует учитывать, что не все режимы курсовой политики и ДКП могут сочетаться между собой. Условие «невозможной троицы» предполагает, что одновременно не могут наблюдаться свободное движение капитала, фиксированный обменный курс и независимая денежно-кредитная политика. Для большинства государств — членов ЕАЭС характерны умеренные потоки капитала, в том числе по причине неполной его мобильности. Это позволяет в определенной степени проводить независимую денежно-кредитную политику и стабилизировать обменный курс за счет стерилизованных валютных интервенций (Ostry, Ghosh, Chamon, 2012). С другой стороны, возможности такой политики ограничены объемами МРА. Кроме того, в условиях значительных отклонений от непокрытого паритета процентной ставки может происходить замещение валюты кредитования и сбережения, сопровождаемое значительными потоками капитала, что неминуемо приведет к снижению эффективности ДКП.

В конечном итоге номинальный якорь может быть только один. Если страной проводится денежно-кредитная политика, направленная на стабилизацию уровня цен, валютные интервенции могут сглаживать колебания обменного курса, но не изменять его среднесрочную траекторию; таким образом, обменный курс не может выступать номинальным якорем. И наоборот, если страна стабилизирует

обменный курс, используя режим привязки обменного курса, проведение эффективной независимой ДКП становится невозможным. В частности, режим привязки обменного курса не может сочетаться с режимом монетарного таргетирования или таргетирования инфляции.

2.2. Курсовая и денежно-кредитная политика в России

С 2015 года Центральный банк России перешел к режиму таргетирования инфляции (Банк России, 2014). В качестве главной цели ДКП установлена ценовая стабильность, что означает достижение и поддержание устойчиво низкой инфляции на уровне около 4% в среднесрочной перспективе (на горизонте прогнозирования 1.5–3 года). Банк России не имеет количественных целей по другим экономическим показателям, в том числе темпам экономического роста, но при принятии решений опирается на комплексный анализ состояния экономики, рассматривая широкий круг индикаторов.

Прогнозирование инфляции основано на модельной инструментарии Банка России. При этом прогнозируемое устойчивое и продолжительное отклонение инфляции от цели в среднесрочном периоде является основанием для принятия мер ДКП. Банк декларирует проведение политики информационной открытости с участниками рынка.

В качестве основного канала трансмиссионного механизма рассматривается процентный канал: Банк России обеспечивает достижение цели по инфляции, прежде всего путем воздействия на процентные ставки. При этом операционной целью ДКП является сближение ставок денежного рынка с уровнем ключевой ставки Банка России. Для достижения указанной цели ЦБ РФ использует систему инструментов регулирования ликвидности банков, где основными инструментами выступают аукционы репо и депозитные аукционы. В свою очередь, ключевая ставка устанавливается Центральным банком таким образом, чтобы обеспечить достижение цели по инфляции в среднесрочной перспективе.

Банк России с 10 ноября 2014 года упразднил действовавший механизм курсовой политики, отменив интервал допустимых значений стоимости бивалютной корзины (операционный интервал) и регулярные интервенции на границах указанного интервала и за его пределами. При этом новый подход Банка России к проведению операций на внутреннем рынке не предполагает полного отказа от валютных интервенций, их проведение возможно в случае возникновения угроз для финансовой стабильности. В то же время в рамках нового режима валютного курса операции на внутреннем валютном рынке будут осуществляться преимущественно на возвратной основе.

По итогам реализации принятого решения формирование курса рубля происходит под влиянием рыночных факторов, что способствует усилению действенности денежно-кредитной политики Центрального банка и обеспечению ценовой стабильности. Кроме того, новый подход к проведению операций на внутреннем валютном рынке способствует более быстрой адаптации экономики к изменениям внешних условий и повышает ее устойчивость к негативным шокам.

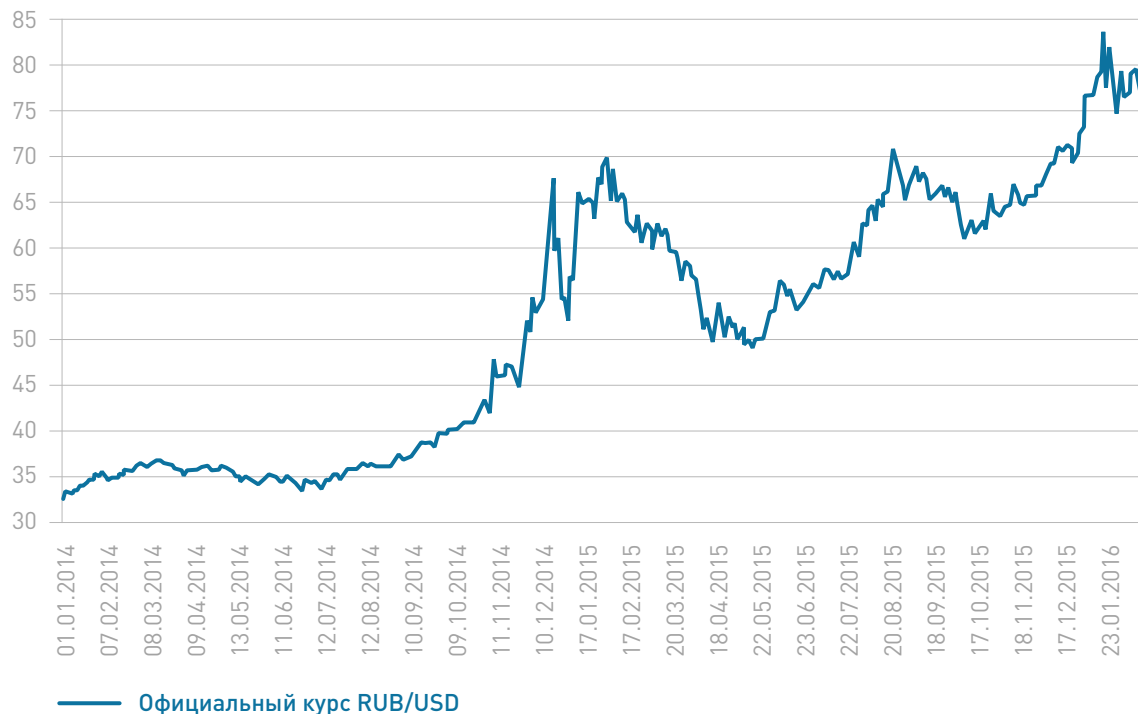


Рисунок 2.1.
Обменный курс
российского рубля
к доллару США

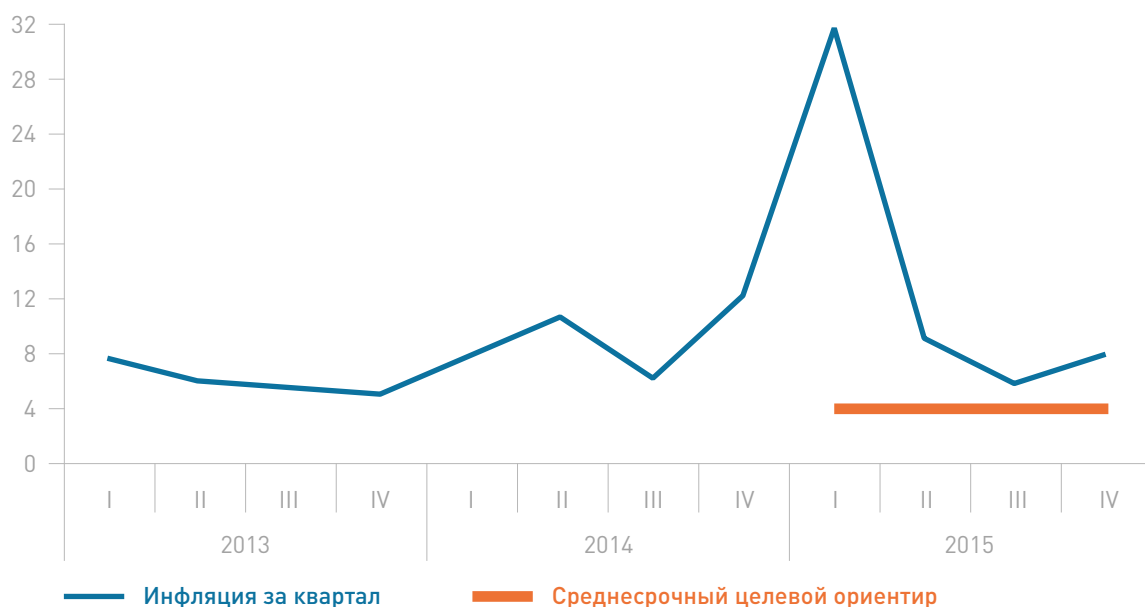
Источник: данные Банка России.

Таким образом, с ноября 2014 года обеспечен переход к режиму свободно плавающего обменного курса российского рубля (см. рисунок 2.1). В мае 2015 года было принято решение о покупке иностранной валюты в целях пополнения МРА до уровня \$500 млрд в течение 5–7 лет, однако такие операции не направлены на поддержание обменного курса на некотором целевом уровне, поскольку Банк России не устанавливает каких-либо целевых ориентиров по уровню обменного курса рубля и не препятствует формированию тенденций в его динамике, обусловленных действием фундаментальных макроэкономических факторов. Пополнение МРА планируется осуществлять равномерно в небольших объемах (\$100–200 млн), если ситуации на валютном рынке будет позволять такие интервенции. С августа 2015 по январь 2016 года Банк России не проводил валютные интервенции.

При ухудшении доступа на международные рынки капитала для предоставления банкам валютной ликвидности с целью сохранения финансовой стабильности Банк России с декабря 2014 года активно проводил операции с иностранной валютой на возвратной основе — валютный своп и аукционы репо. Такие операции косвенно воздействуют на валютный рынок, но затрудняют применение спекулятивных стратегий и оказывают минимальное влияние на рублевую ликвидность и проведение денежно-кредитной политики.

В условиях ухудшения геополитической ситуации и резкого снижения цен на сырьевые товары, включая нефть, обменный курс российского рубля в конце 2014 года резко понизился по отношению к основным мировым валютам,

Рисунок 2.2. Индекс потребительских цен в России, % годовых



Источник: расчеты авторов на основе данных Росстата и Банка России.

что привело к росту инфляционного давления. В результате этого Банк России повысил ключевую ставку до 17% годовых. Одновременно, с учетом медленного и неравномерного восстановления мировой экономики, сформировался отрицательный разрыв выпуска, несмотря на имеющийся фискальный стимул. По мере снижения инфляции (см. рисунок 2.2) при сохранении рисков существенного охлаждения экономики Банк России с начала 2015 года постепенно снижал ключевую ставку (до 11% годовых с 3 августа 2015 года).

Однако дальнейшее снижение обменного курса российского рубля во второй половине 2015 года вследствие падения мировых цен на нефть и иных неблагоприятных внешних факторов возобновило давление на цены и ограничило возможности для дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики. В условиях возросших рисков для достижения уровня инфляции 4% к концу 2017 года, с одной стороны, и продолжающегося экономического спада, с другой, с сентября 2015 года Банк России сохранял ключевую ставку на неизменном уровне до конца года.

2.3. Курсовая и денежно-кредитная политика в Казахстане

До 20 августа 2015 года Национальный Банк Казахстана строго контролировал обменный курс тенге к доллару США. Фактически с декабря 2014 по июль 2015 года обменный курс тенге к доллару США монотонно и непрерывно ослаблялся в пределах 2%-ного коридора, что соответствует режиму, подобному скользящей привязке (см. рисунок 2.3).

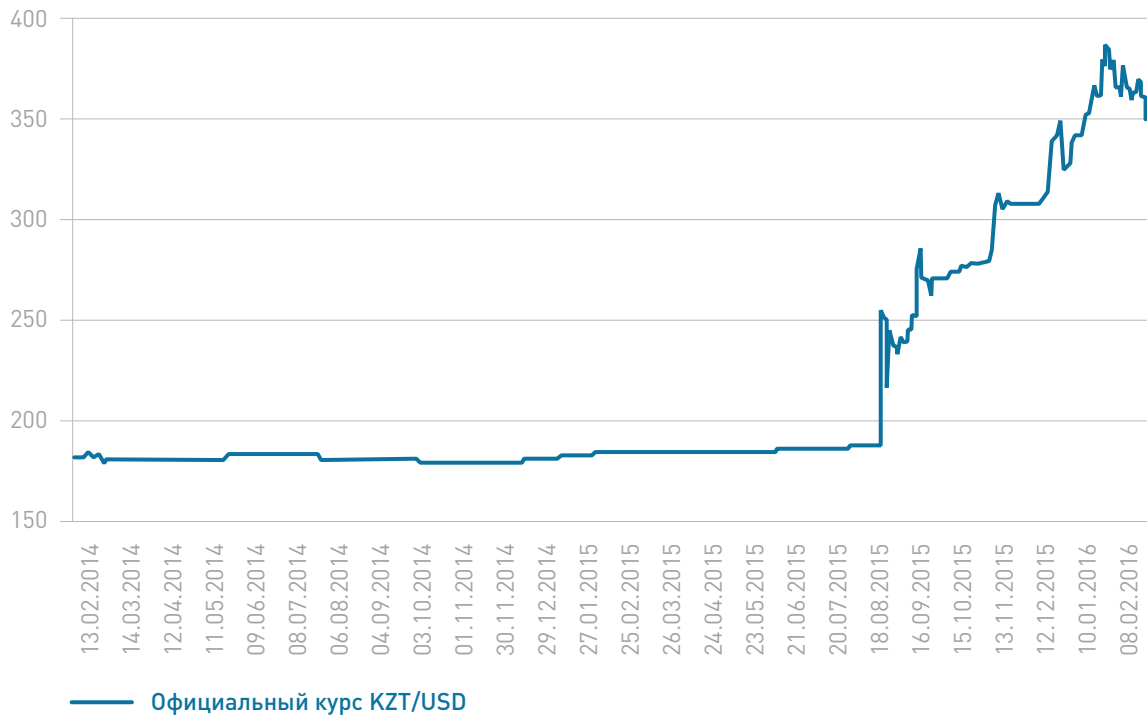
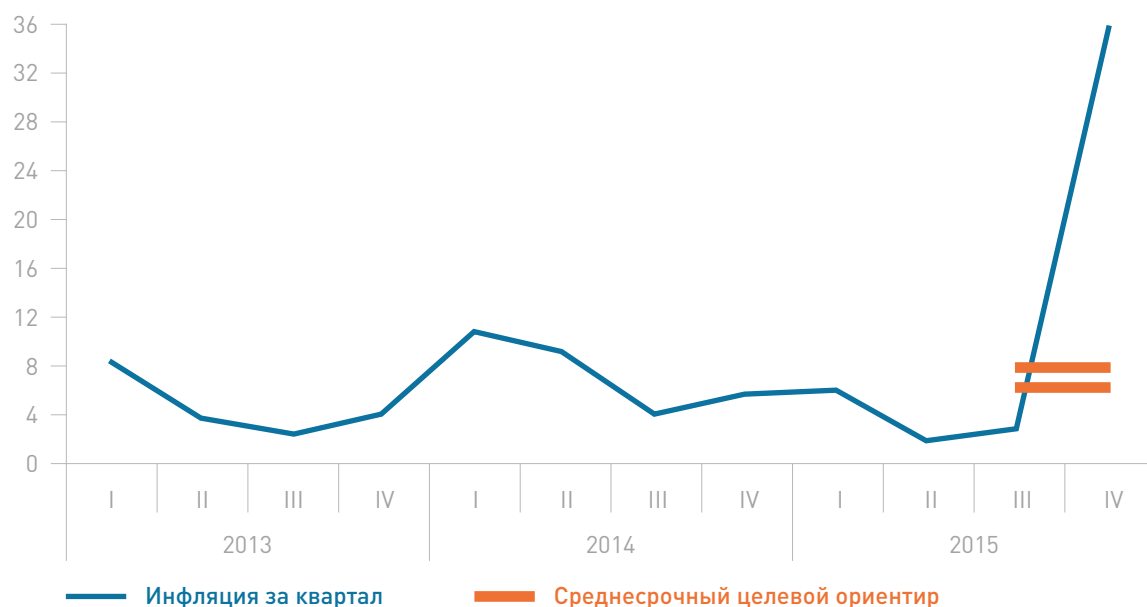


Рисунок 2.3.
Обменный курс
казахского тенге
к доллару США

Источник: Национальный Банк Казахстана.

Режим ДКП в данный период мог быть охарактеризован как таргетирование обменного курса. Валютные интервенции Национального Банка Казахстана являлись основным фактором, формирующим динамику ликвидности банков и определяющим реализацию денежно-кредитной политики (IMF, 2014b). Хотя роль инструментов регулирования ликвидности в 2015 году возросла, до 2014 года Национальный Банк Казахстана не проводил активных операций на межбанковском рынке. Соответственно, ни одна из ставок в полной мере не выполняла функцию ключевой ставки ДКП и не задавала операционный ориентир для ставок денежного рынка. В результате увеличения давления на внутреннем валютном рынке в конце 2014 года волатильность процентных ставок денежного рынка значительно возросла. Так, в отдельные дни декабря 2014 года уровень ставок на межбанковском рынке приближался к 100% годовых (Национальный Банк Казахстана, 2014). Ужесточение ДКП под влиянием нестерилизованных валютных интервенций оказывало понижающее воздействие на темпы экономического роста и инфляцию (см. рисунок 2.4). В условиях ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры, жесткой ДКП и снижения внутреннего частного спроса рост ВВП Казахстана с начала 2015 года замедлился, но оставался положительным (1.2% по итогам 2015 года), в том числе благодаря мощному фискальному импульсу в рамках бюджетного правила и увеличению расходов Национального фонда Казахстана в рамках программы «Нурлы Жол».

Рисунок 2.4. Индекс потребительских цен в Казахстане, % годовых



Источник: расчеты авторов на основе данных Комитета по статистике Казахстана и Национального Банка Казахстана.

С 20 августа 2015 года правительство и Национальный Банк Казахстана заявили о смене режима денежно-кредитной политики и переходе на таргетирование инфляции, а также ввели режим свободно плавающего обменного курса национальной валюты.

Среднесрочной основной целью ДКП Национального Банка Казахстана является снижение годовой инфляции до уровня ниже 3–4% к 2020 году (Национальный Банк Казахстана, 2015). Была введена коридорная система инструментов регулирования ликвидности, включающая операции на открытом рынке и постоянно доступные инструменты, и установлена базовая ставка Нацбанка.

Фактически в течение сентября 2015 — января 2016 года режим ДКП носил неустойчивый характер, что не позволяет классифицировать его стандартным образом. Для стабилизации ситуации на валютном рынке в течение сентября и октября 2015 года проводились валютные интервенции, при этом доля Национального Банка Казахстана на валютном рынке достигала 60%. Динамика обменного курса с середины сентября по середину декабря 2015 года соответствовала режиму, подобному скользящей привязке. Базовая ставка Национального Банка Казахстана была повышена с 12% годовых в сентябре до 16% годовых в октябре. Вместе с тем в январе 2016 года объем валютных интервенций был минимизирован. С 2 февраля Национальный Банк объявил о возобновлении постоянно доступных операций регулирования ликвидности и повысил базовую ставку до 17% годовых.

2.4. Курсовая и денежно-кредитная политика в Беларуси

Основной целью ДКП Национального банка Беларуси является ограничение инфляции: в 2015 году – в пределах $18 \pm 2\%$, в 2016-м – 12% (Национальный банк Республики Беларусь, 2015b). Данный уровень инфляции достигается путем контроля над денежным предложением.

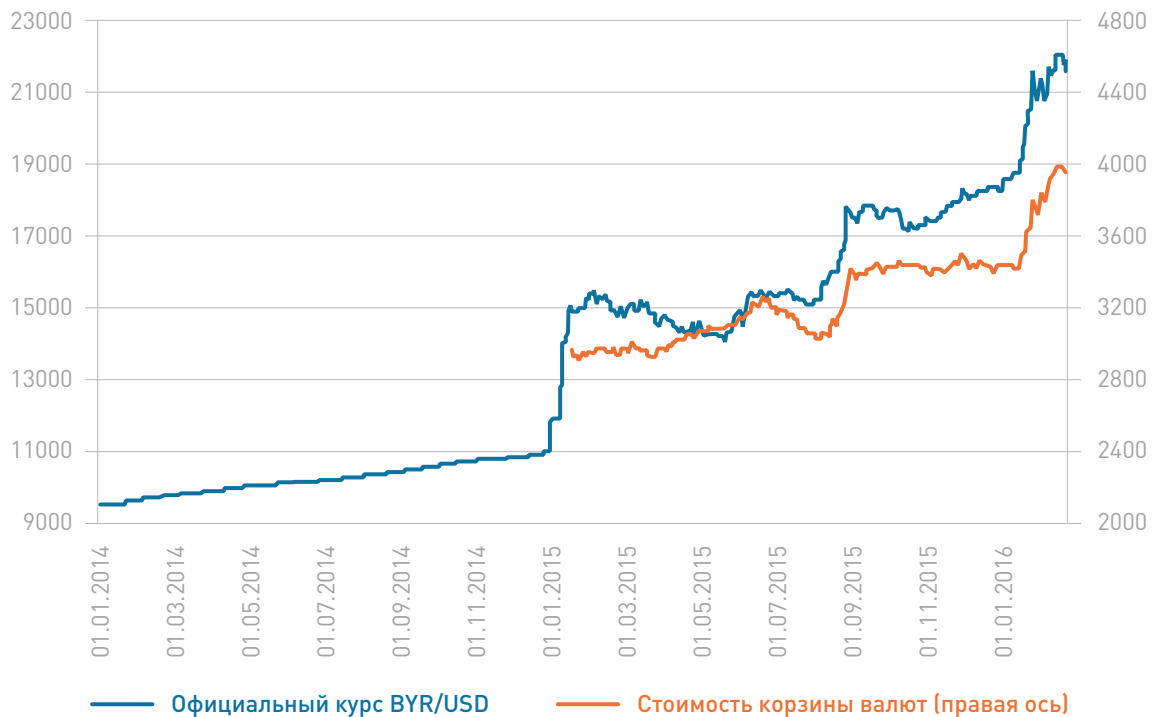
Фактически с 2015 года Национальный банк Беларуси использует режим монетарного таргетирования. В качестве промежуточного ориентира ДКП установлен прирост широкой денежной массы (агрегат М3) по постоянному курсу. Необходимая динамика денежной массы обеспечивается путем регулирования денежной базы, прирост которой является операционным ориентиром ДКП. Целевые параметры прироста достигаются с использованием коридорной системы инструментов регулирования ликвидности, включая операции на открытом рынке и постоянно доступные инструменты. Так как Национальный банк Беларуси перешел к управлению количеством денег в экономике, процентные ставки по операциям на открытом рынке и ставки на межбанковском рынке определяются эндогенно, под воздействием рыночных факторов.

В рамках курсовой политики с 2015 года Национальный банк Беларуси отказался от режима, подобного скользящей привязке, и внедрил более гибкую систему курсообразования (см. рисунок 2.5). В рамках нового режима Национальный банк не стремится формировать обменный курс на заданном уровне или среднесрочной траектории. Валютные интервенции проводятся в целях недопущения значительных временных колебаний курса белорусского рубля к корзине иностранных валют и фактически сглаживают динамику стоимости корзины, рассчитываемой как среднее геометрическое взвешенное двусторонних курсов белорусского рубля к доллару США, евро и российскому рублю с весами 0.3, 0.3 и 0.4 соответственно (Национальный банк Республики Беларусь, 2015a).

В рамках действующей методологии МВФ курсовой режим в Беларуси может быть отнесен к категории плавающего обменного курса. Для более точного отражения курсового режима также может быть применен термин «управляемое плавание», под которым подразумевается режим обменного курса, когда монетарные власти не проводят валютные интервенции с целью предотвращения корректировки реального курса к равновесному уровню, но могут проводить интервенции для других целей, в частности сглаживания курсовых колебаний или недопущения отклонения реального курса от равновесия (Ghosh, Ostry, Qureshi, 2014).

В условиях негативных внешних шоков в 2015 году в рамках действующего режима КДКП экономическая политика была направлена на обеспечение макроэкономической сбалансированности. Национальный банк осуществлял жесткий контроль за денежным предложением. С одной стороны, с учетом ослабления обменного курса это способствовало ребалансировке экономики. С другой стороны, в условиях проциклически жесткой бюджетно-налоговой политики это также ограничило внутренний спрос. Рост ВВП вошел в отрицательную область и по итогам 2015 года составил – 3.9% . Инфляция снизилась ниже целевого коридора и составила 12% (см. рисунок 2.6).

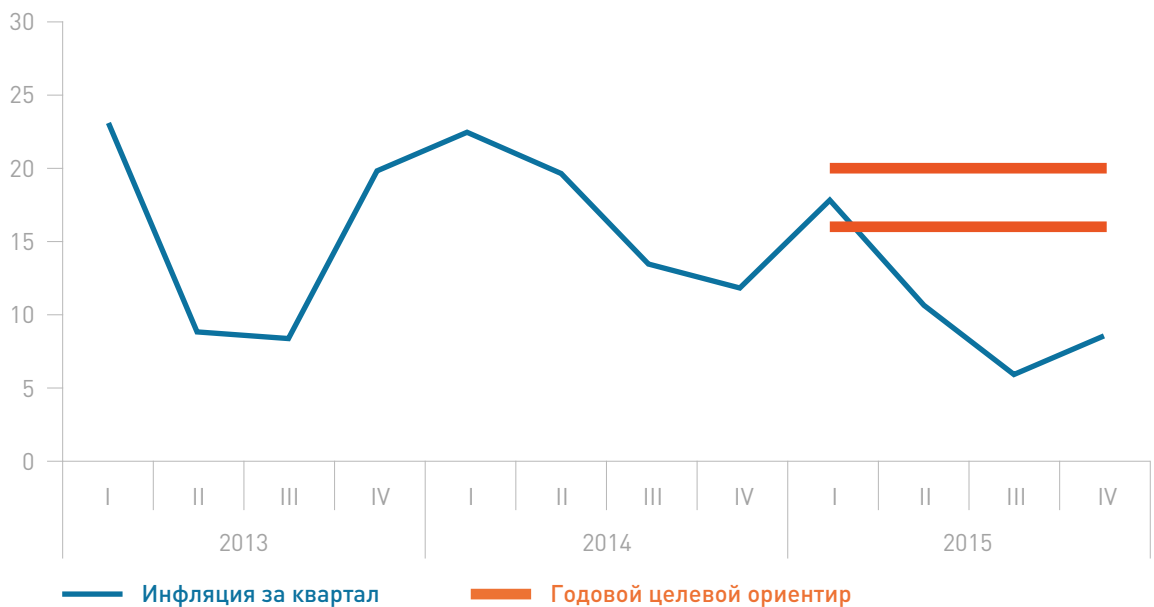
Рисунок 2.5.
Обменный курс
белорусского
рубля к доллару
США и стоимость
корзины валют



Примечание: стоимость корзины иностранных валют рассчитывается как среднее геометрическое взвешенное двусторонних курсов белорусского рубля к доллару США, евро и российскому рублю с весами 0.3, 0.3 и 0.4 соответственно.

Источник: данные Национального банка Республики Беларусь.

Рисунок 2.6. Индекс потребительских цен в Беларуси, % годовых



Источник: расчеты авторов на основе данных Белстата и Национального банка Республики Беларусь.

В среднесрочном периоде Национальный банк Беларуси намерен осуществлять дальнейшее постепенное снижение инфляции — до 5% годовых к 2020 году (Сюльжина, 2015). При низких уровнях инфляции режим монетарного таргетирования может быть недостаточно эффективным в связи с неустойчивым спросом на деньги, поэтому в перспективе может потребоваться выбор нового режима ДКП. Хотя монетарные власти официально не высказали намерений на этот счет, наиболее вероятным выбором является режим таргетирования инфляции.

2.5. Курсовая и денежно-кредитная политика в Армении

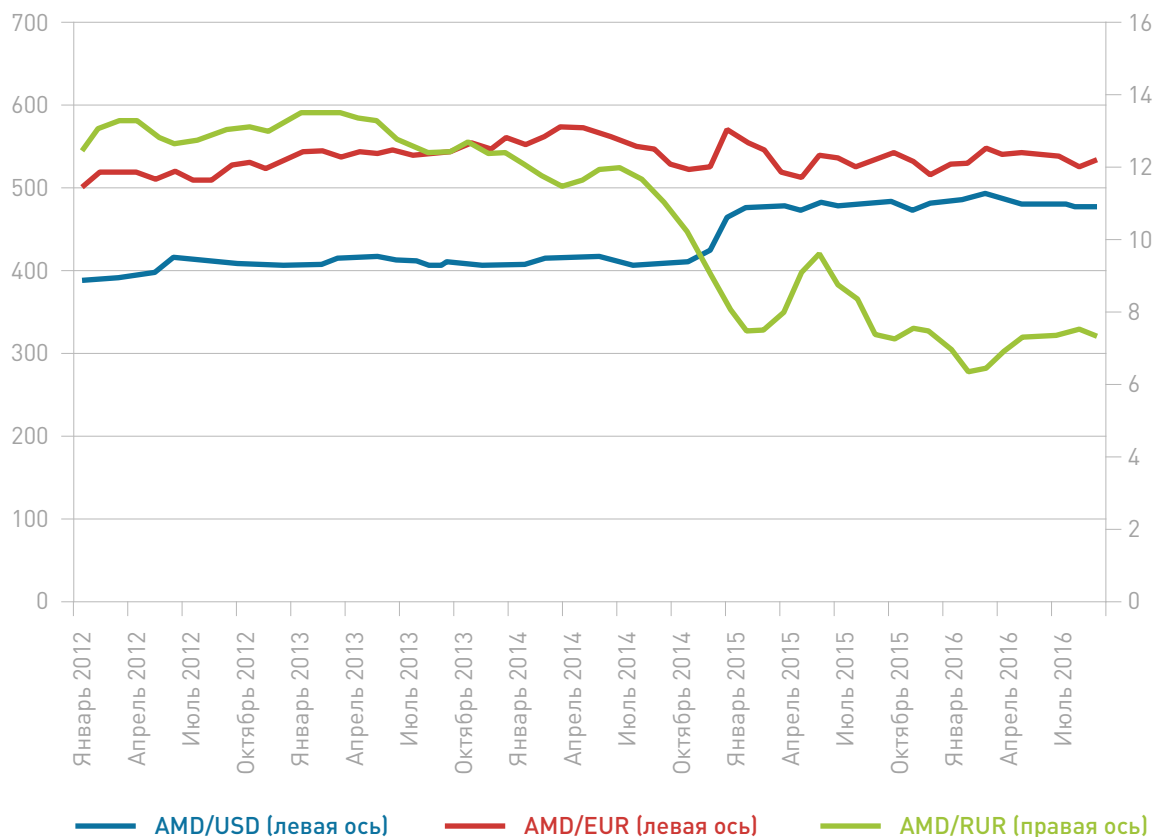
С 2006 года Центральный банк Армении выстраивает свою работу в рамках режима таргетирования инфляции. Конечной целью ДКП является поддержание инфляции на уровне 4% (Центральный банк Армении, 2015). Также учитываются отклонения выпуска от долгосрочного уровня. Достижение заявленной цели базируется на построении среднесрочных (трехлетних) прогнозов инфляции и выработке на их основе мер денежно-кредитной политики.

Центральный банк Армении обеспечивает достижение цели по инфляции путем воздействия на процентные ставки. Операционный ориентир для краткосрочных межбанковских ставок задает ставка рефинансирования. Для достижения операционного ориентира Центральный банк использует инструменты регулирования ликвидности банков — в основном семидневное репо.

Центральный банк обладает развитым модельным аппаратом и осуществляет построение прогнозов в рамках системы прогнозирования и анализа мер монетарной политики. Проводится активная коммуникационная политика. В том числе публикуются инфляционный отчет и подробный протокол заседаний правления (Центральный банк Армении, 2015; СВА, 2015а).

Вместе с тем режиму ДКП в Армении присущ ряд аспектов, нехарактерных для «чистого» таргетирования инфляции. Прежде всего, это касается динамики курса. Хотя Центральный банк Армении не принимал обязательств относительно обменного курса, фактический курс драма к доллару США является чрезвычайно стабильным и в течение 2015 года не выходил за пределы 2%-ного диапазона 472.3–481.8 драма за доллар США, за исключением отдельных дней. Имеющиеся данные свидетельствуют о проведении Центральным банком валютных интервенций, в том числе чистой продажи иностранной валюты на протяжении большей части года (СВА, 2015b). МВФ, однако, классифицирует режим обменного курса Армении в 2015 году как плавающий (см. International Monetary Fund, 2016). Можно отметить, что интервенции Центрального банка имели эпизодичный характер и были направлены на сглаживание колебаний курса, связанных с сезонностью транзакций по платежному балансу. В упомянутом докладе МВФ приводит позицию уполномоченных органов денежно-кредитного регулирования Армении о согласии с МВФ в том, что ограничение интервенций и обеспечение большей двусторонней гибкости обменного курса способствуют обеспечению необходимых корректировок внешнего давления (International Monetary Fund, 2016).

Рисунок 2.7.
Обменный курс
армянского драма



Примечание: армянских драмов за единицу иностранной валюты.

Источник: данные Центрального банка Армении и расчеты авторов.

Также необходимо отметить, что проводимый нами анализ охватывает период до конца 2015 года, тогда как текущая ситуация может быть иной.

Стабильная динамика курса драма в прошлом не подразумевает соответствующих планов или обязательств монетарных властей относительно дальнейшей динамики. Также она не подразумевает оценок относительно устойчивости либо оптимальности курсовой политики. Напротив, мы не обладаем достаточной информацией о дальнейших планах Центрального банка Армении по стабилизации обменного курса драма к доллару США и, соответственно, не можем установить соотношение между целью по инфляции и целью по обменному курсу. Поэтому полагаем, что Центральный банк Армении придерживается в своей политике стратегии таргетирования инфляции, несмотря на стабильность курса в течение рассматриваемого периода.

Другой потенциальной проблемой в части реализации режима таргетирования инфляции является работа процентного канала трансмиссионного механизма ДКП.

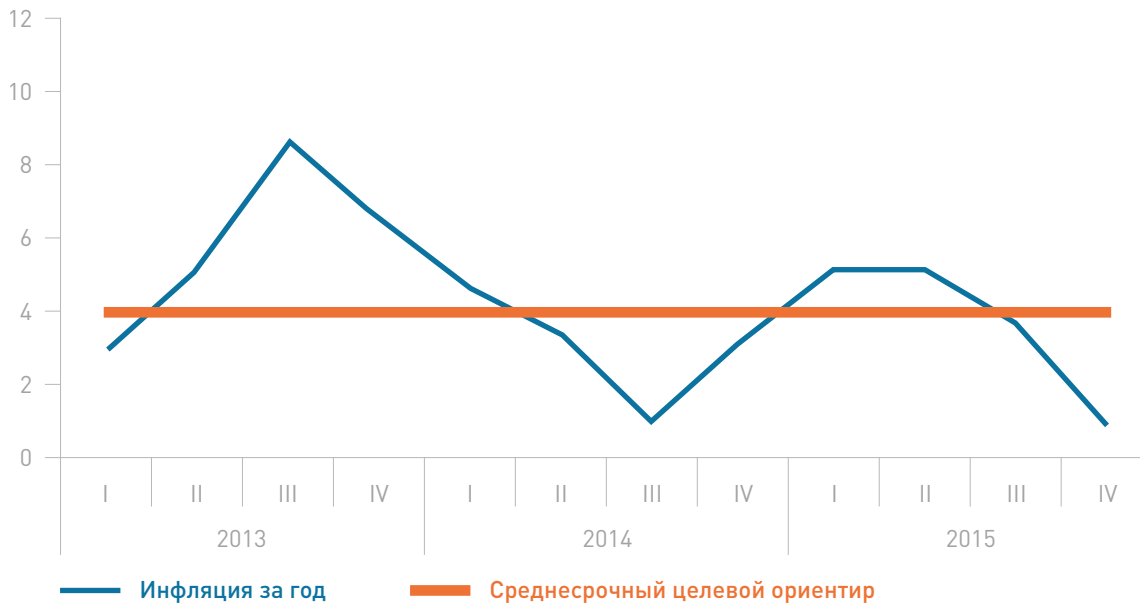


Рисунок 2.8. Индекс потребительских цен в Армении, % годовых

Источник: расчеты авторов на основе данных Армстата и Центрального банка Армении.

Хотя ставка рефинансирования рассматривается в качестве основной ставки — инструмента ДКП, в ноябре 2014 года ее динамика временно шла вразрез с другими инструментами ЦБ. В ответ на значительные внешние шоки ставка рефинансирования была постепенно повышена в декабре 2014 — феврале 2015 года до 10.5%. Основная реакция ДКП была реализована через повышение в декабре до 20% ставки ломбардного репо, которая начала задавать ориентир для межбанковских ставок. В данном случае речь идет о повышении верхней границы коридора процентных ставок по инструментам регулирования ликвидности. С начала 2015 года разнонаправленная динамика ставки рефинансирования и ставки ломбардного репо могла потенциально посылать смешанные сигналы рынку. Несмотря на резкие изменения краткосрочных процентных ставок, ставки по кредитам в драмах оставались весьма устойчивыми на протяжении 2013 — начала 2015 года (Центральный банк Армении, 2015), что может свидетельствовать об изъянах трансмиссионного механизма ДКП.

Жесткая ДКП компенсировала инфляционное давление со стороны обменного курса, в результате чего инфляция оставалась вблизи целевого ориентира (см. рисунок 2.8). Действия Центрального банка в первую очередь были направлены на закрепление инфляционных ожиданий, что позволило добиться снижения долгосрочных процентных ставок. При этом фискальный импульс в рамках контрциклической бюджетно-налоговой политики оказал значимую поддержку внутреннему спросу и поддержал темпы экономического роста на положительном уровне.

2.6. Курсовая и денежно-кредитная политика в Кыргызстане

Основной целью ДКП в Кыргызстане определено достижение и поддержание стабильности цен. При этом одной из основных задач является содействие долгосрочному экономическому росту республики. До 2013 года достижение главной цели ДКП осуществлялось в рамках режима монетарного таргетирования, а количественный ориентир по инфляции устанавливался ежегодно, исходя из текущей ситуации и среднесрочных прогнозов. В 2014 году Национальный банк Кыргызской Республики перешел от режима таргетирования денежных агрегатов к режиму таргетирования процентной ставки. С этой целью рыночный механизм формирования размера учетной ставки был заменен на директивный способ (правление НБКР принимает решение о ее размере на основе среднесрочного прогноза ВВП, инфляции и других макропоказателей). Границы процентного коридора по инструментам управления ликвидностью устанавливаются следующим образом: верхней границей коридора является ставка по кредитам овернайт, нижней границей — ставка по депозитам овернайт. Границы процентного коридора симметричны относительно учетной ставки. Ранее использовавшийся промежуточный ориентир ДКП — объем денежной массы — был заменен на установление процентных ставок денежного рынка на уровне, близком к учетной ставке Национального банка. Кроме этого, в конце 2014 года в Национальной стратегии устойчивого развития Кыргызской Республики на период 2013–2017 годов был введен долгосрочный ориентир по инфляции в 5–7% и активизирована коммуникационная политика (в частности, стали публиковаться пресс-релизы заседаний правления по учетной ставке и проводиться пресс-конференции). Несмотря на то что НБКР адаптировал некоторые элементы таргетирования инфляции, явных заявлений о переходе к данному режиму ДКП пока сделано не было.

Процесс внедрения элементов таргетирования инфляции осложнен рядом проблем. Одна из них — ширина процентного коридора, имеющая тенденцию к увеличению, что снижает способность Национального банка Кыргызстана удерживать ставки по операциям репо на межбанковском рынке вокруг учетной ставки. Другая проблема заключается в обязательстве НБКР балансировать между инфляцией и экономическим ростом. Так, в целях содействия экономическому росту в марте 2016 года Национальный банк увеличил объем кредитов, выдаваемых коммерческим банкам на нерыночных условиях сроком на шесть месяцев, на 42.7% по сравнению с аналогичным месяцем предыдущего года. Это в свою очередь привело к снижению ставок денежного рынка до 1.7% (среднее за апрель-май 2016 года), в то время как учетная ставка НБКР была установлена на уровне 8.0%. Тем самым Национальный банк Кыргызстана посылает смешанные сигналы рынку и, как следствие, препятствует формированию процентного канала трансмиссионного механизма ДКП.

Кроме того, фактический режим курсовой политики накладывает свои ограничения в процессе адаптации элементов таргетирования инфляции. Де-юре объявлен режим управляемого плавания, или плавающего обменного курса, однако, как и в случае с Беларусью, такая классификация является весьма условной (см. рисунок 2.9).

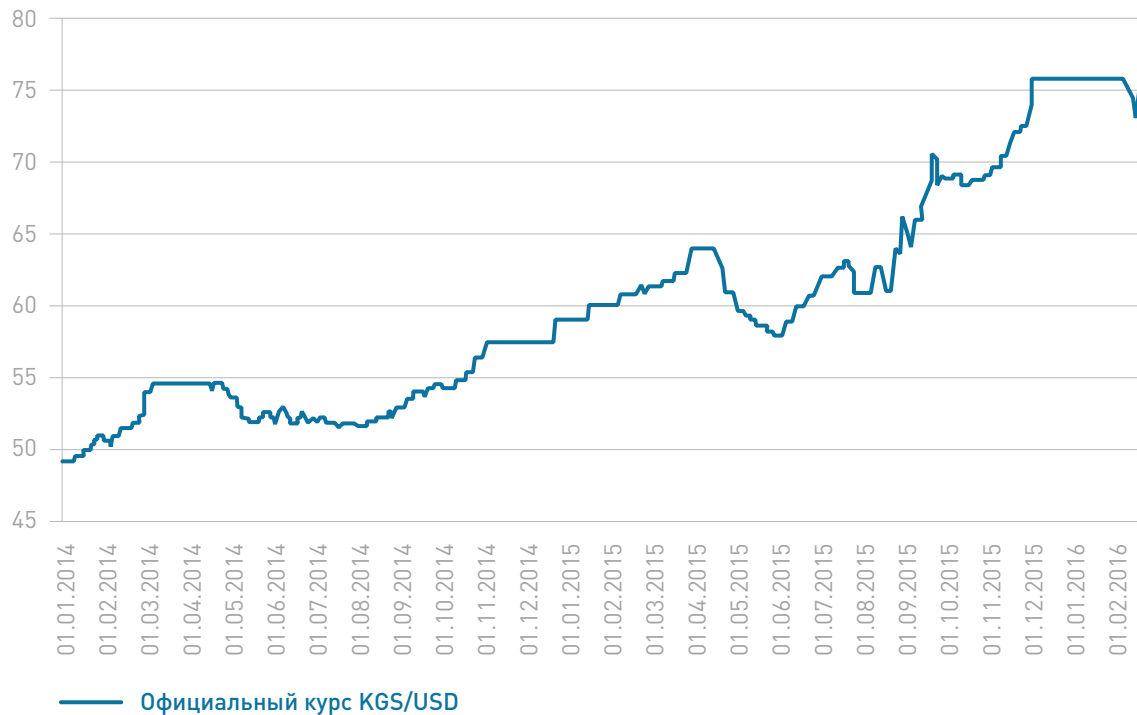


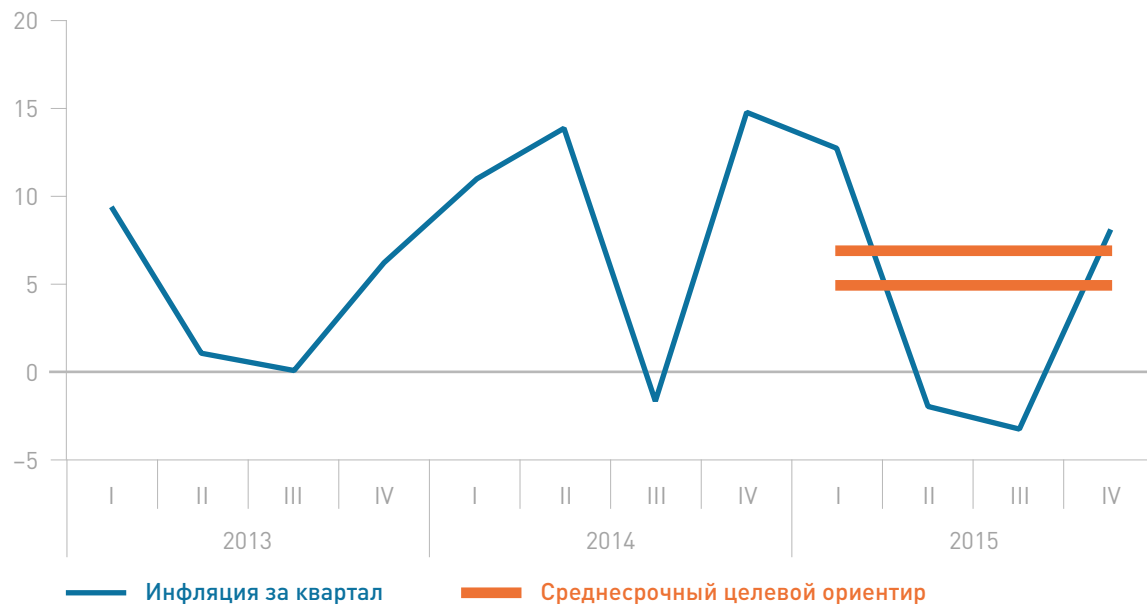
Рисунок 2.9.
Обменный курс
кыргызского сома
к доллару США

Источник: данные Национального банка Кыргызстана.

Национальный банк Кыргызстана не устанавливает обязательства по обменному курсу, но в отдельные дни проводит интервенции для сглаживания курсовых колебаний. Дефицит текущего счета достиг 25.3% ВВП по итогам 2014 года, что может свидетельствовать о переоцененности обменного курса. Вместе с тем, по оценкам МВФ, обменный курс сома в целом является сбалансированным, так как внешнеторговый дисбаланс в значительной степени обусловлен связанными потоками финансирования и государственными инвестициями в энергетику и инфраструктуру (IMF, 2015).

Остается неясным механизм принятия решений: в частности, в какой степени ДКП является вперед смотрящей и основана на прогнозах, а в какой степени реагирует на изменения в экономике постфактум. Косвенным свидетельством последнего может служить повышение и понижение учетной ставки НБКР в течение 2015 года, следовавшее, как правило, за динамикой валютной пары сом/доллар. Одним из следствий быстро меняющихся решений по размеру учетной ставки является снижение эффективности работы процентного канала. В частности, для предпринятых в конце 2014 года мер по ужесточению ДКП было отведено недостаточно времени, чтобы импульсы от повышения ключевой процентной ставки транслировались на рынок депозитов и кредитов: в течение сентября 2014 – января 2015 года учетная ставка была повышена с 6.5 до 11%, однако ставки по кредитам и депозитам в национальной валюте оставались стабильными.

Рисунок 2.10. Индекс потребительских цен в Кыргызстане, % годовых



Источник: расчеты авторов на основе данных Национального статистического комитета и Национального банка Кыргызстана.

Эффективной реализации ДКП также препятствуют значительный неформальный сектор, высокая долларизация экономики и высокая подверженность внешним шокам (Jenish, Kyrgyzbaeva, 2012). В результате показатель инфляции в Кыргызстане остается весьма волатильным (см. рисунок 2.10).

2.7. Различия, общие характеристики и тенденции развития режимов ДКП в государствах — членах ЕАЭС

В настоящее время режимы курсовой и денежно-кредитной политики весьма значительно различаются между государствами — членами ЕАЭС, что свидетельствует о большом потенциале для усиления координации (см. таблицу 2.1). Если в России, Беларуси и Кыргызстане наблюдается гибкий обменный курс, то в Армении фактическая динамика курса драма к доллару США остается стабильной, что, однако, не свидетельствует о цели Центрального банка по курсу. В Казахстане объявлен переход от режима привязки к гибкому курсообразованию. Соответственно, существенно различаются режимы ДКП. Россия с 2015 года перешла к стандартному таргетированию инфляции. Армения придерживается стратегии таргетирования инфляции, однако взаимодействие цели по инфляции и незначительно волатильного обменного курса армянского драма к доллару США не в полной мере прозрачно. В Казахстане и Кыргызстане инфляция установлена в качестве основной цели ДКП, процентные ставки — в качестве операционного ориентира, но ряд трудностей в реализации монетарной политики не позволяют однозначно классифицировать режим ДКП. Беларусь с 2015 года перешла к монетарному таргетированию.

2. РЕЖИМЫ КУРСОВОЙ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В ГОСУДАРСТВАХ — ЧЛЕНАХ ЕАЭС

Режимы денежно-кредитной политики	Режимы курсовой политики			
	Мягкая привязка	Промежуточный	Гибкий курс	
	Стабилизированный		Плавающий (управляемое плавание)	Свободно плавающий
Монетарное таргетирование			Беларусь	
Таргетирование инфляции	Армения			Россия
Иной режим*		Казахстан	Кыргызстан	

Таблица 2.1.
Классификация режимов курсовой и денежно-кредитной политики в государствах — членах ЕАЭС (по состоянию на 1 августа 2015 года)

*Режим ДКП устанавливает инфляцию в качестве основной цели ДКП и процентные ставки в качестве операционного ориентира.

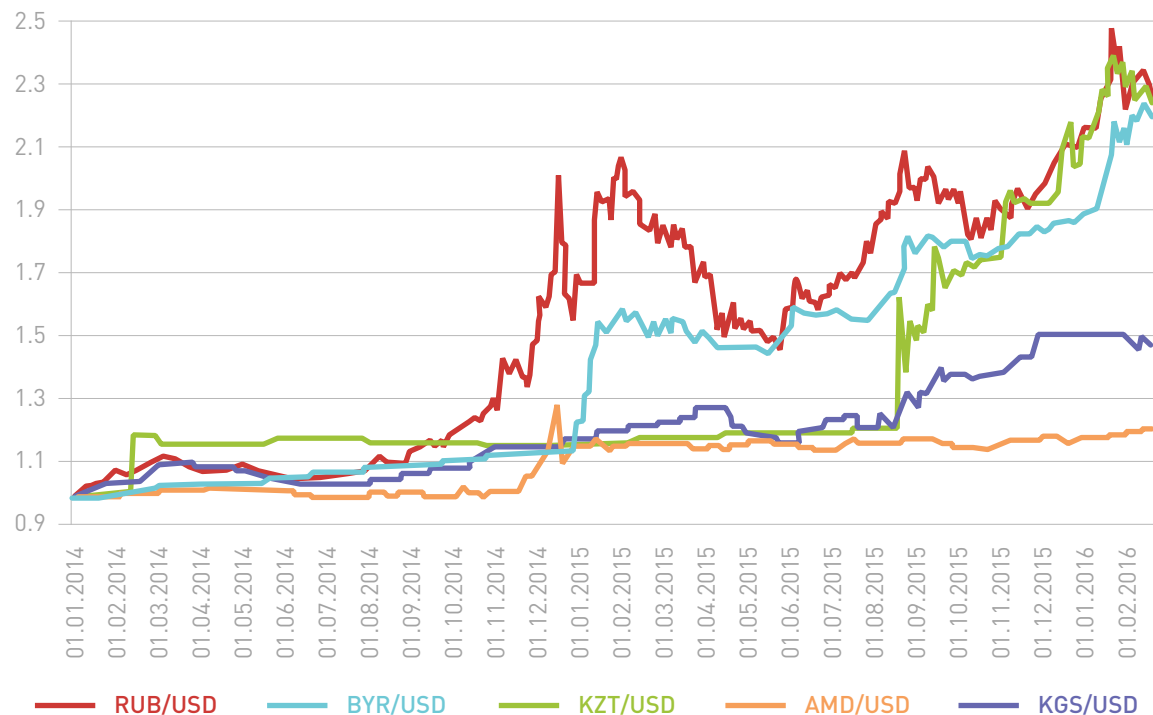
Источник: составлено авторами.

Внешнеэкономический шок и девальвация российского рубля в конце 2014 — начале 2015 года затронули все государства — члены ЕАЭС. В целом во всех странах была проведена корректировка обменного курса и ужесточена денежно-кредитная политика. Однако, учитывая различия режимов КДКП, динамика и степень реакции валютных курсов на проводимую политику между странами значительно различались (см. рисунок 2.11). Реакция органов денежно-кредитного регулирования на внешние шоки в этот период была схожей: курсы валют были снижены, процентные ставки повышены, причем в большинстве стран коридор процентных ставок был расширен; в некоторых случаях расширение было асимметричным, за счет повышения верхней границы; ставки денежного рынка находились вблизи верхней границы процентного коридора, в некоторых случаях превысили их. В условиях ухудшения геополитической ситуации и резкого снижения цен на сырьевые товары обменный курс российского рубля в конце 2014 года резко ослабился к основным мировым валютам, что, вероятно, ускорило переход России к плавающему обменному курсу. Для сдерживания инфляционного давления и резкого ослабления рубля Банк России в декабре 2014 года существенно повысил ключевую ставку, а с 2015 года начал процесс ее медленного снижения.

Беларусь вслед за Россией (с некоторой задержкой) провела корректировку обменного курса белорусского рубля к доллару США. При этом Национальный банк Беларуси перешел к новому режиму ДКП и на 2015 год установил жесткие целевые параметры по росту денежной массы.

Армения провела резкую корректировку обменного курса драма к доллару США в конце 2014 года. При этом динамика курса после данного эпизода осталась стабильной, и курс стал даже менее волатилен, чем в 2012–2014 годах. Для ограничения инфляционного давления ставка рефинансирования была постепенно повышена в декабре 2014 — феврале 2015 года; однако фактически она временно утратила роль ключевой ставки, и основной ориентир для денежного рынка задавала ставка ломбардного репо.

Рисунок 2.11.
Индексы обменных
курсов национальных валют
к доллару США,
01.01.2014 = 1



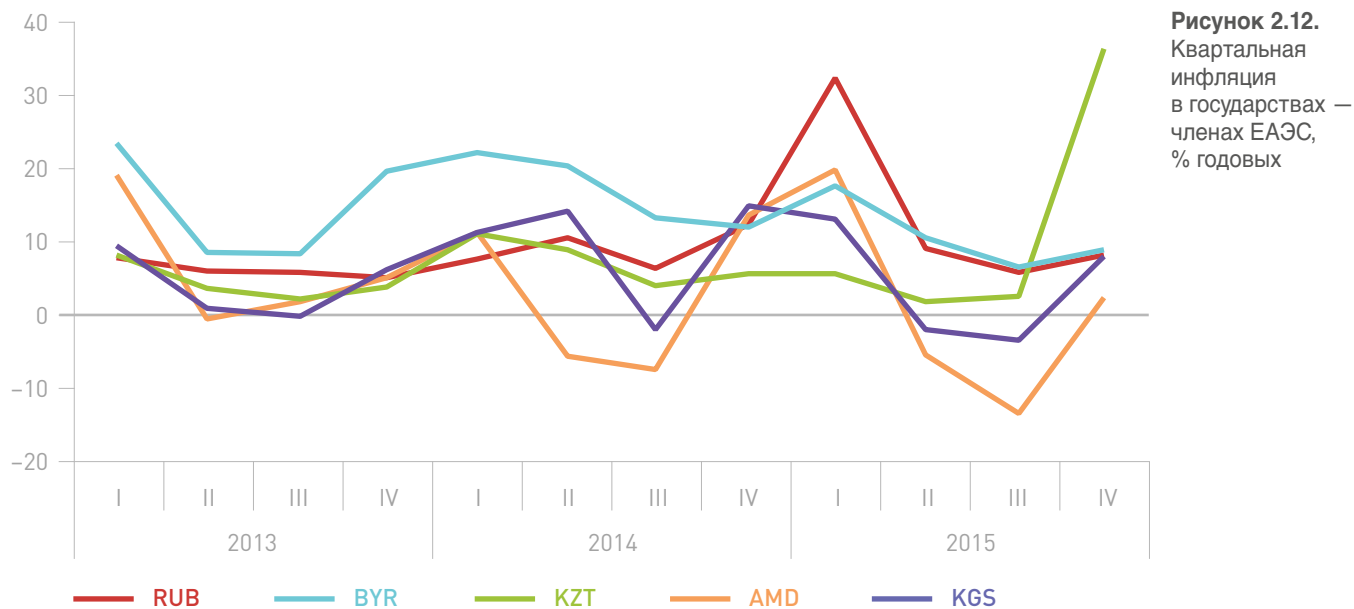
Источник: данные центральных (национальных) банков.

Кыргызстан допустил плавное ослабление сома к доллару США.

Национальный Банк Казахстана, обладая значительными золотовалютными резервами, стремился сохранить уровень привязки тенге к доллару США за счет проведения валютных интервенций при одновременном ужесточении ДКП, однако 20 августа 2015 года допустил девальвацию тенге. Одновременно правительство и Национальный Банк Казахстана заявили о смене режима ДКП.

Фискальная политика в 2015 году во всех странах ЕАЭС, кроме Беларуси, носила стимулирующий характер. Имея значительные фонды, сформированные за счет нефтяных доходов, Россия и Казахстан придали фискальный импульс экономике. Кыргызстан активно использовал привлечение внешних ресурсов, прежде всего из Китая, для реализации программы государственных инвестиций. В Армении также было реализовано фискальное стимулирование экономики в рамках контрциклической бюджетно-налоговой политики. При отсутствии значительных резервов в условиях пиковых платежей по внешним долгам возможности для проведения контрциклической политики в Беларуси и придания фискального импульса экономике оставались ограниченными.

2. РЕЖИМЫ КУРСОВОЙ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В ГОСУДАРСТВАХ — ЧЛЕНАХ ЕАЭС



Источник: расчеты авторов на основе данных национальных статистических комитетов государств — членов ЕАЭС.

В условиях дальнейшего ухудшения внешнеэкономической ситуации в конце 2015 года в странах ЕАЭС потребовалось проведение дополнительной макроэкономической корректировки. Учитывая повышение гибкости обменного курса, в большинстве стран такая корректировка была проведена более синхронно, чем в начале 2015 года, — за счет ослабления обменного курса и приостановки цикла смягчения (нормализации) ДКП.

С учетом неоднородности реакции денежно-кредитной политики на внешние шоки, уровень инфляции в странах ЕАЭС в 2015 году существенно различался. В странах, которые провели более значительную корректировку обменного курса, уровень годовой инфляции оставался выше. При этом во всех странах, кроме Казахстана, в I квартале 2015 года наблюдался всплеск цен, но за счет жестких мер ДКП во II квартале уровень инфляции был резко снижен (см. рисунок 2.12). В Казахстане период курсовой корректировки и быстрого роста цен пришелся на III–IV кварталы 2015 года.

Несмотря на значительные различия в текущих режимах ДКП между государствами — членами ЕАЭС, следует отметить схожие планы и общие тренды ее дальнейшего развития — в частности, переход к режиму таргетирования инфляции с гибким обменным курсом, что создает базу для дальнейшей координации курсовой и денежно-кредитной политики. Так, Россия с 2015 года фактически использует режим ТИ. Армения также придерживается этой стратегии, однако может потребоваться повышение гибкости обменного курса драма.

Таблица 2.2.
Среднесрочные цели по инфляции в государствах — членах ЕАЭС

Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
4%	5%	3–4%	5–7%	4%

Источник: данные центральных (национальных) банков государств — членов ЕАЭС.

Казахстан заявил о введении таргетирования инфляции. Среднесрочные планы развития ДКП Кыргызстана также фактически совпадают с движением в сторону ТИ. Хотя Беларусь не заявила о намерении введения таргетирования инфляции, в перспективе данный переход представляется наиболее вероятным. Среднесрочные целевые показатели инфляции для государств — членов ЕАЭС также в значительной степени совпадают (см. таблицу 2.2).

3. Анализ каналов монетарной трансмиссии в государствах — членах ЕАЭС

Данная глава посвящена анализу работы каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в государствах — участниках ЕАЭС, а также выявлению различных аспектов их функционирования.

В предшествующих исследованиях каналов монетарной трансмиссии в России отмечается важная роль канала банковского кредитования и эффекта благосостояния населения (Дробышевский, Трунин, Каменских, 2008). У Моисеева (2002) и Дмитриева, Шугаля (2006) было показано действие канала обменного курса. В более поздней работе Леонтьева (2013) приходит к выводу, что канал обменного курса остался единственным действенным инструментом монетарной политики в России, в то время как канал процентной ставки и банковского кредитования не работают из-за ограниченного влияния Центрального банка на банковский сектор. К такому же выводу приходит Маслов (Maslov, 2012), подчеркивая при этом высокую роль инфляционных ожиданий, которые нарушают действие каналов монетарной трансмиссии, а в краткосрочном периоде приводят к результатам, противоположным ожидаемым монетарными властями.

Анализу трансмиссионных механизмов в Беларуси также посвящено достаточно большое количество работ. В публикациях Богетича и Младенович (Bogetić, Mladenović, 2006), Крука (2008), Хорвата и Маино (2006), Каллаура, Комкова и Черноокого (2005), Коршуна (2010) показано, что основным каналом денежной трансмиссии является канал обменного курса. Существует также влияние канала узкого кредитования и канала процентной ставки. При этом Мирончик (2015) подчеркивает, что высокие инфляционные и девальвационные ожидания существенно затрудняют эффективное использование каналов денежной трансмиссии.

Эффективность каналов монетарной трансмиссии в Армении также является ограниченной из-за проблемы долларизации. Соответственно, эмпирические оценки показывали, что канал процентной ставки оказывал лишь частичное влияние на реальный сектор, в то время как канал обменного курса являлся наиболее значимым (Dabla-Norris, Floerkemeier, 2006; Bordon, Weber, 2010).

В отличие от Армении, Беларуси и России, эффективность работы канала валютного курса не подтверждалась для Казахстана. Исакова (Isakova, 2008) и Джамиллов (Jamilov, 2012) на основании авторегрессионных моделей с распределенными лагами также приходят к выводу об отсутствии в Казахстане канала банковского кредита. Влияние же канала процентной ставки ограничивается только банковским сектором. Дальнейший переход этого влияния на реальный сектор остается нестабильным.

Схожие выводы авторы делают и при анализе механизма монетарной трансмиссии в Кыргызстане. Монетарная политика через каналы банковского кредитования и процентных ставок не оказывает влияния на динамику реального сектора.

Джамиллов (Jamilov, 2012) приходит к выводу о неэффективности и канала обменного курса. Во многом это связано с тем, что крайне высокое значение для экономической политики в этой стране имеет поток денежных переводов от трудовых мигрантов.

3.1. Методология анализа

Структурные векторные авторегрессионные модели (SVAR) являются традиционным средством эконометрического анализа трансмиссионного механизма монетарной политики. Например, в работе Мишра и Монтелья (Mishra, Montiel, 2013) рассматривается оценка эффективности трансмиссионного механизма монетарной политики при помощи SVAR-моделей в странах с низким доходом на душу населения (страны Африки, расположенные к югу от Сахары, переходные экономики Центральной и Восточной Европы, переходные экономики Центральной Азии, страны Ближнего Востока и Северной Африки, Азиатского и Тихоокеанского бассейна, а также Латинской Америки и Карибского моря). Рассмотрев большой массив исследований по указанным странам, авторы отмечают ряд существенных методологических проблем. Во-первых, фактор открытости экономики зачастую не принимается во внимание при эконометрическом моделировании. Кроме того, игнорирование взаимодействия монетарной политики с политикой обменного курса ведет к неверной спецификации используемых моделей. Во-вторых, часто не учитываются специфические особенности национальных монетарных политик, а идентификация моделей основывается на результатах исследований по промышленно развитым странам, широко представленным в экономической литературе. В-третьих, очень редко учитываются страновые изменения (например, реформы финансового сектора, изменения режима валютного курса и др.), оказывающие существенное влияние на трансмиссионный механизм монетарной политики. В результате во многих случаях не удается получить надежные и убедительные оценки эффективности каналов монетарной трансмиссии. Кроме того, отсутствие макроэкономической стабилизации препятствует формированию действенных каналов трансмиссии монетарной политики. Характерно, что более институционально развитые страны Центральной и Восточной Европы имеют более эффективные и четко выраженные трансмиссионные механизмы монетарной политики (Egert, MacDonald, 2009).

Поскольку в ЕАЭС входят достаточно разнородные по уровню экономического развития страны, сказанное выше, очевидно, справедливо и для исследуемой группы стран. В данной работе были предприняты попытки, с одной стороны, учесть особенности монетарной политики отдельных государств — членов ЕАЭС, а с другой — использовать унифицированный подход, позволяющий осуществить межстрановые сопоставления работы различных инструментов монетарной политики. Суть используемого подхода к анализу каналов монетарной трансмиссии состоит в следующем:

1. Для анализа трансмиссионного механизма монетарной политики использовались векторные авторегрессионные модели (VAR), характеризующие динамику основных макроэкономических показателей (как правило, реальный ВВП

и индекс потребительских цен) и монетарных показателей (в частности, процентные ставки, денежная база и денежные агрегаты, обменный курс), отражающие инструменты, операционные и промежуточные цели монетарной политики. Кроме того, в модели добавлялись экзогенные переменные для учета открытости экономики и влияния внешних факторов¹². При анализе использовались уровни (как правило, логарифмические) переменных, которые являются нестационарными переменными с порядком интегрированности, равным единице. Такой подход является обычным для подобного рода анализа и основывается на выводах, сделанных в работе Симса, Стока и Ватсона (Sims, Stock, Watson, 1990), где обосновывается возможность использования нестационарных (содержащих единичный корень) и потенциально коинтегрированных переменных в VAR-моделях. Поскольку наша задача заключается в анализе реакций одних переменных на шоки других, такой подход представляется вполне оправданным, а использование нестационарных уровней переменных (а не стационарных их первых разностей) позволяет косвенным образом учесть потенциальное наличие коинтегрированности между исследуемыми переменными. После оценки VAR-модели в ее усеченной форме на матрицу краткосрочных одновременных связей между переменными накладывались идентификационные ограничения, позволяющие изолировать отдельные шоки и придать им структурный характер. Для этих целей использовалась так называемая AB-модель (Breitung, Bruggemann, Lutkepohl, 2004).

2. Важнейшей процедурой в рамках SVAR-модели является идентификация матрицы краткосрочных одновременных связей между переменными. Обычно используются рекурсивные схемы идентификации или идентификация одновременных связей на основе экономической теории. В первом случае особое значение приобретает порядок переменных в модели. Обычно предполагается, что экзогенные переменные ставятся перед эндогенными переменными, что допускает неоднозначность и произвольность при идентификации модели. Во втором случае ограничения задаются на основе экономической теории (см., например, Kim, Roubini, 2000). Следует отметить, что при наложении ограничений, основанных на экономической теории (как в рекурсивных, так и в нерекурсивных схемах идентификации), данные ограничения далеко не всегда являются приемлемыми со статистической точки зрения. Это означает, что соответствующие ограничения отвергаются на основе статистических тестов или же многие оцененные коэффициенты матрицы краткосрочных одновременных эффектов оказываются статистически незначимыми. В указанных случаях выбранные схемы идентификации SVAR будут противоречить реальным свойствам данных и текущим взаимосвязям между ними.

Для решения данной проблемы можно использовать формальные статистические методы идентификации SVAR-модели, основанные на теории графов. Одним из ярких примеров использования такого подхода при идентификации SVAR являются работы Демиралп и Хувера (Demiralp, Hoover, 2003) и Хувера, Демиралп и Переса (Hoover, Demiralp, Perez, 2009).

¹²В приложении приведен полный перечень используемых переменных при спецификации моделей по странам.

В данном случае идентификация осуществляется на основе ковариационной матрицы остатков VAR в усеченной форме при помощи алгоритмов построения ориентированных ациклических графов (Spirites, Glymour, Scheines, 2000). Такой подход позволяет выявить статистически значимые одновременные каузальные связи между переменными и осуществить идентификацию SVAR-модели исходя из реальных свойств используемых данных. Важно, что использование ориентированных ациклических графов, как правило, позволяет получить статистически значимые коэффициенты матрицы краткосрочных одновременных эффектов при идентификации SVAR-модели.

Для получения более надежных результатов и проверки их устойчивости мы использовали как схемы идентификации, основанные на экономических соображениях, так и статистический подход на основе использования ориентированных ациклических графов. В последнем случае использовалось программное обеспечение TETRAD V¹³.

3. На основе идентифицированных SVAR-моделей возможно определить влияние ортогональных (структурных) шоков монетарных переменных на основные макроэкономические показатели (или же обратное влияние — от макроэкономических переменных к промежуточным и операционным целям монетарной политики). Подобного рода анализ обычно осуществляется на основе расчета функций импульсного отклика. Для оценки значимости влияния шоков использовались доверительные интервалы, полученные при помощи бутстрэп-метода. Такой подход является особенно актуальным при использовании SVAR-моделей в уровнях, где статистические выводы, основанные на асимптотике, могут быть проблематичными. Соответствующие расчеты осуществлялись при помощи эконометрической программы JMulTi¹⁴.

Исходя из традиционных подходов к анализу трансмиссионного механизма монетарной политики (Mishra, Montiel, 2013), SVAR-модели включали следующий набор переменных: 1) целевые показатели (реальный ВВП и индекс цен); 2) операционные цели монетарной политики (ставки денежного рынка, денежная база, обменный курс); 3) промежуточные цели (денежные агрегаты); 4) внешние переменные (например, мировые цены на нефть). Основным источником данных для анализа каналов монетарной трансмиссии была база данных международной финансовой статистики МВФ (IFS). В случае отсутствия в базе необходимой информации были использованы данные, взятые из национальных статистических источников — публикаций статистических комитетов и центральных (национальных) банков.

При моделировании использовались квартальные данные. Все переменные были проверены на наличие сезонности методом TRAMO/SEATS в программе Jdemetra+ и скорректированы в случае ее обнаружения. Также с помощью ADF-тестов на единичный корень был оценен порядок интегрированности переменных.

¹³<http://www.phil.cmu.edu/tetrad/>.

¹⁴<http://www.jmulti.com/>.

В случае если переменные оказывались $I(0)$, при моделировании использовались их аккумулярованные величины. Длина лага в моделях выбиралась на основе традиционных информационных критериев, однако, поскольку они, как правило, дают различные результаты, выбор делался в пользу наиболее компактной модели, позволяющей учесть динамические особенности данных и устранить автокорреляцию остатков VAR-модели.

Для идентификации структурных шоков на матрицу краткосрочных одновременных связей должны быть наложены соответствующие ограничения. Первый набор таких ограничений был основан на теоретических соображениях, широко представленных в экономической литературе (см., например, Kim, Roubini, 2000). В нашем случае предполагается, что номинальный обменный курс может взаимодействовать в текущем периоде со всеми переменными модели. На ставку рефинансирования оказывает одновременное влияние обменный курс, денежная база в текущем периоде связана с обменным курсом и ставкой рефинансирования, а индекс потребительских цен — с реальным выпуском. Следует, однако, отметить, что оцененные коэффициенты матрицы краткосрочных одновременных связей далеко не все оказываются статистически значимыми. Это означает, что подобная схема идентификации может исказить реальные одновременные корреляции между переменными и неверно определять структурные шоки.

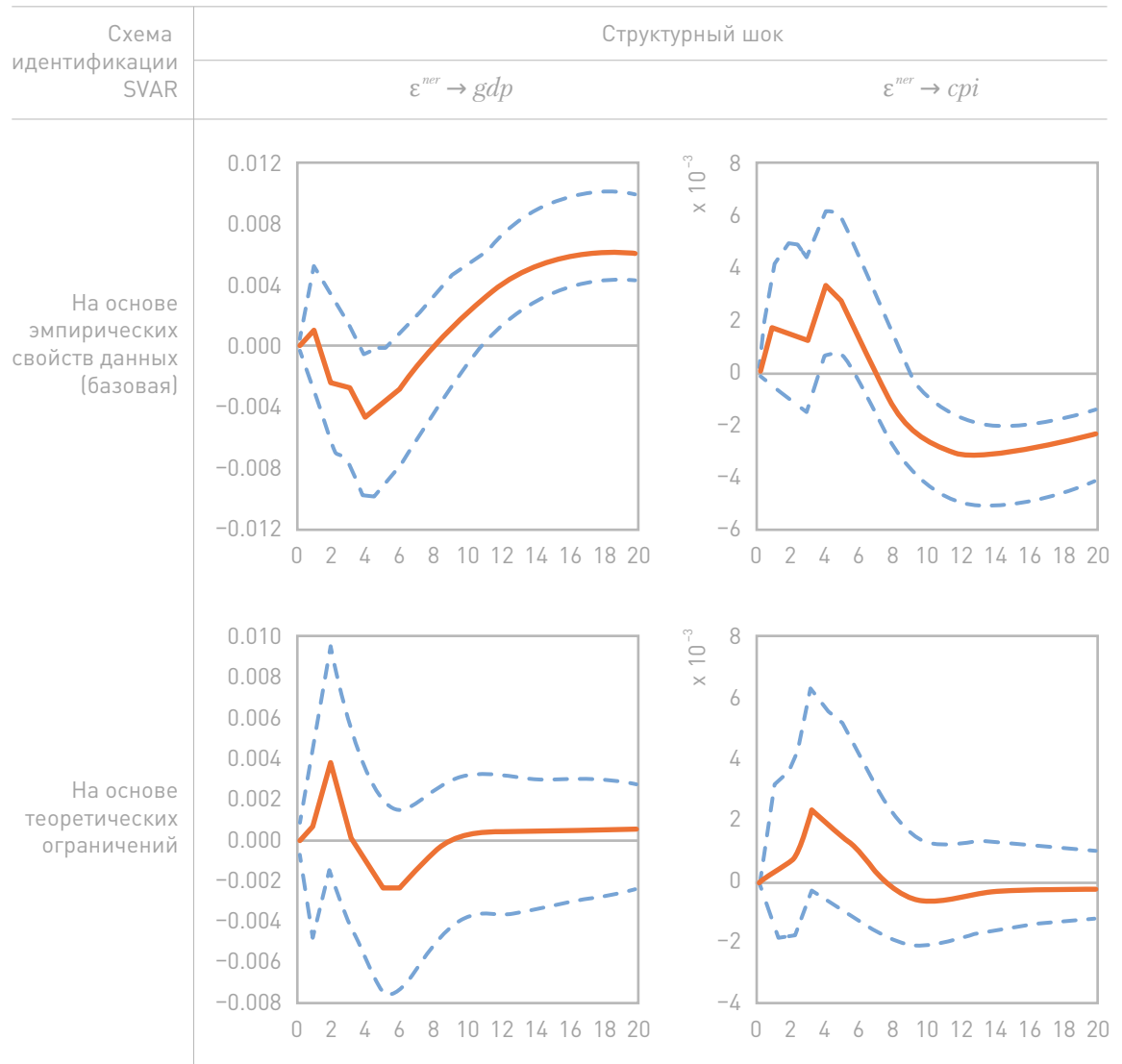
Принимая во внимание вышесказанное, в качестве основного подхода мы использовали метод ориентированных ациклических графов для определения вида матрицы краткосрочных одновременных связей (использовался метод СРС в программе TETRAD с параметром $\alpha=0.2$)¹⁵. На основе остатков VAR в усеченной форме рассчитывалась корреляционная матрица, которая затем использовалась для построения ориентированного ациклического графа, отражающего реальные корреляции и направления связи между переменными. В ряде случаев алгоритм не позволяет однозначно определить направленность связи (переменные могут быть взаимосвязаны). В этом случае рассматривались все возможные комбинации связей между переменными и выбирался вариант с наименьшим значением теста на сверхидентификацию.

3.2. Анализ каналов монетарной трансмиссии в Армении

Для стран с переходной экономикой важным каналом монетарной трансмиссии является канал **обменного курса**. Анализ импульсных откликов макроэкономических переменных на шоки обменного курса, полученных в рамках идентификации SVAR на основе эмпирических свойств данных, показывает, что данный канал функционирует и в Армении. Шок обесценивания национальной валюты ведет к замедлению роста ВВП. Однако статистически значимого размера данный шок достигает только по истечении одного года (см. рисунок 3.1). В более долгосрочной перспективе влияние обесценивания драма может стать положительным за счет улучшения торгового баланса. Одновременно обесценивание национальной валюты ведет к росту инфляции — значимого масштаба увеличение потребительских цен достигает в IV квартале.

¹⁵ Для выборок менее 100 наблюдений параметр α существенно превышает стандартные уровни значимости и составляет 0.2–0.3.

Рисунок 3.1.
Влияние
снижения драма
на реальный ВВП
и потребительские
цены в Армении



Примечание: здесь и далее в разделе пунктирной линией обозначены 95% доверительные интервалы, полученные при помощи бутстрэп-метода (использовались проценти Холла, количество псевдовыборок при бутстрэпировании было равно 1000).

Источник: расчеты авторов.

С другой стороны, результаты, полученные в SVAR, **идентифицированной согласно теоретическим предпосылкам**, не выявили значимого влияния курса на макроэкономические переменные. В определенной степени это может свидетельствовать об ограниченном влиянии канала обменного курса. Однако основная причина таких результатов — в слабом соответствии фактических взаимосвязей в экономике теоретическим ожиданиям. Этот вывод подтверждают и различия в импульсных откликах на шок процентной ставки в моделях, полученных в рамках теоретической и эмпирической схем идентификации.

С 2006 года в Армении формально действует режим таргетирования инфляции. Он предполагает эффективную работу канала **процентной ставки**. Однако результаты моделирования не подтверждают тезис о значимом влиянии ставок Центрального банка на динамику макроэкономических показателей. В частности, рост ставки репо не приводит к ощутимым изменениям в темпах инфляции. Профиль соответствующего шока (при идентификации согласно эмпирическим свойствам данных) носит правильный характер, но его масштабы статистически неотличимы от нуля. Влияние увеличения ставки репо на экономический рост также нейтральное. Небольшой сдерживающий эффект наблюдается только во II квартале (см. рисунок 3.2). В случае идентификации структурных шоков, исходя из теоретических ожиданий, результаты более противоречивые. Они предсказывают возможное ускорение инфляции в течение первого года после шока процентной ставки с дальнейшим ее замедлением только в конце второго года. В целом это говорит о неустойчивой работе канала процентной ставки в Армении.

В ряде более ранних исследований каналов денежной трансмиссии в Армении также подчеркивалась низкая эффективность канала процентной ставки. Это объяснялось высоким уровнем долларизации экономики, наличием теневой экономики, низкими масштабами финансового посредничества в экономике. При этом в период 2005–2008 годов наблюдались определенные предпосылки для увеличения эффективности канала процентной ставки (снижалась долларизация, укреплялся курс драма), но влияние глобального экономического кризиса, начавшегося в 2008 году, не позволило данному каналу заработать в полную силу (Bordon, Weber, 2010).

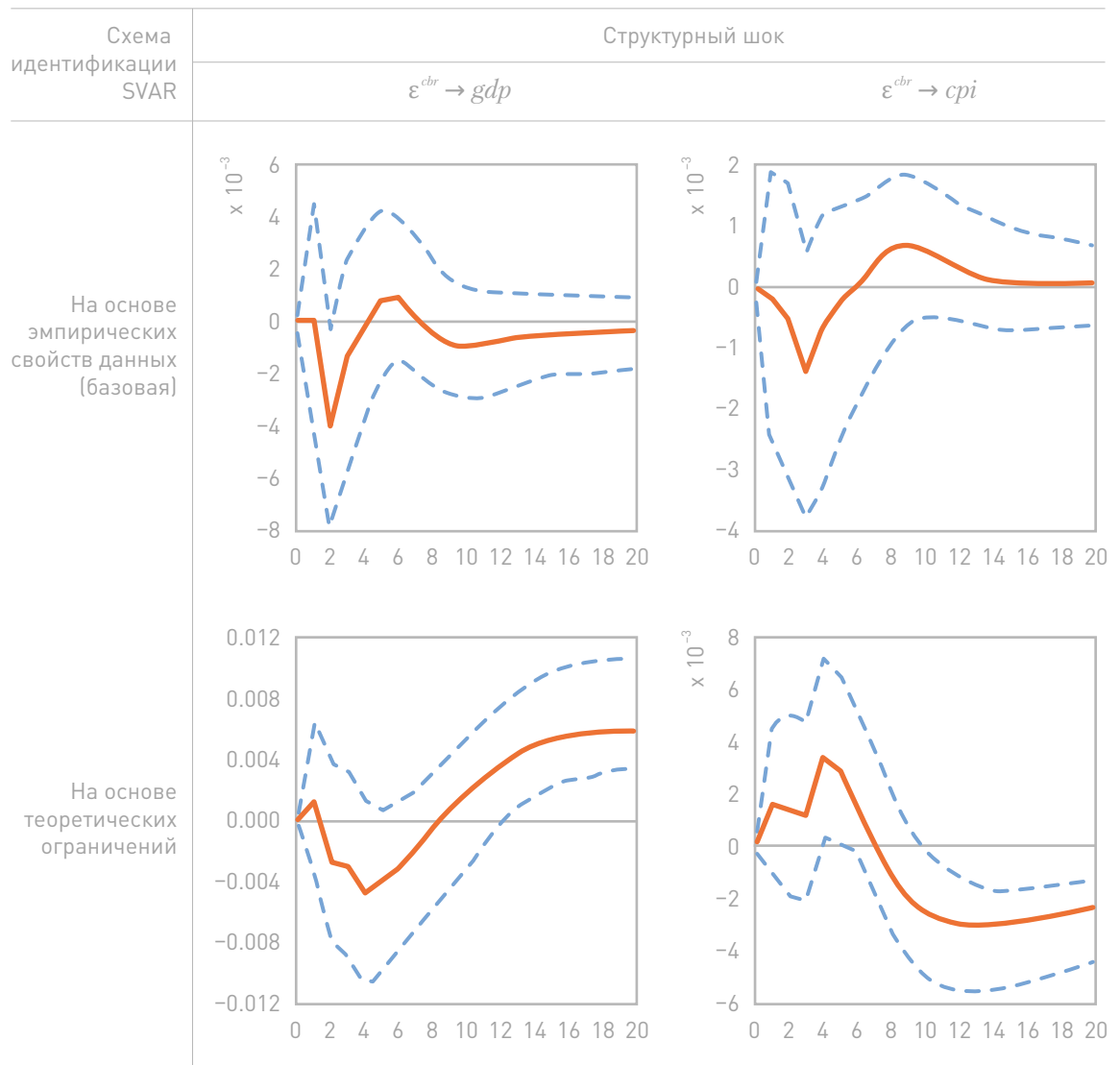
Теоретически неожиданную связь между ставками в экономике и макроэкономическими показателями хорошо иллюстрирует альтернативная модель, в которой вместо ставки репо используются ставки по банковским кредитам на срок от 1 до 3 месяцев¹⁶. Импульсные отклики при такой спецификации показывают, что положительный шок ставок по банковскому кредиту ведет к ускорению инфляции и незначительно стимулирует экономический рост. При этом включение в модель данной переменной не ведет к изменению откликов переменных на шоки денежного предложения и обменного курса.

Для анализа связи ставки репо и межбанковского кредитования обе переменные были включены в модель структурной VAR. Включение ставки межбанковского рынка не привело к существенным изменениям в накладываемых структурных ограничениях¹⁷ и характере импульсного отклика макроэкономических переменных на шоки денежной базы и обменного курса. Профиль импульсных откликов показывает, что ставка межбанковского кредитования в большей степени влияет на ставку Центрального банка, чем наоборот.

¹⁶ Все альтернативные спецификации рассчитывались с помощью идентификации SVAR на основании эмпирических данных, то есть через построение ориентированных ациклических графов. Включение ставки по кредитам вместо ставки репо привело к изменению в схеме структурных ограничений. Одновременная причинно-следственная связь при такой спецификации наблюдается только со стороны реального ВВП на обменный курс.

¹⁷ Основное изменение связано с появлением одномоментного влияния денежной базы на ставку межбанковского кредитования, а также ставки межбанковского кредитования на ставку репо. Связи, направленные от обменного курса и реального ВВП к ставке репо, сохраняются.

Рисунок 3.2.
Влияние роста процентных ставок на реальный ВВП и потребительские цены в Армении



Источник: расчеты авторов.

Отклик ставки репо на изменение ставки межбанковского рынка происходит одномоментно внутри квартала, в то время как ставка межбанка реагирует с лагом в один квартал. Кроме того, шок ставки межбанковского рынка на ставку репо носит более продолжительный характер.

Более четко прослеживается влияние на макроэкономические показатели ставки межбанковского кредитования¹⁸. Ее увеличение сопровождается статистически

¹⁸ Включение ставки межбанковского кредитования вместо ставки репо привело к следующему профилю одновременных причинно-следственных связей: денежная база и индекс потребительских цен влияют на ставку межбанковского кредитования. При этом ощутимых изменений в профиле импульсных откликов инфляции и реального ВВП на шоки денежной базы и обменного курса не произошло.

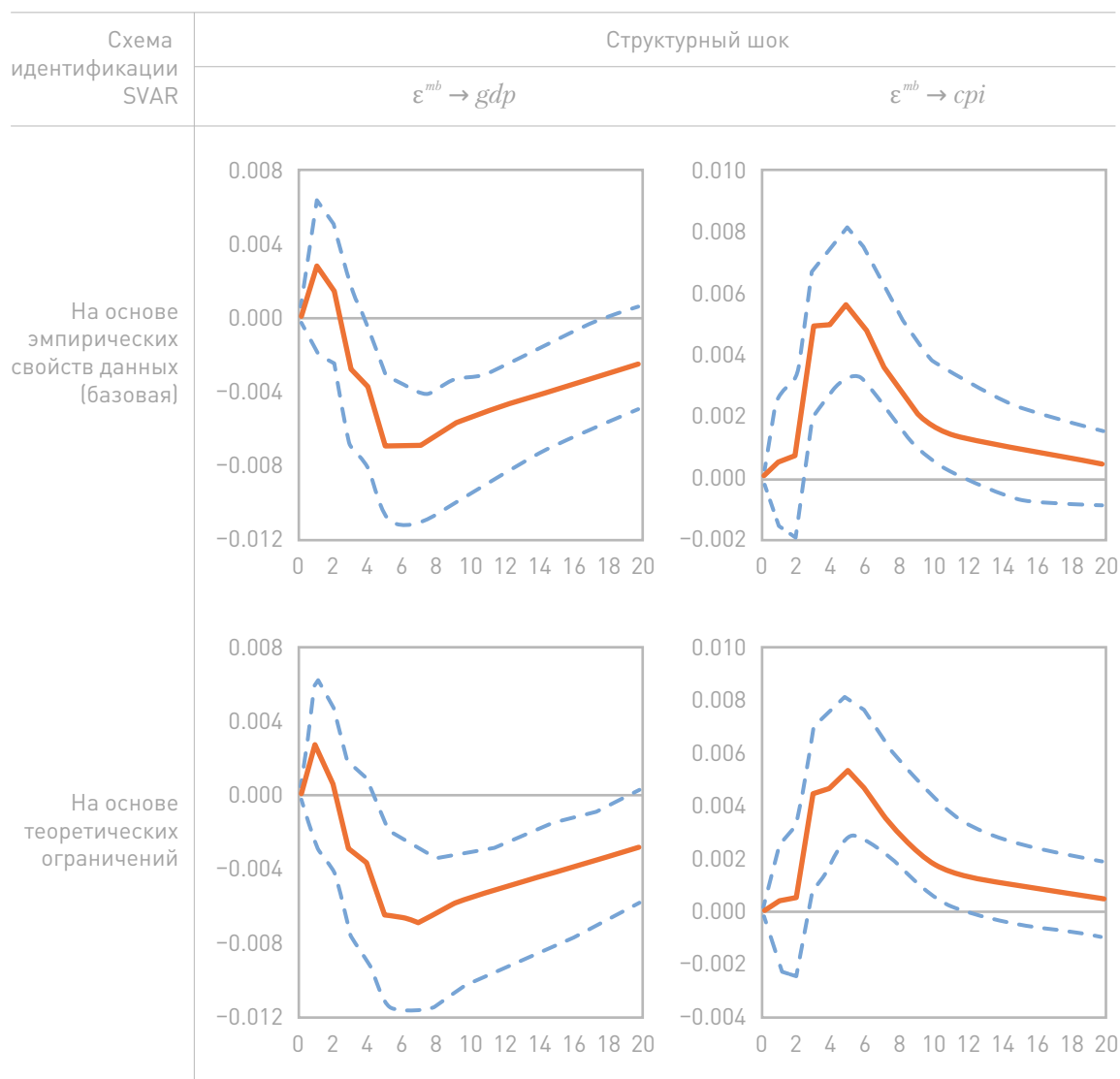


Рисунок 3.3. Влияние роста предложения денег на реальный ВВП и потребительские цены в Армении

Источник: расчеты авторов.

значимым краткосрочным сокращением реального ВВП в I квартале и замедлением инфляции во II квартале, после шока процентной ставки. Такая реакция соответствует теоретическим ожиданиям. Соответственно, при наличии влияния политики Центрального банка на ставку межбанковского рынка она может быть промежуточной целью монетарной политики.

В целом анализ импульсных откликов показывает, что наибольшее влияние на макроэкономические показатели оказывает **предложение денег**. Изменение денежной базы ведет к сонаправленному изменению темпов инфляции. Статистически значимый эффект проявляется после двух кварталов и держится в течение полутора лет, согласно обеим схемам идентификации шоков (см. рисунок 3.3).

Таким образом, меры по стерилизации денежного предложения способны снижать инфляционное давление. При этом использование предложения денег как инструмента краткосрочного стимулирования экономического роста себя не оправдывает. Краткосрочный положительный шок от роста денежной базы на ВВП статистически незначим, а по истечении года влияние роста предложения денег становится негативным. Данный негативный эффект устойчиво держится на протяжении нескольких лет.

Использование в модели альтернативных показателей, характеризующих предложение денег, не приводит к существенному изменению профиля его влияния на макроэкономические показатели. В частности, положительный шок денежного агрегата М1 ведет к ускорению инфляции, в то время как эффект стимулирования роста остается незначимым. При этом в отдаленной перспективе негативные последствия для роста наблюдаются, но в меньшей степени, чем в случае шока денежной базы. Однако использование в модели денежного агрегата М1 (как и М2) приводит к искажению шоков обменного курса. Влияние обесценивания драма на инфляцию оказывается сдерживающим, а на экономический рост — стимулирующим. Это объясняется тем, что агрегаты М1 и М2 не учитывают существенную часть денежного предложения в условиях высокого уровня долларизации экономики. Как следствие, модель показывает, что обесценивание драма ведет к падению М1 (за счет перетока денежных средств из национальной валюты в доллары США), что, согласно полученной спецификации, означает замедление инфляции и рост экономики. Данный статистический эффект, связанный с долларизацией, предопределил использование денежной базы в качестве основного показателя денежного предложения при моделировании шоков монетарной политики, а также внешних шоков.

Влияние **внешней среды** в исходных спецификациях структурной VAR учтено через включение в модель ВВП России в качестве экзогенной переменной. Недостатком такого подхода является невозможность оценки шоков внешней среды на экономику Армении. Для решения данной задачи ВВП России был включен в модель в качестве эндогенной переменной, но ее уравнение в исходной VAR было ограничено авторегрессионной составляющей. Влияние других переменных на ВВП России было задано равным нулю. Структурные ограничения были заданы исходя из эмпирических свойств данных. Графический анализ частичных корреляций остатков усеченной VAR в программе TETRAD посредством СРС-алгоритма показал, что наблюдается одномоментное влияние со стороны ВВП России на обменный курс драма, денежную базу, индекс цен, реальный ВВП¹⁹, а также от обменного курса, реального ВВП и индекса потребительских цен на ставку репо (как и при базовой спецификации). Как следствие, профиль импульсных откликов на шоки монетарной политики полностью совпал с профилем базовой спецификации.

Шок роста реального ВВП в России приводит к статистически значимому увеличению ВВП Армении (см. рисунок 3.4). При этом уровень инфляции в Армении не показывает значимой реакции на шок ВВП России. Однако это не означает, что внешняя среда не оказывает влияния на каналы трансмиссии внешних шоков в Армении.

¹⁹ Это соответствует спецификации исходной VAR в базовом сценарии, где значимые коэффициенты при экзогенном ВВП России в период t были при всех переменных, кроме ставки репо.

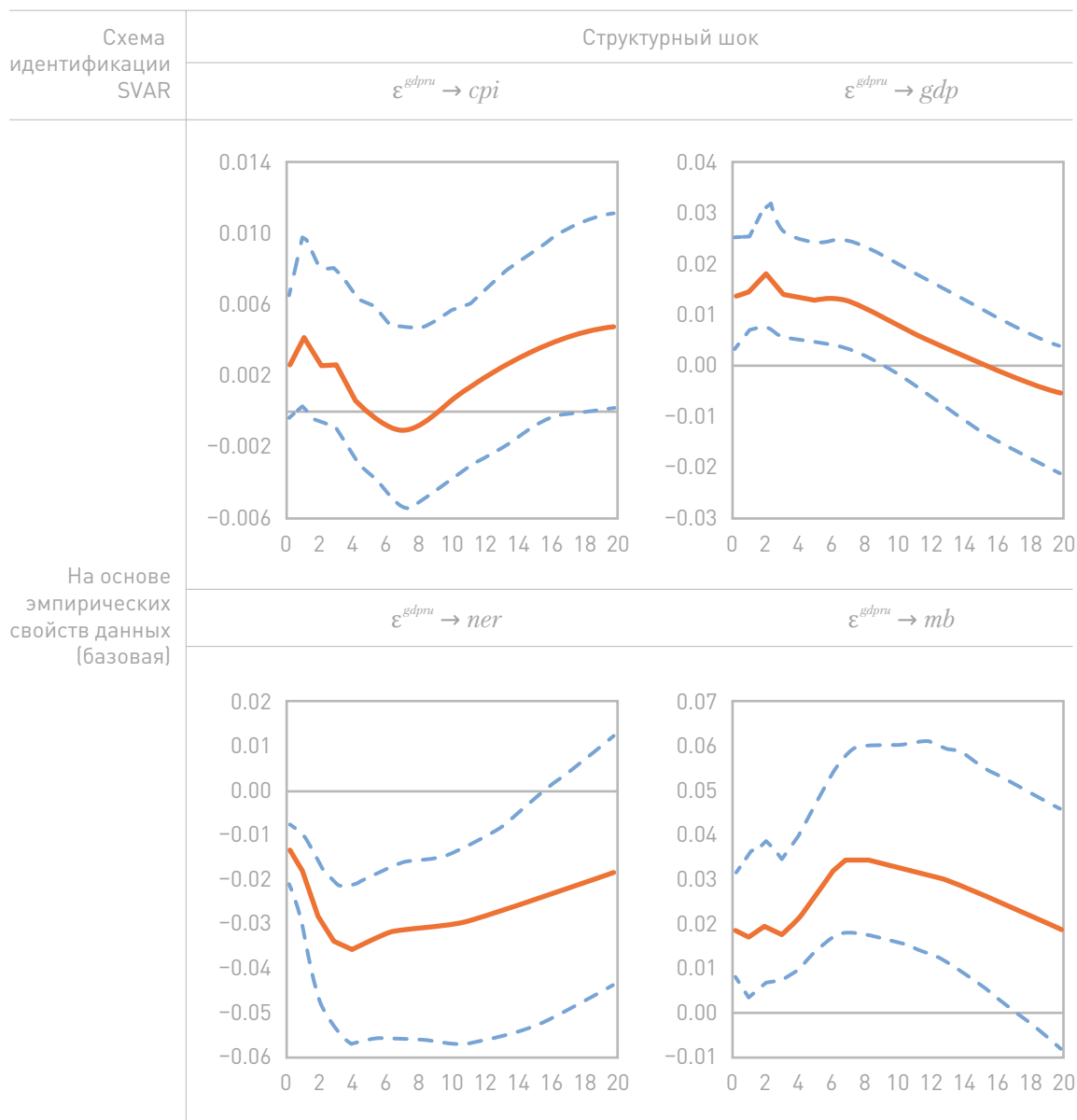


Рисунок 3.4. Импульсные отклики макроэкономических и монетарных переменных Армении на шок ВВП России

Источник: расчеты авторов.

На практике это влияние очень существенно, но оно носит разнородный характер. Так, ускорение роста в России ведет к увеличению притока денежных переводов в Армению и притока средств по финансовому счету, что увеличивает предложение иностранной валюты. Соответственно, происходит укрепление национальной валюты и, как следствие, замедление инфляции. Одновременно приток валюты ведет к росту денежной массы в случае нестерилизованных интервенций Центрального банка, что подразумевает давление на инфляцию по каналу предложения денег. Общий же эффект от шока ВВП России оказывается нейтральным.

В целом анализ показывает, что влияние монетарных переменных на инфляцию и ВВП достаточно ограничено. Наибольший эффект оказывает предложение денег, но оно во многом зависит не только от политики Центрального банка Армении, но и от внешних факторов, налогово-бюджетной политики, а также степени долларизации экономики. Небольшое влияние также оказывает и динамика обменного курса. Изменение же процентной ставки Центрального банка оказывает лишь ограниченное влияние на динамику макроэкономических показателей.

3.3. Анализ каналов монетарной трансмиссии в Беларуси

Цели монетарной политики в Беларуси менялись на протяжении времени: от таргетирования обменного курса в недалеком прошлом до монетарного таргетирования в настоящее время. Поэтому обменный курс может рассматриваться в рамках SVAR как операционная цель. Кроме того, экономика республики имеет сильные экономические связи с экономикой России, поэтому экономическая динамика в РФ оказывает непосредственное влияние на экономику Беларуси. Для учета такого влияния в модель целесообразно включать темпы роста реального ВВП в России в качестве экзогенной переменной. Цена нефти на мировых рынках также является важной экзогенной переменной для малой открытой экономики (особенно в условиях развитой нефтепереработки).

Учитывая вышесказанное, оцениваемая модель включала в себя пять эндогенных переменных: номинальную ставку рефинансирования (*NIRR*), денежную базу (*mb*), номинальный обменный курс белорусского рубля к доллару США (*ner*), реальный ВВП (*rgdp*) и индекс потребительских цен (*cpi*). В качестве экзогенных переменных использовались мировые цены на нефть (*oil*) и реальный ВВП России (*rgdp^{ru}*). Указанная модель является упрощенным отображением трансмиссионного механизма и включает в себя канал процентной ставки, денежный канал и канал обменного курса. Такая спецификация обусловлена имеющимися историческими данными, режимами монетарной политики в различные периоды времени и соображениями компактности (как правило, модели с большим количеством переменных хуже поддаются идентификации, сильная корреляция между отдельными переменными искажает реальное влияние тех или иных переменных).

На рисунке 3.5 показано влияние ограничительной монетарной политики (повышение ставки рефинансирования) на основные макроэкономические показатели (реальный ВВП и индекс потребительских цен). Рассматривались две схемы идентификации SVAR-модели: на основе теоретических ограничений и на основе эмпирических свойств данных, выявленных при помощи ориентированных ациклических графов. Исходя из теоретических ожиданий, ужесточение монетарной политики должно приводить к снижению реального выпуска и уменьшению инфляции.

Как следует из рисунка 3.5, рост номинальной ставки рефинансирования приводит к статистически значимому сокращению реального ВВП, пик которого наблюдается примерно через 4–5 кварталов. Индекс потребительских цен также снижается в результате ограничительной монетарной политики, хотя значимость этого

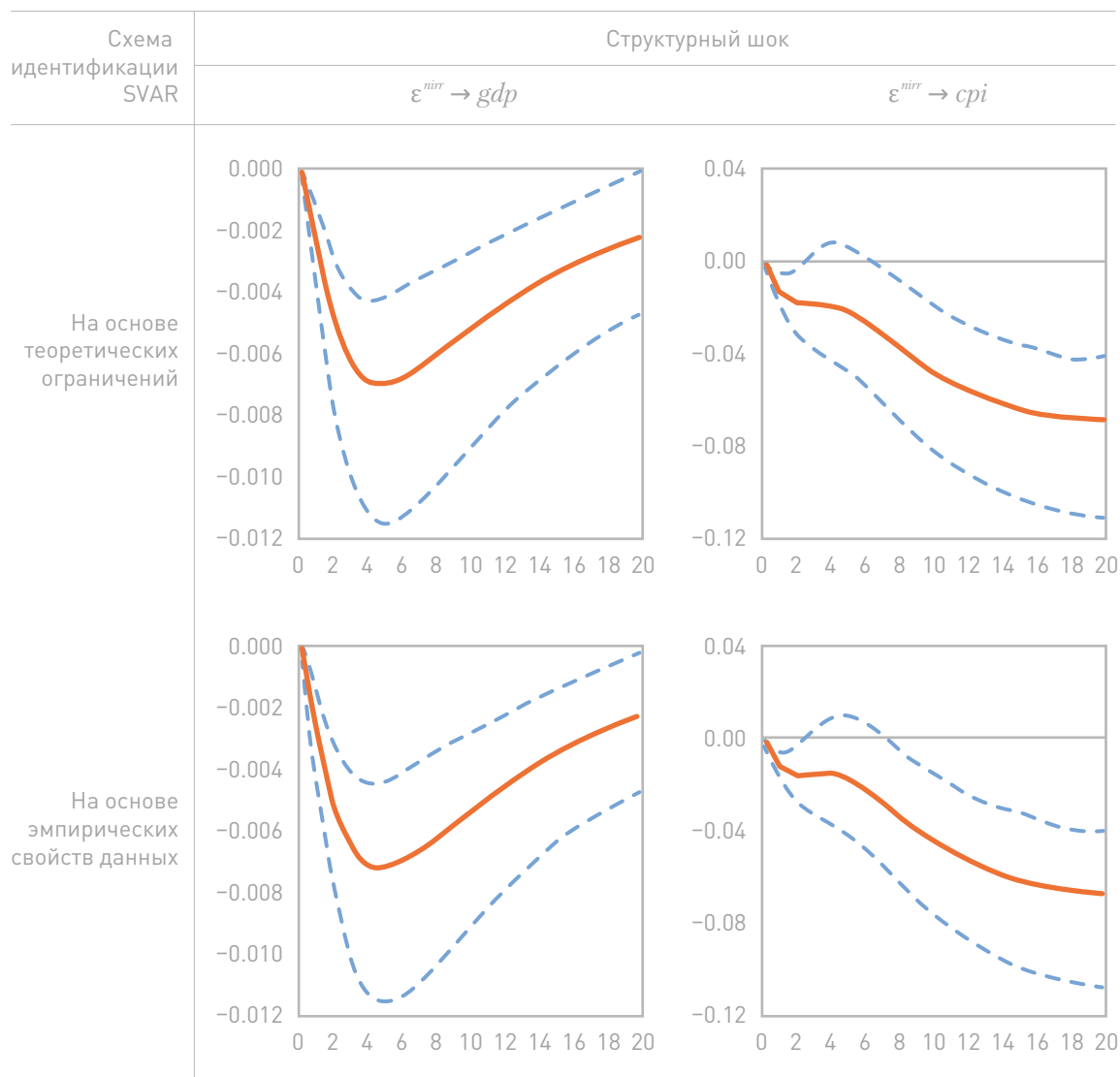


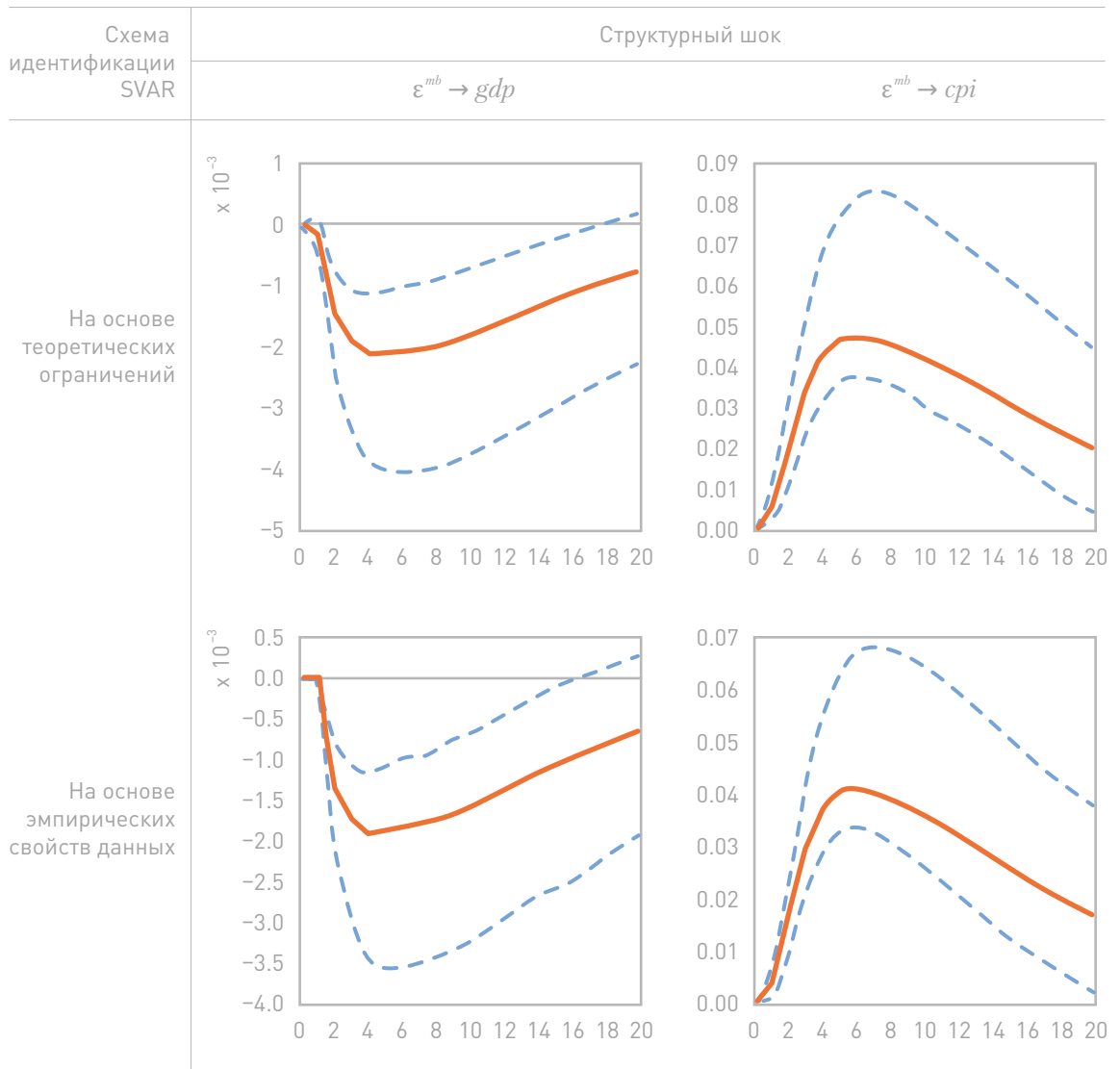
Рисунок 3.5. Влияние ограничительной монетарной политики на реальный ВВП и потребительские цены в Беларуси

Источник: расчеты авторов.

влияния не так четко выражена, как в первом случае. Характерно, что профили импульсных откликов здесь практически не различаются при разных схемах идентификации модели и соответствуют теоретических ожиданиям.

На рисунке 3.6 представлены результаты влияния на реальный ВВП и индекс потребительских цен роста денежной базы. Как и в предыдущем случае, различные схемы идентификации приводят к сопоставимым результатам. Шок денежной базы ведет к снижению реального ВВП примерно через два квартала и к росту индекса потребительских цен, который достигает пика примерно через 5–6 кварталов.

Рисунок 3.6.
Влияние экспансионистской монетарной политики на реальный ВВП и потребительские цены в Беларуси



Источник: расчеты авторов.

Влияние данного шока является статистически значимым и теоретически предсказуемым, особенно относительно реакции цен. Несколько неожиданной представляется реакция реального ВВП на рост денежной базы (существенное снижение), однако в целом эти результаты не противоречат теоретическим ожиданиям, что экспансионистская денежная политика не является средством стимулирования экономического роста.

Шок номинального обменного курса (обесценивание белорусского рубля) ведет к статистически значимому снижению реального ВВП в первые два квартала и росту потребительских цен (см. рисунок 3.7). Выбор схемы

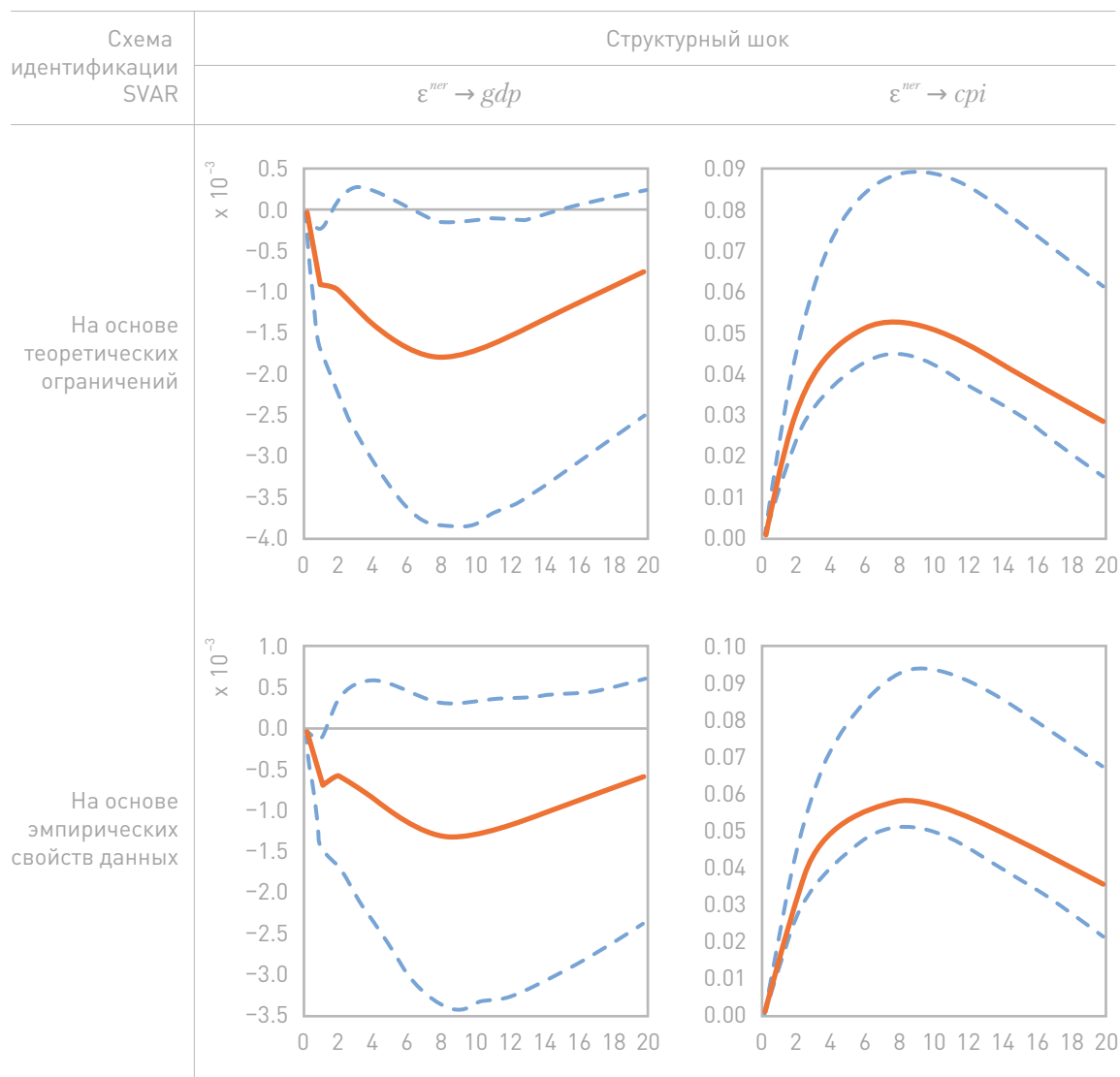


Рисунок 3.7. Влияние обесценивания национальной валюты на реальный ВВП и потребительские цены в Беларуси

Источник: расчеты авторов.

идентификации не оказывает существенного влияния на получаемые результаты. Отклики основных макроэкономических показателей не противоречат теоретическим ожиданиям их реакции на изменение номинального курса белорусского рубля. Кроме того, профиль изменения реального ВВП напоминает J-кривую с началом восстановления роста примерно через 8–9 кварталов, однако данный эффект не является статистически значимым в рамках данной модели.

Следует отметить, что шок ставки refinансирования (повышение) статистически значимо снижает денежную базу при обеих схемах идентификации SVAR-модели.

Кроме того, интерес представляют реакции инструментов монетарной политики на изменения макроэкономических показателей (обратные связи между инструментами и целями): рост инфляции приводит к повышению ставки рефинансирования (эффект проявляется на протяжении четырех кварталов), а денежная база при этом фактически не увеличивается, согласно схеме идентификации на основе теоретических ограничений. Схема идентификации на основе эмпирических свойств данных дает здесь несколько иную картину: в ответ на рост индекса потребительских цен происходит рост денежной базы в течение двух кварталов, а затем она стабилизируется (адаптивная монетарная политика). Рост реального ВВП, напротив, ведет к снижению ставки рефинансирования и статистически значимому увеличению денежной базы при обеих схемах идентификации.

Для проверки устойчивости полученных результатов была использована расширенная модель, куда наряду с денежной базой был включен денежный агрегат $M2^{20}$. Такая модель позволяет более детально рассмотреть трансмиссионный механизм, учитывая взаимодействие между операционными, промежуточными и конечными целями монетарной политики. С одной стороны, подобного рода SVAR-модель более реалистично отражает ситуацию, когда операционная цель влияет на промежуточную, а та в свою очередь оказывает воздействие на основные макроэкономические показатели. Однако, с другой стороны, денежная база и денежный агрегат являются сильно взаимосвязанными переменными, что может исказить влияние различных шоков в системе, характеризующей механизм монетарной трансмиссии.

Результаты расширенной модели в целом совпадают с результатами исходной модели²¹. Включение денежного агрегата $M2$ в качестве дополнительной переменной не изменяет характер влияния различных шоков. Шок денежного агрегата приводит к снижению реального ВВП примерно в течение 4–5 кварталов и росту потребительских цен, уровень которых постепенно стабилизируется. Как и в предыдущем случае, схема идентификации SVAR-модели не оказывает существенного влияния на получаемые результаты.

В то же время расширенная модель позволяет более детально рассмотреть монетарную трансмиссию. В частности, рост номинальной процентной ставки ведет к статистически значимому сокращению денежной базы, что согласуется с теоретическими ожиданиями. В свою очередь, расширение денежной базы с некоторым лагом вызывает увеличение денежного агрегата $M2$, что также соответствует ожидаемой реакции. Таким образом, расширенная модель не противоречит исходной модели и детализирует трансмиссионный механизм монетарной политики.

²⁰ Использование денежных агрегатов $M1$ и $M2$ дает похожие результаты. Включение в модель денежного агрегата $M3$ (где преобладают вклады в иностранной валюте, переоцениваемые в белорусские рубли) приводит к контринтуитивным результатам (рост денежной базы ведет к повышению цен, а рост денежного агрегата $M3$, напротив, снижает цены).

²¹ В соответствии с полученным для данной спецификации ациклическим ориентированным графом были заданы следующие одномоментные связи: ставка рефинансирования оказывает влияние на индекс потребительских цен и денежный агрегат $M2$, номинальный обменный курс влияет на индекс потребительских цен и денежный агрегат $M2$, денежный агрегат $M2$ оказывает одномоментное влияние на денежную базу, а реальный ВВП влияет в текущем периоде на $M2$.

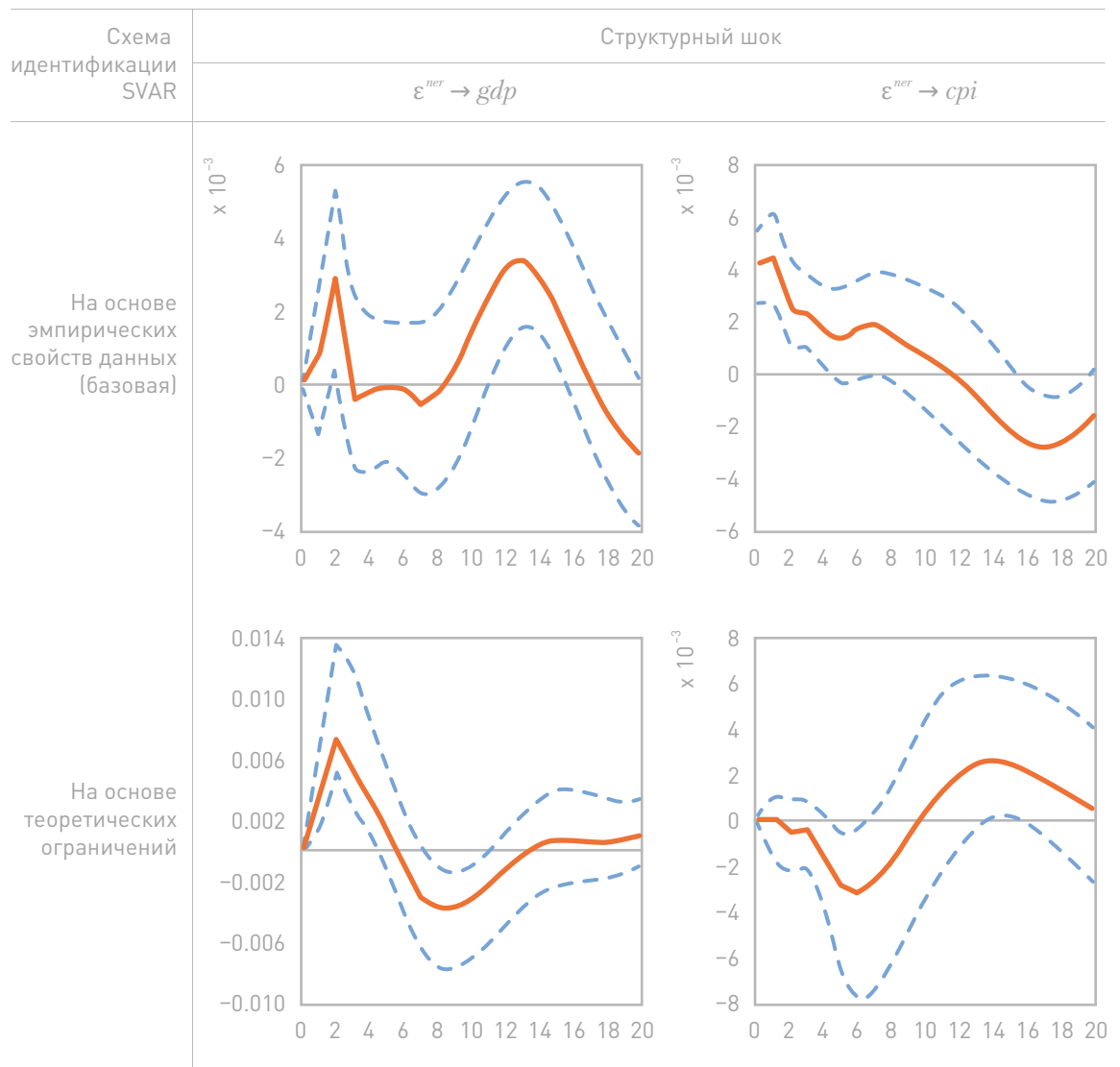
Важно отметить, что анализ трансмиссионного механизма монетарной политики в Беларуси не выявил никаких аномальных реакций макроэкономических переменных на шоки (такого рода аномалии, или «загадки», являются достаточно частым результатом использования SVAR-моделей). Напротив, все шоки имеют вполне четкую экономическую интерпретацию. Рост ставки рефинансирования оказывает ограничительное воздействие на предложение денег в экономике. При этом он оказывает понижающее влияние на реальный выпуск и цены. В свою очередь одномоментный рост денежной массы (в данном случае — денежный агрегат М2) ведет к повышению уровня цен (инфляции), который постепенно стабилизируется. В долгосрочной перспективе денежная экспансия не оказывает стимулирующего воздействие на реальный ВВП (напротив, отмечается негативная реакция). Обесценивание белорусского рубля ведет к росту цен и снижению реального ВВП. Динамика номинального обменного курса и денежной базы (массы) оказывается взаимосвязанной. Таким образом, проведенный анализ показывает, что монетарная политика в Беларуси оказывает влияние на основные макроэкономические показатели через ставку рефинансирования, предложение денег и обменный курс.

3.4. Анализ каналов монетарной трансмиссии в Казахстане

Анализ импульсных откликов показывает, что влияние шоков процентной ставки, обменного курса, денежного предложения на инфляцию и темпы экономического роста в Казахстане носит в ряде случаев неоднозначный характер. Наиболее очевидной является интерпретация шока обменного курса. В спецификации базовой модели (согласно эмпирическим свойствам данных, выявленным методом ориентированных ациклических графов) ослабление тенге ведет к ускорению инфляции (см. рисунок 3.8). Данный эффект наблюдается за счет переноса девальвации на инфляцию. Импульсный отклик происходит непосредственно в момент шока и за год почти затухает. При этом ослабление курса тенге практически не отражается на динамике реального ВВП. Соответственно, отрицательное влияние обесценивания национальной валюты на внутренний спрос компенсируется улучшением внешнего спроса. Базовая спецификация даже предполагает небольшое ускорение роста в течение полугода после шока обменного курса. С одной стороны, это говорит о высокой роли внешней торговли в экономике Казахстана, а с другой — о том, что в периоды негативных внешних шоков, в результате которых происходит снижение обменного курса, правительство Казахстана проводило активную контрциклическую политику. С этим также связано отсутствие значимого влияния шока обменного курса на размер денежной базы. Зависимость идет в противоположном направлении: увеличение денежной базы с существенным лагом приводит к обесцениванию национальной валюты.

Оценка структурных шоков на основании теоретических ограничений матрицы одномоментных связей показывает другие результаты: обесценивание тенге в принципе не ведет к ускорению инфляции, но может способствовать ускорению экономического роста. Это противоречие результатов моделирования является следствием несоответствия фактических взаимосвязей, описываемых статистическими данными,

Рисунок 3.8. Влияние обесценивания тенге на реальный ВВП и потребительские цены в Казахстане



Источник: расчеты авторов.

теоретическим ожиданиям. В рамках базовой эмпирической спецификации импульсные отклики переменных на шоки обменного курса достаточно устойчивы и нечувствительны к изменениям в составе переменных модели. Например, профиль откликов инфляции и реального ВВП на шок обменного курса практически не меняется при включении в модель других индикаторов денежного предложения вместо или наряду с денежной базой.

В отличие от канала обменного курса, характер влияния предложения денег на инфляцию и реальный ВВП не зависит от спецификации структурных шоков (см. рисунок 3.9).

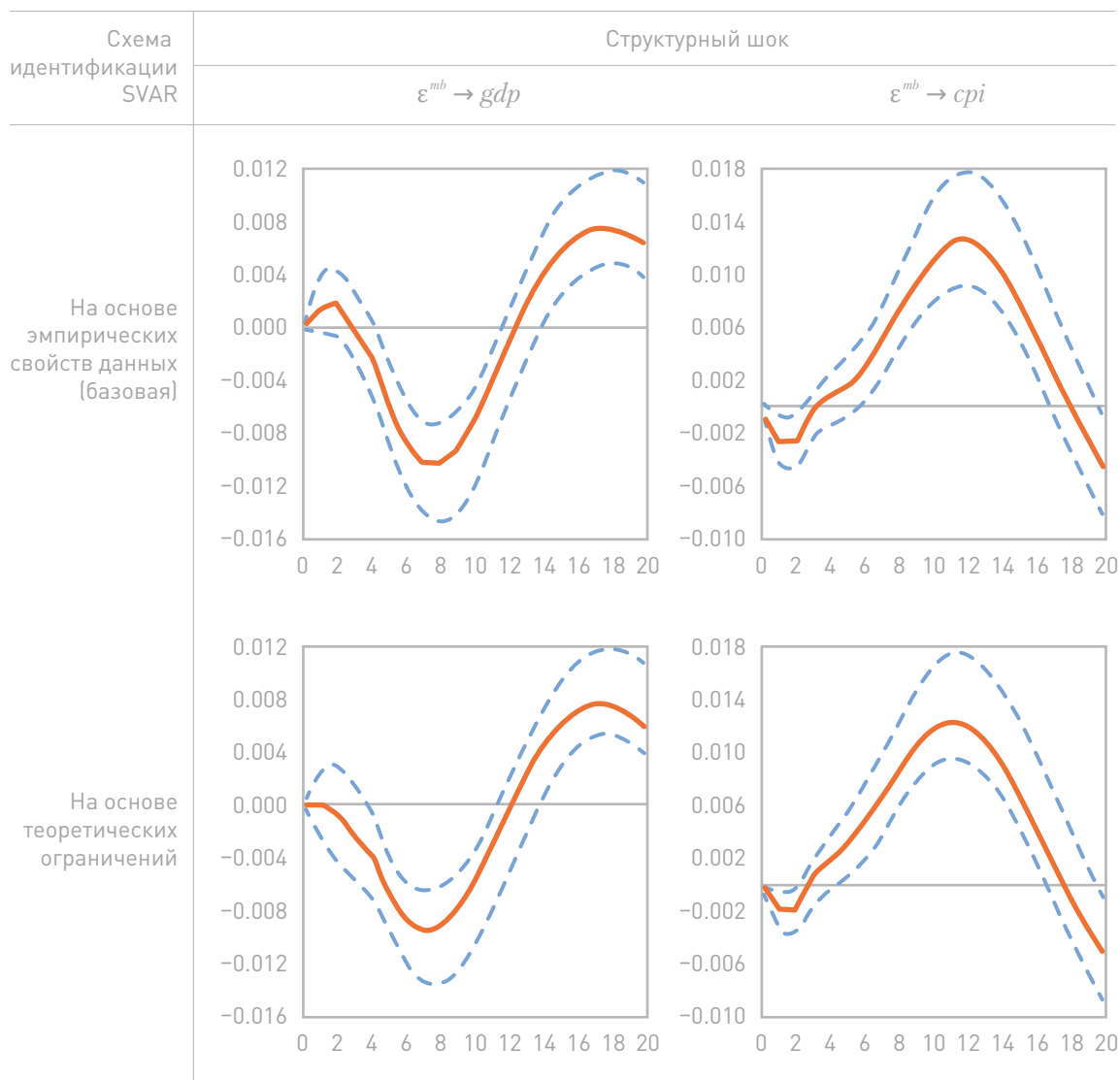
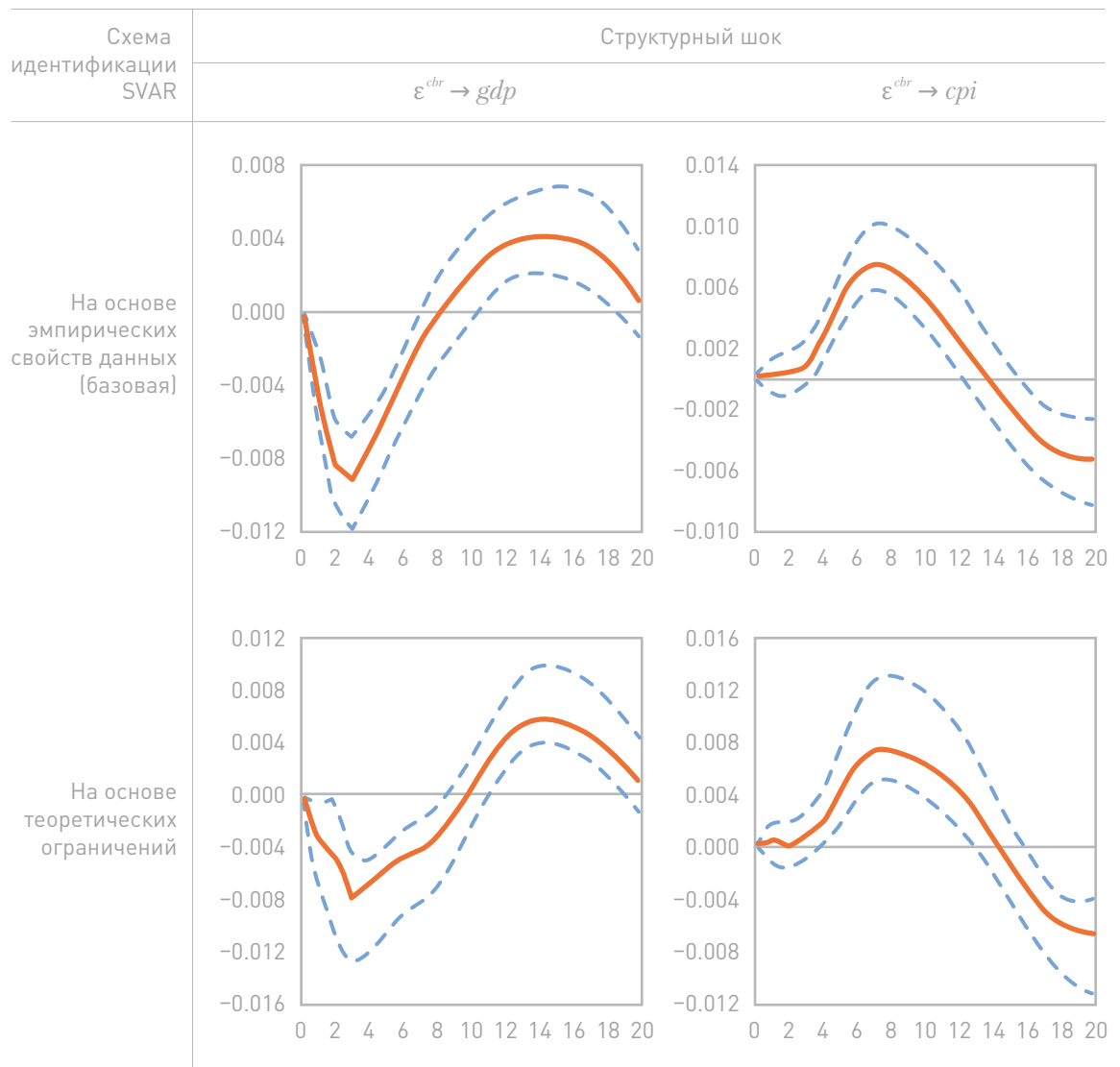


Рисунок 3.9. Влияние роста предложения денег на реальный ВВП и потребительские цены в Казахстане

Источник: расчеты авторов.

Он также не зависит от того, какой денежный инструмент или их набор используется в модели. На практике предложение денег оказывается ключевым показателем, который определяет динамику цен, а также влияет на другие монетарные переменные. Так, увеличение денежной базы по истечении полутора лет начинает ощутимо увеличивать темпы инфляции. Стимулирующий же эффект от увеличения денежного предложения в первый год оказывается незначимым, а затем становится отрицательным, предполагая перегрев экономики.

Рисунок 3.10.
Влияние роста процентных ставок на реальный ВВП и потребительские цены в Казахстане



Источник: расчеты авторов.

При этом зависимость идет и в обратном направлении, то есть макроэкономические переменные определяют масштабы предложения денег. Так, шок инфляции приводит к сокращению денежной базы на протяжении первого года и ее росту в дальнейшем. Это предполагает, что, согласно модели, жесткая монетарная политика достаточно быстро сменяется стимулирующей, генерируя циклические колебания. Данные колебания предполагают и реакцию переменных моделей на шоки процентной ставки.

Согласно базовой спецификации, увеличение ставки репо ведет к замедлению экономического роста, но не инфляции. Напротив, с лагом в один год увеличение ставки репо способствует ускорению инфляции (см. рисунок 3.10). Проблема заключается в том, что ставка репо не оказывает статистически значимого влияния на денежную базу. Однако динамика ставки по операциям репо отличается от динамики ставки рефинансирования и рыночных ставок МБК, поэтому необходимо осторожно подходить к интерпретации полученных результатов.

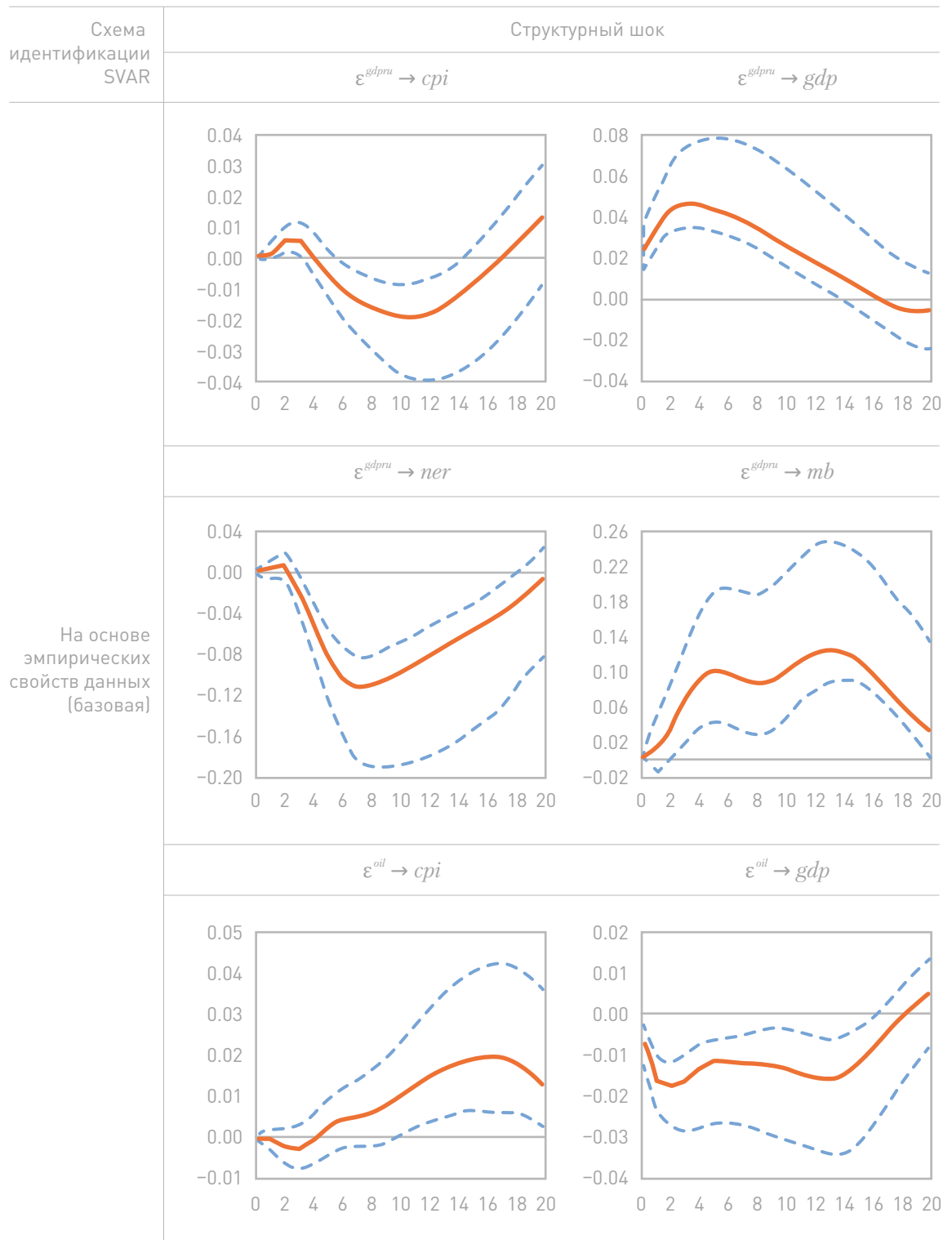
Включение в модель ставки по кредитам²² вместо ставки репо показывает противоположный результат: рост ставок через полгода выливается в ускорение экономического роста и замедление инфляции (значимый эффект наблюдается на второй и третий год после шока роста ставок по кредиту). Одновременно рост ставок по банковским кредитам сопровождается увеличением денежной базы. Очевидно, это связано с действиями Национального Банка, направленными на поддержку финансового и реального секторов экономики в условиях высокой стоимости заемных ресурсов. Например, в период 2007–2010 годов в Казахстане наблюдался финансовый кризис, когда вследствие роста внешних процентных ставок возникла проблема неплатежей в банковском секторе и финансовой неустойчивости ряда коммерческих банков. Спасение данных банков государством (наряду с реструктуризацией внешней задолженности) приводило к увеличению денежной базы.

Учитывая то, что динамика ставки по кредитам в значительной степени определяется динамикой ставки репо, можно построить следующую логику развития событий. На фоне роста денежного предложения происходит ускорение инфляции, на что Национальный Банк реагирует увеличением ставки репо. Прямого эффекта это не дает, и инфляция сохраняется, подкрепляемая обесцениванием тенге на фоне выросшей денежной базы. Однако в таких условиях банки вынуждены увеличивать ставки по кредитам, что и сдерживает инфляцию. При этом в финансовом секторе обостряется проблема устойчивости, и Национальный Банк вынужден вновь наращивать предложение денег через денежную базу.

Влияние внешних шоков на каналы денежной трансмиссии в базовой спецификации было задано динамикой цен на нефть и ВВП России. Для получения количественных оценок их влияния на экономический рост и инфляцию в Казахстане данные переменные были включены в модель в качестве эндогенных, будучи ограниченными авторегрессионными уравнениями. Согласно спецификации усеченной VAR базовой модели, статистически значимое влияние цены на нефть и ВВП России в периоде t_0 оказывают только на ВВП Казахстана. Кроме того, цены на нефть влияют на денежную базу. При оценке одномоментных эффектов для матрицы A были заданы те же ограничения, что были предусмотрены в исходной модели. Профили импульсных откликов на монетарные переменные совпали в данной и в базовой спецификации. Реакция реального ВВП и инфляции на шок ВВП России представлена на рисунке 3.11.

²²Схема одномоментного влияния при включении в модель ставки по кредитам показала, что денежная база влияет на обменный курс, обменный курс влияет на ставку по кредитам и инфляцию, а инфляция — на реальный ВВП.

Рисунок 3.11. Импульсные отклики макроэкономических показателей Казахстана на шоки ВВП России и цены на нефть



Источник: расчеты авторов.

Согласно полученным оценкам, ВВП России практически не влияет на инфляцию в Казахстане, но в значимой мере определяет динамику экономического роста. Положительный шок ВВП России ведет к устойчивому увеличению темпов роста экономики Казахстана. При этом положительный шок цены на нефть сопровождается отрицательным импульсным откликом ВВП Казахстана. Очевидно, этот статистический эффект связан с тем, что ВВП России и цены на нефть коррелированы, а в данной модели они заданы эндогенно относительно друг друга. Соответственно, частично положительный импульсный отклик ВВП Казахстана на рост цен на нефть заложен в реакции на динамику ВВП России. Не оказывая влияния в целом на инфляцию, ВВП России в значимой мере определяет динамику обменного курса тенге и денежной базы.

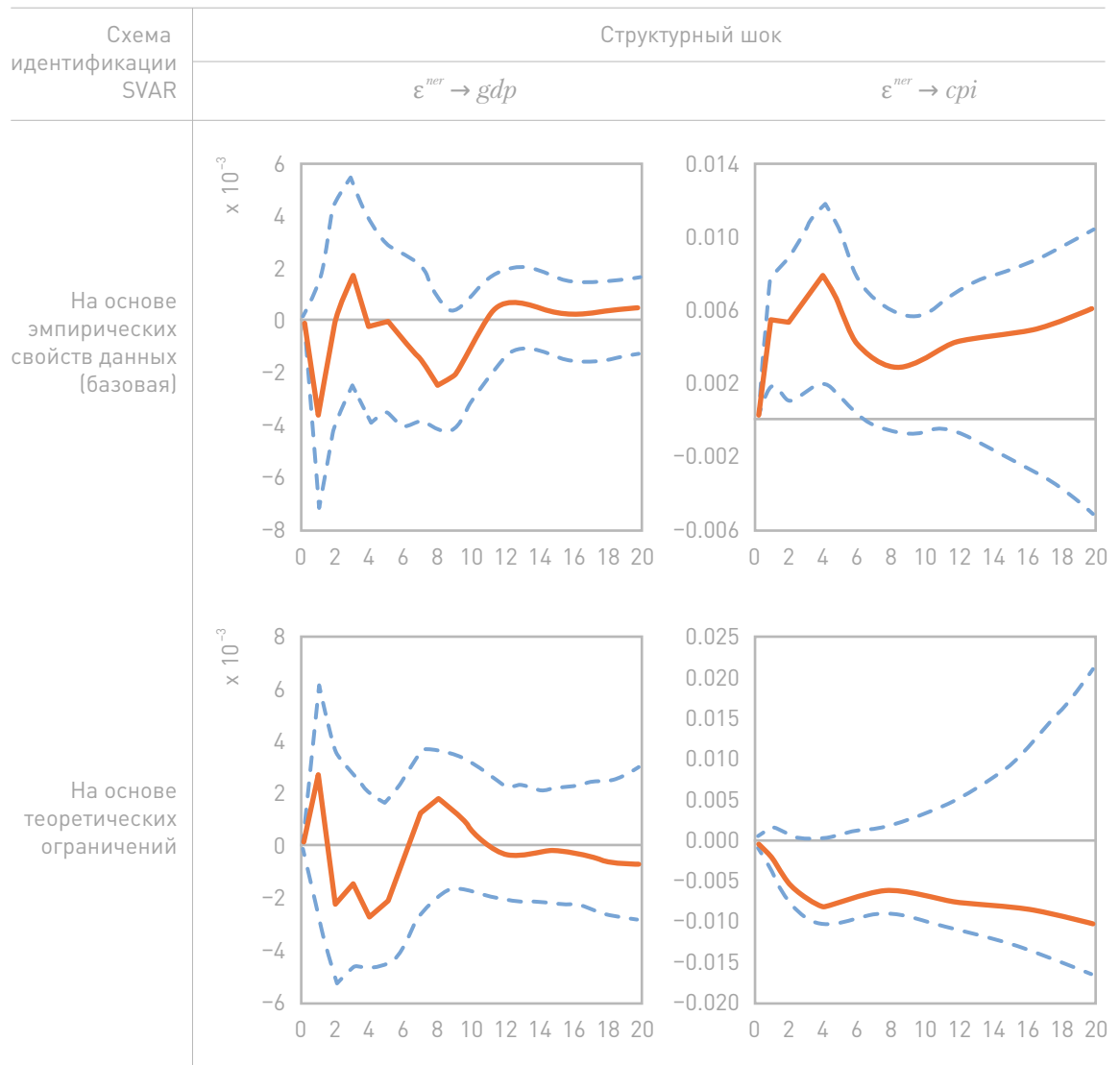
В целом монетарные переменные оказывают влияние на динамику инфляции и реального ВВП Казахстана. В частности, значительное влияние на текущую динамику индекса потребительских цен оказывают объем денежного предложения и динамика обменного курса. Однако анализ импульсных откликов говорит о том, что Национальный Банк Казахстана в значительной степени ограничен в использовании данных инструментов из-за слабости финансовой системы и подверженности внешним шокам.

3.5. Анализ каналов монетарной трансмиссии в Кыргызстане

Структура импульсных откликов показывает, что инструменты монетарной политики практически не влияют на реальный ВВП Кыргызстана. Отсутствие влияния монетарных переменных на экономическую динамику частично связано с неэкономическими шоками. Соответственно, динамика ВВП в намного большей степени объясняется структурными факторами, чем монетарной политикой. Кроме того, влияние теневой экономики, денежных переводов трудовых мигрантов также снижает степень чувствительности экономической конъюнктуры к доступным инструментам монетарной политики.

По этим же причинам монетарные переменные оказывают достаточно ограниченное влияние на динамику цен. Значимый эффект на цены оказывает только изменение денежной базы и обменного курса в спецификации модели, основанной на эмпирических свойствах данных. Обесценивание сома ведет к росту инфляции, и эффект от этого шока сохраняется на протяжении от одного до полутора лет (см. рисунок 3.12). Рост цен также может быть спровоцирован увеличением денежной базы. Эффект от соответствующего шока может сохраняться до 2–3 лет (см. рисунок 3.13). Структурная модель, построенная на теоретических ограничениях, не подтверждает данные эффекты. С одной стороны, это является следствием несоответствия теоретической модели фактическим зависимостям в экономике с только развивающимися рыночными структурами. С другой стороны, неоднозначность, возникающая при идентификации влияния монетарных переменных на инфляцию, подчеркивает ограниченность влияния монетарной политики на динамику цен.

Рисунок 3.12.
Влияние обесценения сома на реальный ВВП и потребительские цены в Кыргызстане



Источник: расчеты авторов.

Влияние других переменных, помимо денежной базы, описывающих динамику предложения денег, на инфляцию незначимо. Например, включение в базовую эмпирическую модель денежного агрегата M2X вместо денежной базы²³ показывает, что рост денежной массы практически не ведет к росту инфляции: минимально значимый статистический эффект на шок M2X наблюдается только с лагом в три квартала.

²³Включение денежного агрегата M2 вместо денежной базы привело к изменению профиля одновременных причинно-следственных связей: реальный ВВП и обменный курс влияют на M2, обменный курс также влияет на процентную ставку, которая влияет на инфляцию. При этом ощутимых изменений в профиле импульсных откликов инфляции и реального ВВП на шоки процентной ставки не произошло.

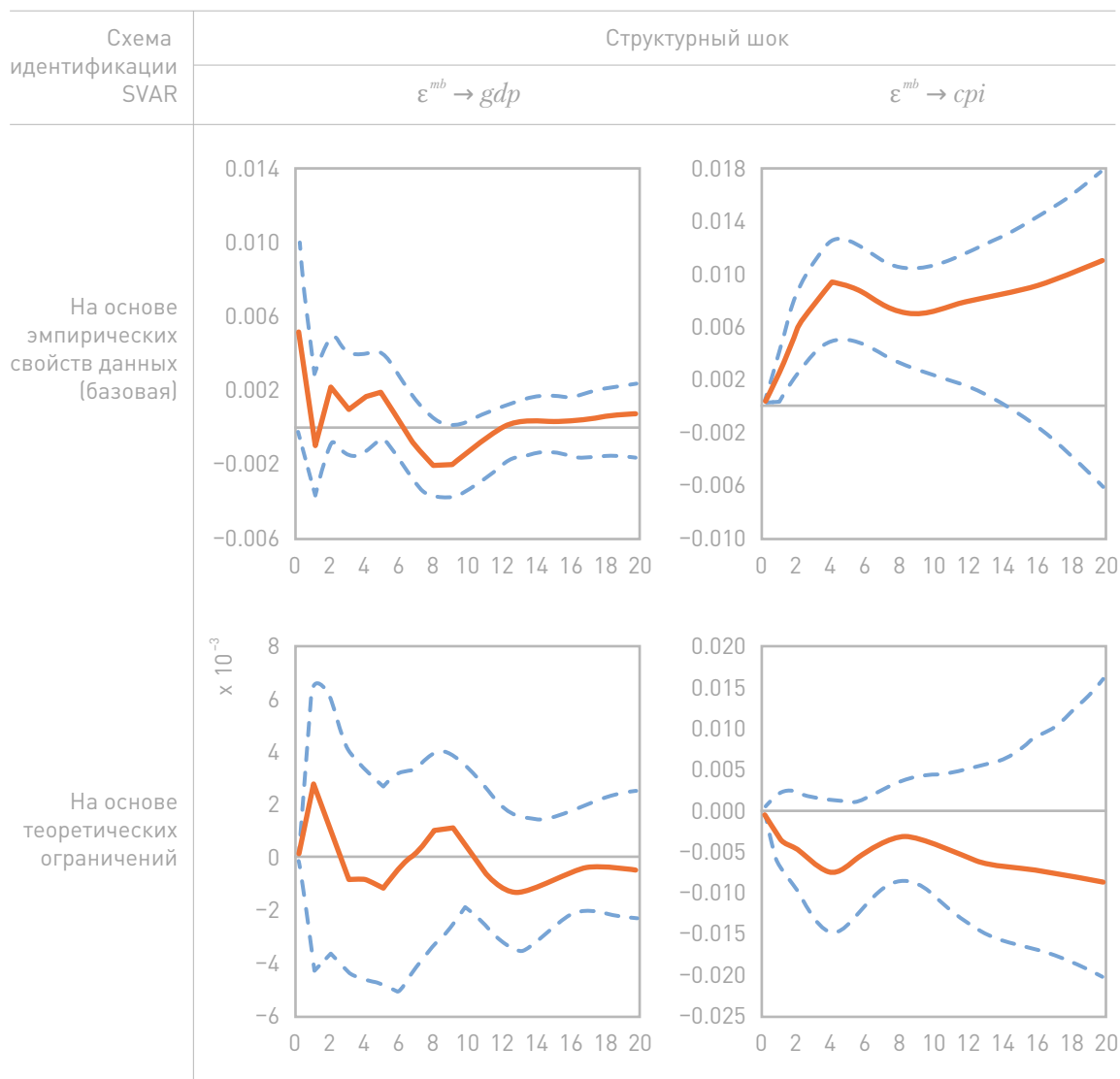


Рисунок 3.13. Влияние роста предложения денег на реальный ВВП и потребительские цены в Кыргызстане

Источник: расчеты авторов.

Одновременно модель перестает показывать влияние обменного курса на инфляцию. Это во многом связано с особенностями банковской системы Кыргызстана и низким развитием финансового посредничества в стране (Исмаилахунова, Алымкулов, 2012). Соответственно, увеличение предложения наличных денег не ведет к существенному росту M2X и не сказывается на инфляции в той степени, как увеличение денежной базы. Кроме того, в банковской системе преобладают депозиты до востребования, которые моментально выходят из системы в случае дестабилизации финансового рынка. Следовательно, шок обменного курса приводит к одномоментному оттоку депозитов из банковской системы.

Напротив, эффект от шока обменного курса на денежную базу имеет положительный характер за счет курсовой разницы и последующего постепенного увеличения долларизации. Разное влияние обменного курса на М2Х и денежную базу объясняет различия в значимости его шока на инфляцию в случае включения в модель разных переменных, описывающих предложение денег.

Влияние процентных ставок на инфляцию в Кыргызстане практически отсутствует. Согласно базовой модели, увеличение Национальным банком ставки репо лишь в незначительной степени способно сдерживать инфляцию (см. рисунок 3.14). Использование в модели ставки межбанковского рынка²⁴ практически не изменяет результаты: шок процентной ставки на инфляцию становится только еще менее значимым. Включение же в модель банковской ставки по кредитам показывает более противоречивые результаты²⁵. Увеличение ставки по кредитам фактически приводит к увеличению темпов инфляции. Это происходит за счет искажения работы канала обменного курса. Согласно такому варианту спецификации модели, обесценивание сома ведет к росту процентных ставок в банковской системе, а те уже ведут к ускорению инфляции. Объяснение этому феномену может быть следующим. Существует лаг между снижением курса валют и ростом инфляции. В свою очередь, НБ реагирует на снижение курса повышением процентных ставок, но недостаточно резким, что ведет к росту инфляции.

Для анализа влияния внешних шоков базовая спецификация структурной модели (основанная на эмпирических свойствах данных) была модифицирована за счет включения в нее в качестве эндогенной составляющей ВВП России, описанного посредством авторегрессионного уравнения. Согласно спецификации усеченной VAR базовой модели, статистически значимое влияние ВВП России в периоде t_0 оказывает на денежную базу, процентную ставку репо и обменный курс. Ограничения, предусмотренные в исходной эмпирической модели, были заданы для матрицы А при оценке одномоментных эффектов. В результате профиль импульсных откликов на монетарные переменные совпал с профилем, полученным в базовой спецификации. На рисунке 3.15 представлена реакция реального ВВП и инфляции на шок ВВП России.

Согласно полученным оценкам, увеличение ВВП России приводит к незначительному росту инфляционного давления в Кыргызстане. Данный эффект достигается за счет увеличения денежной базы ввиду ограниченных возможностей Национального банка стерилизовать дополнительные притоки средств от переводов трудовых мигрантов. Денежные переводы также влияют и на обменный курс, ведя к его укреплению. Однако влияние обменного курса на инфляцию в Кыргызстане

²⁴ В этом случае схема одномоментного влияния носит достаточно сложный характер: межбанковская процентная ставка влияет на инфляцию, которая влияет на обменный курс. Обменный курс в свою очередь оказывает влияние на реальный ВВП, который определяет динамику процентной ставки. Кроме того, реальный ВВП влияет на величину денежной базы, которая определяет динамику индекса потребительских цен. При данной спецификации структурной VAR влияние обменного курса и денежной базы на индекс потребительских цен (и реальный ВВП) не отличается от влияния согласно базовому сценарию.

²⁵ В этом случае схема одномоментного влияния показывает, что реальный ВВП влияет на ставку по кредитам и обменный курс, обменный курс влияет на денежную базу, а та в свою очередь — на индекс потребительских цен. Характер влияния денежной базы на инфляцию и реальный ВВП не изменяется.

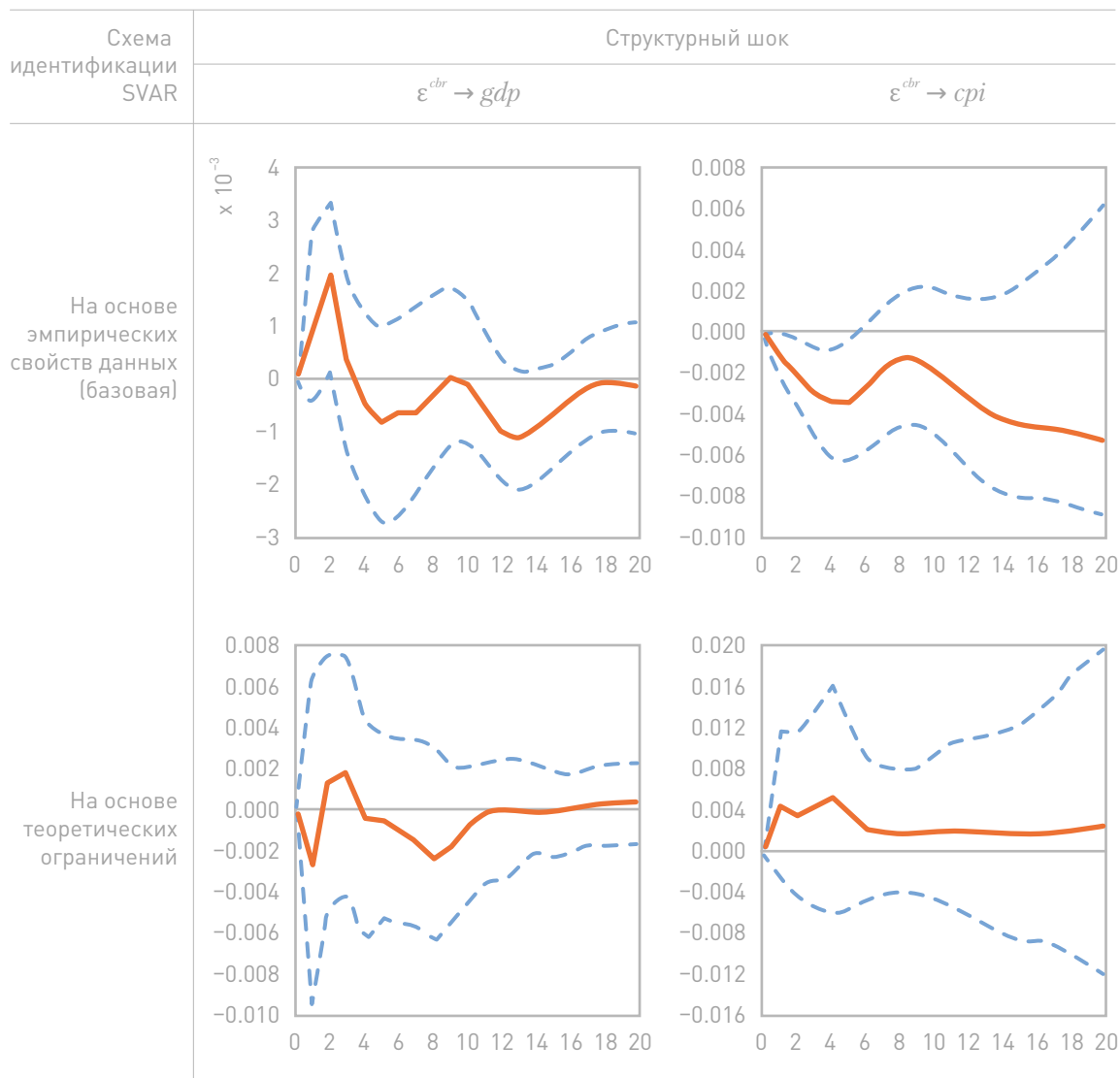
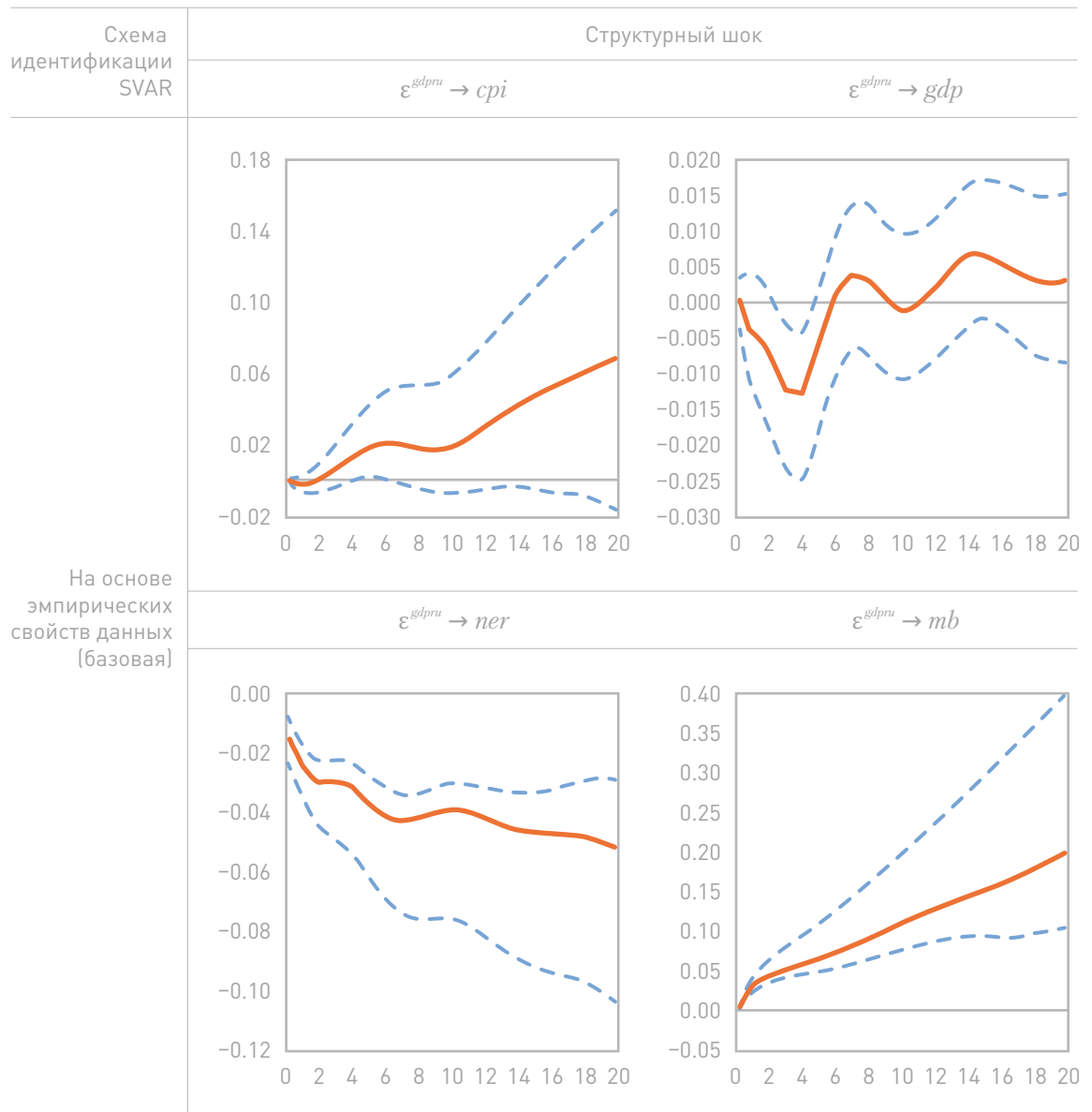


Рисунок 3.14. Влияние роста процентных ставок на реальный ВВП и потребительские цены в Кыргызстане

Источник: расчеты авторов.

значимо ниже, чем денежного предложения. Денежное предложение оказывает наиболее значимое влияние на инфляцию. При заданной спецификации положительный шок ВВП России на экономический рост в Кыргызстане носит слабо отрицательный характер. С учетом положительной корреляции ВВП России и Кыргызстана данный результат противоречит ожиданиям и подчеркивает невозможность использования монетарных переменных для прогнозирования динамики ВВП Кыргызстана. Фактически в заданной модели на реальный ВВП, помимо авторегрессионной составляющей, оказывает влияние только инфляция.

Рисунок 3.15.
Влияние шока ВВП
России на макро-
экономические
показатели Кыр-
гызстана



Источник: расчеты авторов.

Соответственно, ее ускорение под действием положительного шока ВВП России и предопределяет полученную отрицательную связь ВВП России и Кыргызстана. Помимо России, значимое влияние на монетарную политику Кыргызстана оказывают также и шоки в экономике Казахстана, в том числе по причине широкого участия казахского капитала в банковском секторе Кыргызстана.

В целом профиль шоков ВВП Казахстана²⁶ на инфляцию и монетарные показатели Кыргызстана не отличается от профиля шока ВВП России. С одной стороны, это можно интерпретировать как следствие схожей динамики экономического развития Казахстана и России, а с другой — как следствие схожего масштаба влияния данных стран на монетарную политику Кыргызстана.

В целом возможности монетарной политики по влиянию на реальный сектор Кыргызстана остаются существенно ограниченными из-за слабого развития банковского сектора, теневой экономики, зависимости экономики от денежных переводов мигрантов и нестабильной среды. Влияние монетарной политики на инфляцию в Кыргызстане ограничено возможностями Национального банка контролировать денежную базу.

3.6. Анализ каналов монетарной трансмиссии в России

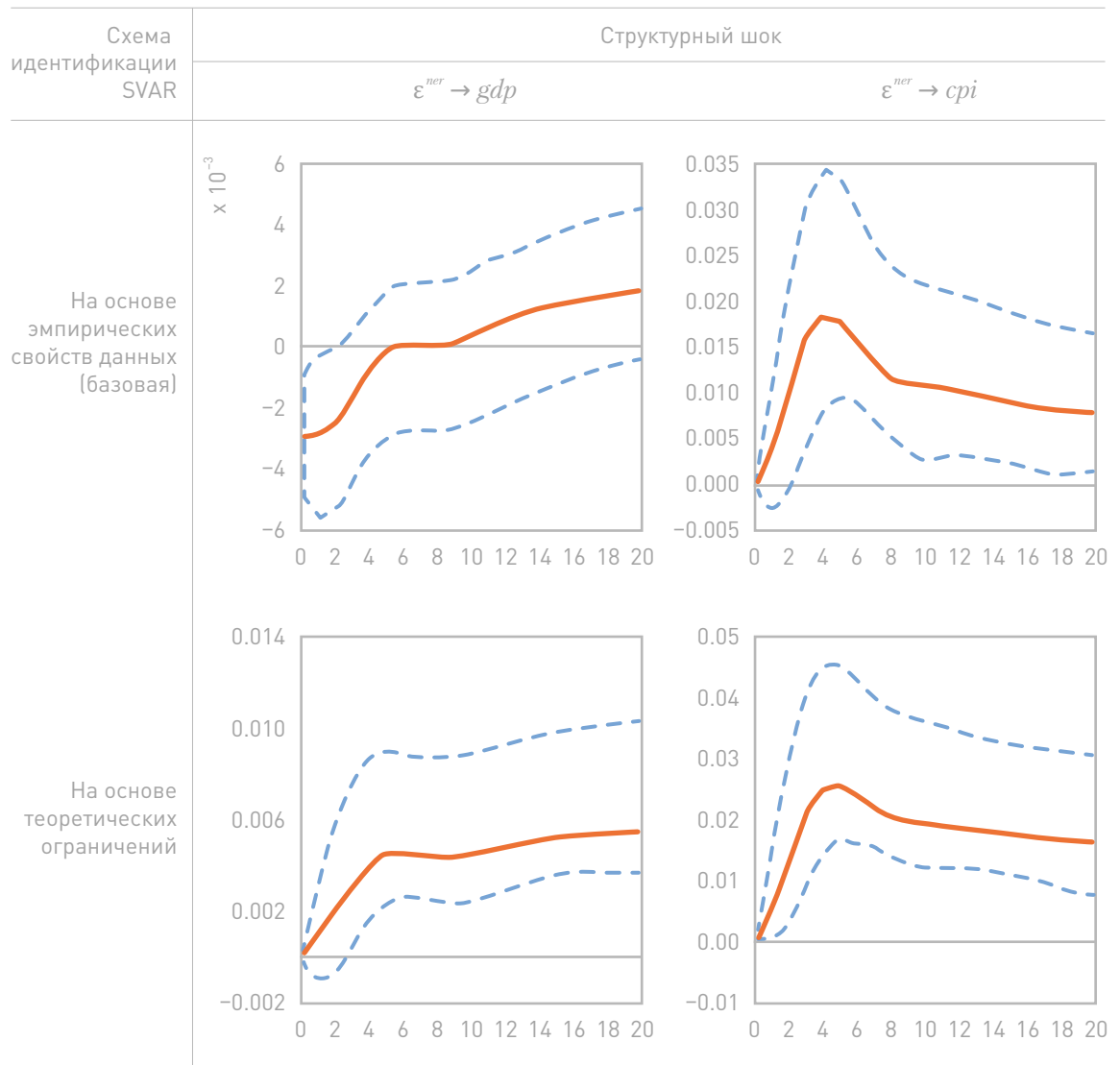
На основании полученной спецификации структурной VAR было проанализировано влияние монетарных переменных на инфляцию и темпы экономического роста через импульсные отклики. Импульсные отклики индекса потребительских цен и ВВП на шоки денежной базы, процентной ставки Центрального банка России и обменного курса представлены на рисунках 3.16–3.18.

Результаты показывают, что основным каналом, через который в рассматриваемый промежуток времени осуществлялась монетарная трансмиссия, был канал обменного курса. Импульсные отклики реального ВВП и индекса потребительских цен на шоки в обменном курсе соответствуют теоретическим ожиданиям (см. рисунок 3.16). Обесценивание рубля приводит к статистически значимому ускорению инфляции, эффект от которого проявляется со II квартала и сохраняется на длительном промежутке времени. Одновременно шок обесценивания рубля, согласно базовой спецификации структурной VAR, провоцирует одномоментное снижение темпов роста ВВП. Данное негативное влияние исчезает только по прошествии года, а в дальнейшем эффект может стать и положительным за счет увеличения ценовой конкурентоспособности на внешних рынках. Структурные шоки, построенные на основании теоретической модели, показывают, что влияние обесценивания рубля на рост ВВП не носит сдерживающего характера, а является положительным уже после двух кварталов. Это противоречит действительности и подчеркивает важность одномоментного влияния девальвации на реальный ВВП, которое не предусмотрено в теоретической модели.

Ключевую роль обменного курса в проводимой в 1995–2014 годах экономической политике подчеркивает его тесная связь с другими монетарными переменными.

²⁶ Структурная VAR с заданным эндогенно ВВП Казахстана предполагает его одномоментное влияние на индекс потребительских цен Кыргызстана, реальный ВВП, ставку репо и обменный курс. Кроме того, причинно-следственная связь идет от денежной базы к ставке репо, обменному курсу и инфляции, от инфляции к обменному курсу и от реального ВВП Кыргызстана к инфляции.

Рисунок 3.16.
Влияние обесценения рубля на реальный ВВП и потребительские цены в России



Источник: расчеты авторов.

Так, обесценение российского рубля приводило к сокращению денежной базы; в таких условиях Центральный банк проводил политику стабилизации курса, осуществляя интервенции на валютном рынке, тем самым снижая денежное предложение. Одновременно происходило увеличение процентных ставок в качестве реакции на сократившееся предложение, а также принимались меры по увеличению привлекательности сбережений в российских рублях.

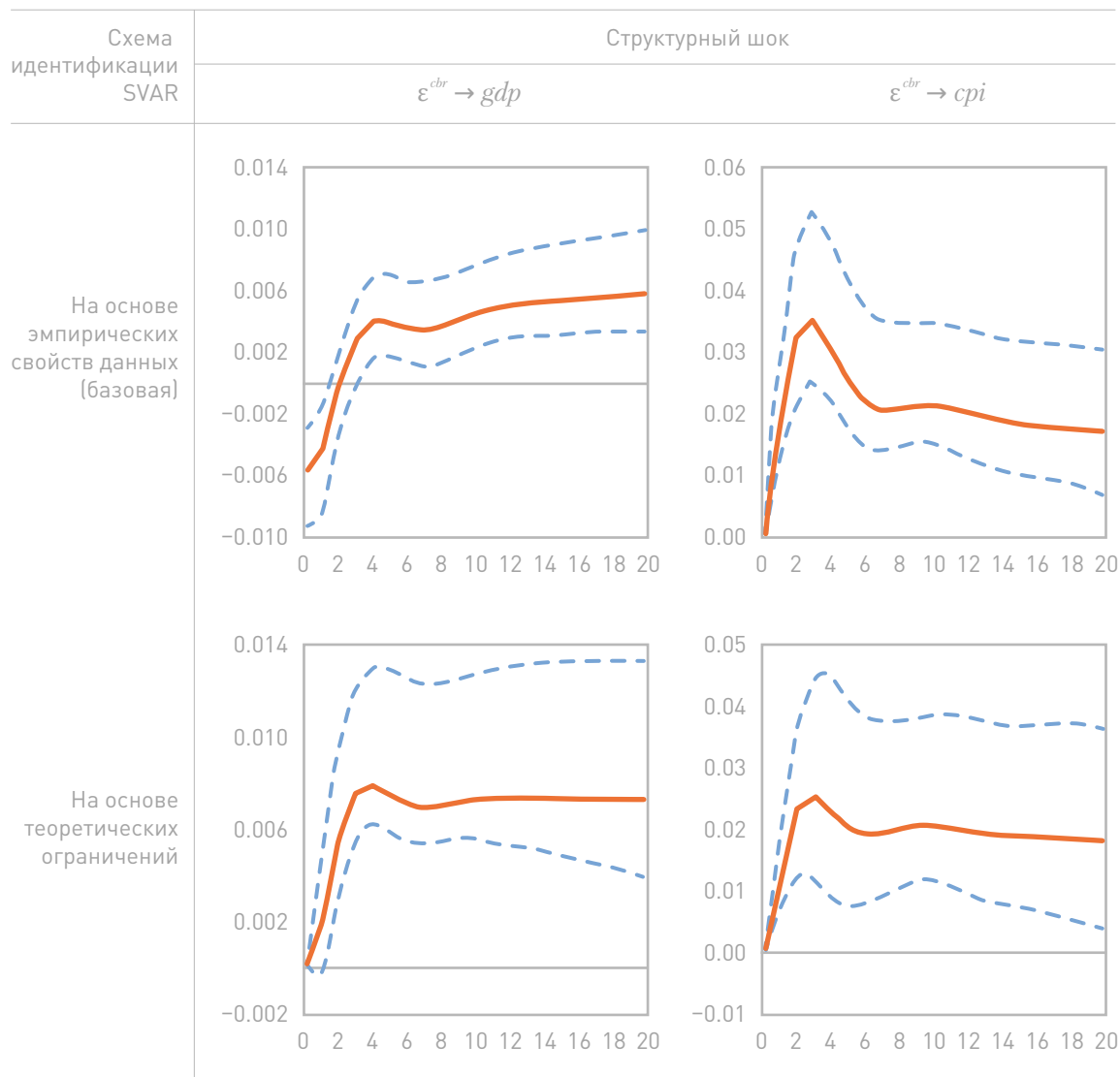
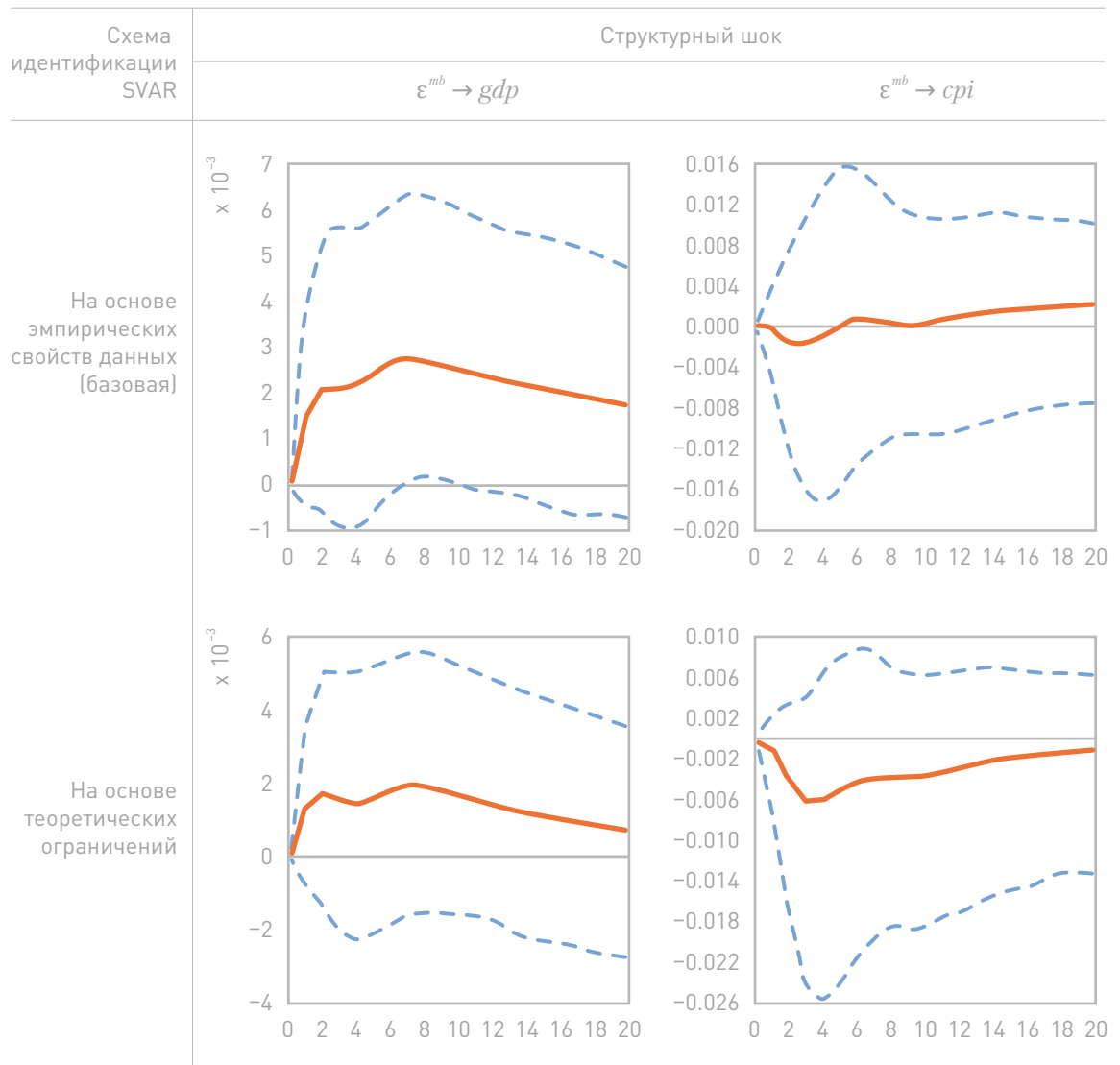


Рисунок 3.17. Влияние роста процентных ставок на реальный ВВП и потребительские цены в России

Источник: расчеты авторов.

При этом влияние шоков денежного предложения и процентных ставок на реальный ВВП и обменный курс не позволяет считать, что они могли быть самостоятельными каналами монетарной трансмиссии (рис. 3.17–3.18). Например, шок денежного предложения, согласно как эмпирической, так и теоретической модели, не оказывает влияния на индекс потребительских цен (как и на обменный курс и процентную ставку). Единственной переменной в спецификации, основанной на эмпирических свойствах данных, которая реагирует на шок денежной базы, является реальный ВВП.

Рисунок 3.18.
Влияние роста предложения денег на реальный ВВП и потребительские цены в России



Источник: расчеты авторов.

Увеличение денежной базы приводит к незначительному ускорению роста экономики, статистическая значимость которого достигается после полутора лет. Однако на практике зависимость имеет обратный характер: положительный шок реального ВВП России в начале 2000-х годов приводил к росту денежной базы²⁷. Важным фактором роста экономики России был внешний спрос, в частности экспорт энергетических ресурсов. Имея на фоне экономического роста структурный профицит

²⁷Тест Грейнджера в рамках усеченной VAR показывает, что реальный ВВП влияет на денежную базу (статистика χ^2 составила 13.09), а денежная база не влияет на реальный ВВП (статистика χ^2 составила 1.19).

текущего счета платежного баланса, Центральный банк России скупал валюту для предотвращения резкого укрепления рубля и тем самым увеличивал денежную базу. При этом спрос на национальную валюту рос в первую очередь как на средство сбережения, снижая финансовую долларизацию и не создавая инфляционного давления.

Увеличение ставок Центральным банком России происходило на фоне увеличения инфляционного давления²⁸, вызванного ростом внешних цен и скупкой валюты в резервные фонды. При этом влияние ставок на динамику экономического роста, зависящего во многом от внешних факторов, и денежной базы было достаточно ограниченным: они продолжали расти после краткосрочного замедления. Соответственно, и уровень инфляции также не реагировал на увеличение ставок и сохранял растущий тренд²⁹.

Влияние внешней среды на работу каналов монетарной трансмиссии в России было учтено через включение в модель индекса цены на нефть. В базовой спецификации она была задана как экзогенная переменная. Для оценки импульсных откликов монетарных переменных на цену нефти она была добавлена к списку эндогенных переменных в форме авторегрессии. При этом в структурной VAR схема одновременных связей была дополнена влиянием цены нефти на все остальные переменные, кроме денежной базы³⁰. Полученные импульсные отклики показывают, что рост цен на нефть ведет к укреплению российского рубля и тем самым способствует снижению темпов инфляции, а как следствие — и процентной ставки Центрального банка (см. рисунок 3.19). Кроме того, шок роста цен на нефть ведет к ускорению экономического роста на период до одного года и сопутствующему увеличению денежной базы.

Соответственно, шок резкого падения цен на нефть в 2014–2015 годах негативно отразился на динамике ВВП, привел к падению обменного курса и создал существенное инфляционное давление. В таких условиях Центральный банк России вынужден был искать новые инструменты контроля за ценами и объявил о переходе к таргетированию инфляции. Основным вызовом при этом является усиление роли канала процентной ставки как канала монетарной трансмиссии. Изменение режима денежно-кредитной политики предполагает, что показанные выше взаимосвязи между переменными реального сектора и монетарной политики должны претерпеть изменения.

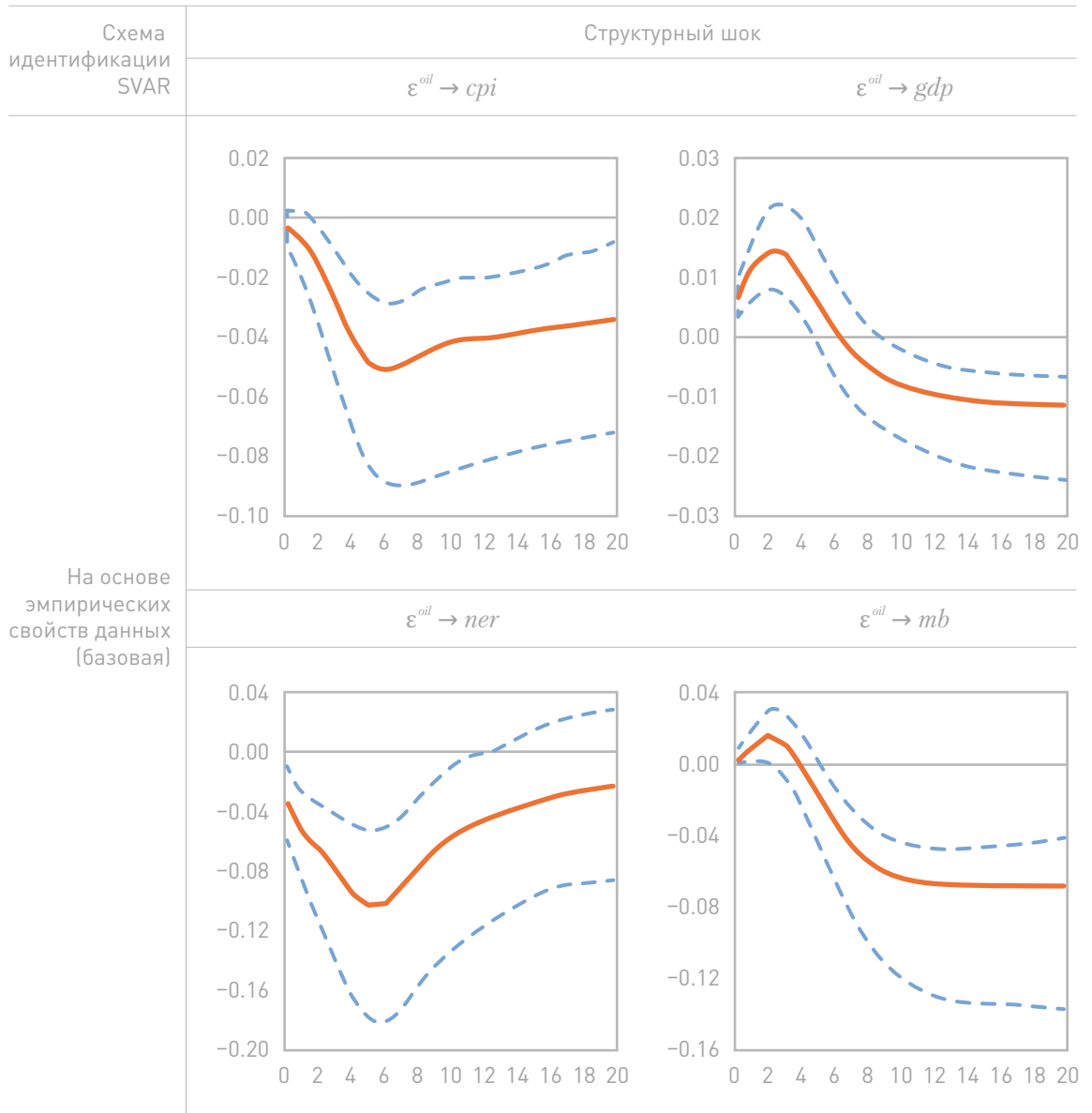
В целом влияние ставок в России на основные макроэкономические переменные было выражено нечетко. Однако необходимо отметить, что результаты моделирования лишь незначительно охватывают период нового режима ДКП (ТИ) в России, и в дальнейшем, при сохранении приверженности ЦБ РФ к контролю инфляционных ожиданий, эффективность процентного канала должна возрасти.

²⁸Тест Грейнджера показывает, что в заданной модели только индекс потребительских цен влияет на величину процентной ставки рефинансирования/репо (статистика χ^2 составила 6.33).

²⁹Использование в модели ставок по кредиту или межбанковских ставок вместо или совместно со ставкой рефинансирования/репо, а также включение в модель денежных агрегатов вместо или совместно с денежной базой не приводило к существенным изменениям профиля импульсных откликов.

³⁰В усеченной VAR базовой модели коэффициент при цене на нефть в период t_0 в уравнении денежной базы статистически незначим.

Рисунок 3.19. Импульсные отклики макроэкономических показателей России на шок цен на нефть



Источник: расчеты авторов.

3.7. Эффективность каналов монетарной трансмиссии в государствах — членах ЕАЭС: основные выводы

Каналы монетарной трансмиссии в странах ЕАЭС выражены неотчетливо, что ограничивает возможности монетарной политики влиять на динамику реального сектора. В целом наиболее эффективным каналом монетарной трансмиссии в период с конца 1990-х до середины 2015 года был канал обменного курса. Во всех странах региона обесценивание национальной валюты сопровождается ускорением инфляции при нейтральном в целом влиянии на экономический рост. Однако эффективно использовать этот канал на регулярной основе, поддерживая определенный уровень курса, могут только страны, имеющие финансовые возможности по регулированию динамики обменного курса. Отсутствие существенных резервов, необходимых для компенсации дефицита в платежном балансе, возникающего вследствие вмешательства в курсообразование, подталкивает к использованию других каналов монетарной трансмиссии.

Многие страны объявили о переходе к таргетированию инфляции, что предполагает эффективно функционирующий канал процентной ставки. Исторические данные не свидетельствуют о том, что данный канал устойчиво функционирует в странах ЕАЭС. Соответствующее теоретическим ожиданиям влияние ключевой процентной ставки центрального банка на инфляцию наблюдалось только в Беларуси, но эффективность данного канала сдерживается высокими девальвационными и инфляционными ожиданиями. В случае Армении, где режим таргетирования инфляции формально действует с 2006 года, работа канала процентной ставки затрудняется слабым влиянием ставки репо на рыночные ставки и проблемой долларизации экономики. В России влияние ключевой процентной ставки, которое отмечалось в более ранних исследованиях, было в целом подчинено работе канала обменного курса и потому не носило системного характера. В Казахстане действие процентных ставок было искажено финансовым кризисом 2008–2010 годов, когда рост ставок выявил проблему неустойчивости банковского сектора. В Кыргызстане процентные ставки не могли оказывать существенного влияния на инфляцию из-за слабого развития финансового посредничества и преобладания в банковской системе депозитов до востребования.

Альтернативой таргетированию инфляции является монетарное таргетирование. Изменение предложения денег, оцененное через денежную базу, оказывает значимое влияние на динамику инфляции в странах ЕАЭС. При этом ни в одной из стран увеличение предложения денег не ведет к статистически значимому краткосрочному росту экономики, но почти всегда ведет к замедлению роста в дальнейшем. Основной сложностью в использовании данного инструмента является ограниченный контроль центральных (национальных) банков государств — членов ЕАЭС за денежной базой. Для ряда стран это связано с высокой ролью в экономике денежных переводов, влияние которых на денежное предложение центральные власти не могут стерилизовать. Сложности также создают высокая долларизация и теневая экономика. Кроме того, динамику денежной базы могут предопределять изменения внешней конъюнктуры.

Таблица 3.1.
Эффективность
каналов монетар-
ной трансмиссии
в государствах —
членах ЕАЭС

	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Обменный курс. Ожидание: шок девальвации ведет к росту инфляции. Краткосрочное снижение ВВП может смениться восстановительным ростом					
Инфляция	++	+++	++	++	+++
Реальный ВВП	+	++	+	-	++
Процентная ставка. Ожидание: рост ставки ведет к снижению инфляции и сокращению темпов роста					
Инфляция	+	++	-	+	-
Реальный ВВП	+	+++	++	-	-
Предложение денег. Ожидание: увеличение денежной базы ведет с небольшим лагом к росту инфляции. Возможно краткосрочное стимулирующее влияние на динамику ВВП/в продолжительной перспективе эффект может быть негативным					
Инфляция	+++	+++	+++	++	-
Реальный ВВП*	+ / +++	- / ++	+ / +++	- / +	+ / -

Примечание:

- отсутствие влияния, соответствующего теоретическим ожиданиям;

+ слабое, статистически незначимое влияние, соответствующее теоретическим ожиданиям;

++ статически значимое влияние, выявляемое отдельными спецификациями модели;

+++ статически значимое влияние, нечувствительное к изменениям в спецификациях модели.

* Эффект в краткосрочном периоде/эффект в перспективе.

Источник: составлено авторами.

Например, увеличение цен на нефть в 2000-х годах привело к росту валютных поступлений в Россию, абсорбирование которых Центральным банком привело к росту денежной базы. В Казахстане наращивание денежной базы произошло вследствие оказания поддержки банковскому сектору, пострадавшему от финансового кризиса, начавшегося в 2008 году.

Таким образом, проведению эффективной монетарной политики в странах ЕАЭС препятствуют проблемы высокой долларизации, инфляционных и девальвационных ожиданий, слабо развитый финансовый сектор, наличие теневой экономики, зависимость от денежных переводов трудовых мигрантов и шоков на внешних рынках. Без устранения этих барьеров возможности гармонизации монетарной политики государств — членов ЕАЭС остаются ограниченными.

4. Оценка экономической конвергенции государств — членов ЕАЭС

4.1. Подходы к анализу конвергенции: краткий обзор

Одной из важнейших предпосылок глубокой экономической интеграции государств — членов ЕАЭС является конвергенция их экономик. В этом контексте необходимо рассматривать три вида конвергенции: реальную, номинальную и институциональную.

Реальная конвергенция подразумевает в первую очередь сближение уровней доходов на душу населения между странами экономического объединения. Номинальная конвергенция означает последовательную синхронизацию динамиками таких макроэкономических показателей, как общий уровень цен (инфляция), обменный курс, денежная база и различные денежные агрегаты, процентные ставки, и некоторых других. Номинальная конвергенция является необходимым условием координации монетарной политики в рамках экономического объединения в целях смягчения различных внутренних и внешних шоков, которым подвергаются государства — члены экономического объединения. Институциональная конвергенция предполагает сближение институциональных основ функционирования экономик, входящих в экономическое объединение, и создает предпосылки для реальной и номинальной конвергенции.

Подход к анализу конвергенции на основе временных рядов позволяет осуществлять проверку (тестирование) на наличие различных видов (типов) конвергенции. В эконометрических терминах, если дифференциалы показателей являются стационарными величинами с нулевым средним, то условия конвергенции выполняются. Данные определения конвергенции могут быть операционализированы в рамках тестов на единичный корень и коинтеграцию. Чтобы между исследуемыми показателями в странах i и j имела место конвергенция, необходимо наличие коинтеграции между этими показателями с коинтегрирующим вектором $[1, -1]$. Для группы стран конвергенция предполагает наличие $n - 1$ коинтегрирующих векторов при выполнении указанного выше ограничения. Кроме того, если исследуемые показатели являются стационарными величинами вокруг тренда, то данное определение конвергенции предполагает, что все страны имеют одинаковые тренды. Такой вид конвергенции можно рассматривать как безусловную (абсолютную). Приведенное определение является достаточно строгим. Если между странами не наблюдается конвергенции в смысле, рассмотренном выше, то между ними могут иметь место общие долгосрочные движущие силы, то есть они могут испытывать одинаковые перманентные шоки, которые имеют различные долгосрочные веса. Это приводит к понятию конвергенции в виде общих трендов в динамике исследуемых показателей.

Обычно различные определения конвергенции предполагают, что дифференциал между исследуемыми показателями является стационарной величиной с порядком интегрированности $I(0)$. Такое условие является достаточно жестким и ограничивает возможности анализа степени конвергенции. Использование концепции дробной интегрированности дифференциала тестируемых на конвергенцию показателей расширяет возможности анализа. При этом предполагается, что дифференциал может иметь порядок интегрированности $I(d)$.

Учитывая вышесказанное, можно сформулировать следующую классификацию определений конвергенции с соответствующими гипотезами, подлежащими эконометрической проверке:

1. Долгосрочная конвергенция (разрыв между показателями исчезает или стабилизируется на определенном уровне):
 - 1.1) абсолютная (наличие коинтеграции между исследуемыми показателями, коинтеграционный вектор $[1, -1]$, дифференциал является стационарной величиной с нулевым средним);
 - 1.2) относительная (наличие коинтеграции между исследуемыми показателями, коинтеграционный вектор $[1, -\alpha]$, дифференциал является стационарной величиной с ненулевым средним).
2. Догоняющая конвергенция (разрыв между показателями имеет тенденцию к сокращению):
 - 2.1) быстрая конвергенция (наличие коинтеграции между исследуемыми показателями, положительный статистически значимый тренд, $-0.5 < d \leq 0$, дифференциал является стационарной величиной вокруг тренда);
 - 2.2) средняя конвергенция (наличие коинтеграции между исследуемыми показателями, положительный статистически значимый тренд, $0 < d \leq 0.5$, дифференциал является стационарной величиной с долгой памятью вокруг тренда);
 - 2.3) медленная конвергенция (отсутствие коинтеграции между исследуемыми показателями, положительный статистически значимый тренд, $0.5 < d < 1$, дифференциал является нестационарной величиной с долгосрочной памятью и возвратом среднего).
3. Дивергенция (отсутствие коинтеграции, положительный статистически значимый тренд, $d \geq 1$).

Выбор эконометрического метода тестирования конвергенции обуславливается характером анализируемых данных и предполагаемым видом конвергенции. Например, при анализе *реальной конвергенции* целесообразно использовать сначала тесты, позволяющие выявлять наличие догоняющей конвергенции, поскольку страны ЕАЭС находятся на разных уровнях экономического развития и величина ВВП на душу населения (по паритету покупательной способности, ППС) может существенно различаться. При этом между странами может наблюдаться сближение уровней этого показателя. Одномерные тесты на единичный корень и дробную интеграцию дифференциала ВВП на душу населения по ППС будут здесь вполне рациональным первым выбором. Особый акцент должен делаться на анализе значимости и знака коэффициента при тренде.

Затем, при необходимости, может быть использован многомерный тест на коинтеграцию для выявления группы стран, между которыми имеет место конвергенция (клубная конвергенция).

При анализе *номинальной конвергенции* выявляются ее различные виды. В частности, Договор о ЕАЭС предусматривает необходимость соблюдения количественных значений по инфляции, что предполагает сближение (снижение) инфляции в государствах — членах ЕАЭС в сторону наименьшего значения по инфляции среди стран союза. Следовательно, здесь можно со временем ожидать абсолютную конвергенцию и использовать двумерные и многомерные тесты на коинтеграцию, позволяющие выявлять долгосрочную конвергенцию, ведущую к выравниванию показателей во всех странах экономического объединения. Аналогичная ситуация может наблюдаться при оценке конвергенции процентных ставок. Напротив, наличие национальных валют в рамках ЕАЭС и координации монетарной политики предполагает, что между динамикой обменных курсов, а также показателей денежного предложения должна установиться пропорциональность, которая может быть исследована при помощи тестов на относительную конвергенцию (наличие общих трендов в динамике показателей).

Анализ *институциональной конвергенции* может быть осуществлен при помощи концепции сигма-конвергенции, а также тестов на единичный корень. Следует отметить, что сигма-конвергенция может быть использована и при анализе реальной и номинальной конвергенции в качестве дополнительного иллюстративного метода.

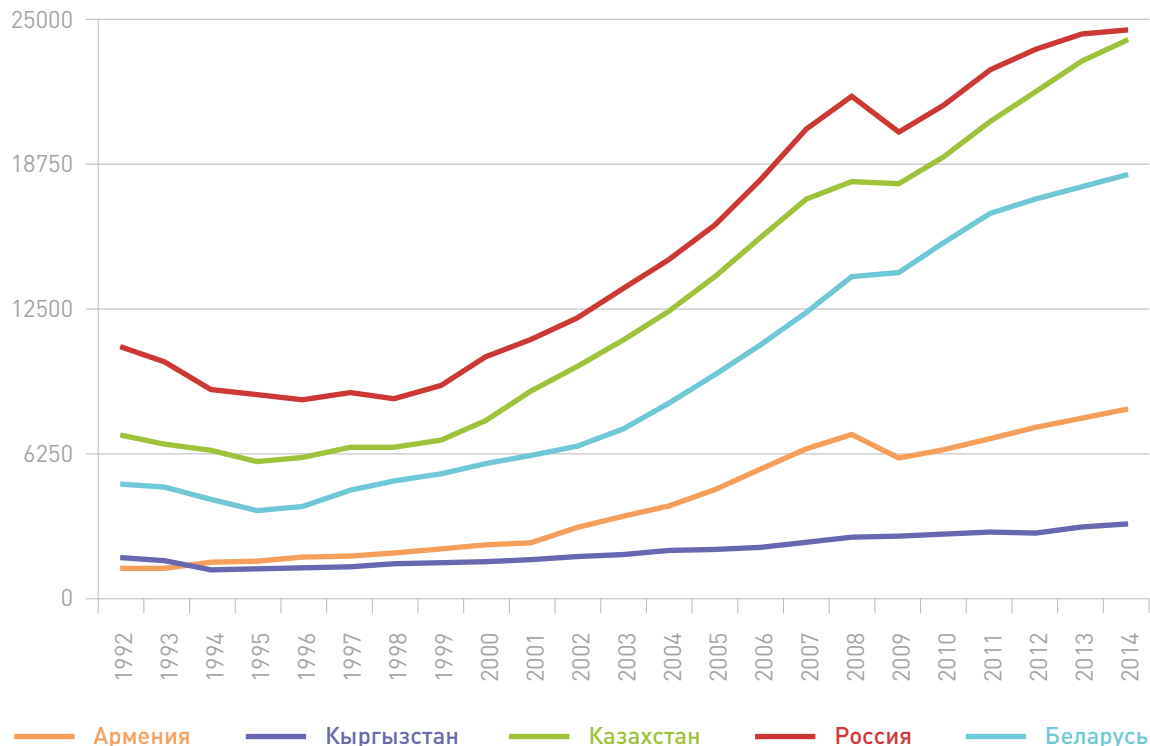
Таким образом, рассмотренные методы эконометрического анализа позволяют всесторонне исследовать процесс реальной, номинальной и институциональной конвергенции в рамках ЕАЭС и дать количественную оценку его различных аспектов. Следует также отметить, что исследование реальной и номинальной конвергенции в принципе является исходным моментом и простейшим вариантом анализа (для одного показателя) трансмиссии внутренних и внешних шоков на основные макроэкономические показатели.

4.2. Анализ скорости сходимости и направленности номинальных и реальных показателей государств — членов ЕАЭС

4.2.1. Реальная конвергенция

Для анализа реальной конвергенции в государствах — членах ЕАЭС использовались годовые данные о ВВП на душу населения по ППС за период с 1992 по 2014 год, представленные в базе данных МВФ к отчету «Перспективы мировой экономики». Использование такого рода данных является распространенной практикой при исследовании реальной конвергенции, несмотря на некоторую условность расчетов, использующих концепцию паритета покупательной способности. При всех недостатках такого подхода он позволяет обеспечить определенную сопоставимость ВВП на душу населения в различных странах.

Рисунок 4.1. Динамика ВВП на душу населения по ППС в государствах — членах ЕАЭС, \$



Источник: World Economic Outlook Database.

На рисунке 4.1 представлена динамика данного показателя в абсолютных величинах. Уровни ВВП на душу населения по ППС за рассматриваемый период имели выраженную тенденцию к росту (за исключением Кыргызстана, где этот рост был не так значителен). За указанные годы происходило сближение показателей уровня ВВП на душу населения по ППС в странах ЕАЭС и России. Особенно это касается Казахстана³¹ и Беларуси. В результате уровень ВВП на душу населения по ППС в 2014 году составил в Казахстане более 98% от российского уровня, а в Беларуси — около 75%. В Армении эта величина составила примерно 33%, а в Кыргызстане — всего лишь немногим более 13% (см. рисунок 4.2).

На рисунке 4.3 представлены результаты оценки сигма-конвергенции для всех государств — членов ЕАЭС и трех стран, изначально сформировавших таможенный союз и единое экономическое пространство (Беларусь, Казахстан и Россия). В первом случае конвергенция выражена намного слабее, хотя коэффициент при тренде в соответствующей регрессии является отрицательным и статистически значимым, что свидетельствует в пользу наличия сигма-конвергенции в рамках ЕАЭС.

³¹ Если считать по текущему обменному курсу, то в 2015 году Казахстан будет иметь \$12.4 тыс. на душу населения, тогда как Российская Федерация — только \$11.9 тыс. Однако надо понимать, что это скорее статистический эффект. Произшедшая девальвация тенге в середине 2015 года изменит эти цифры по итогам 2016 года.

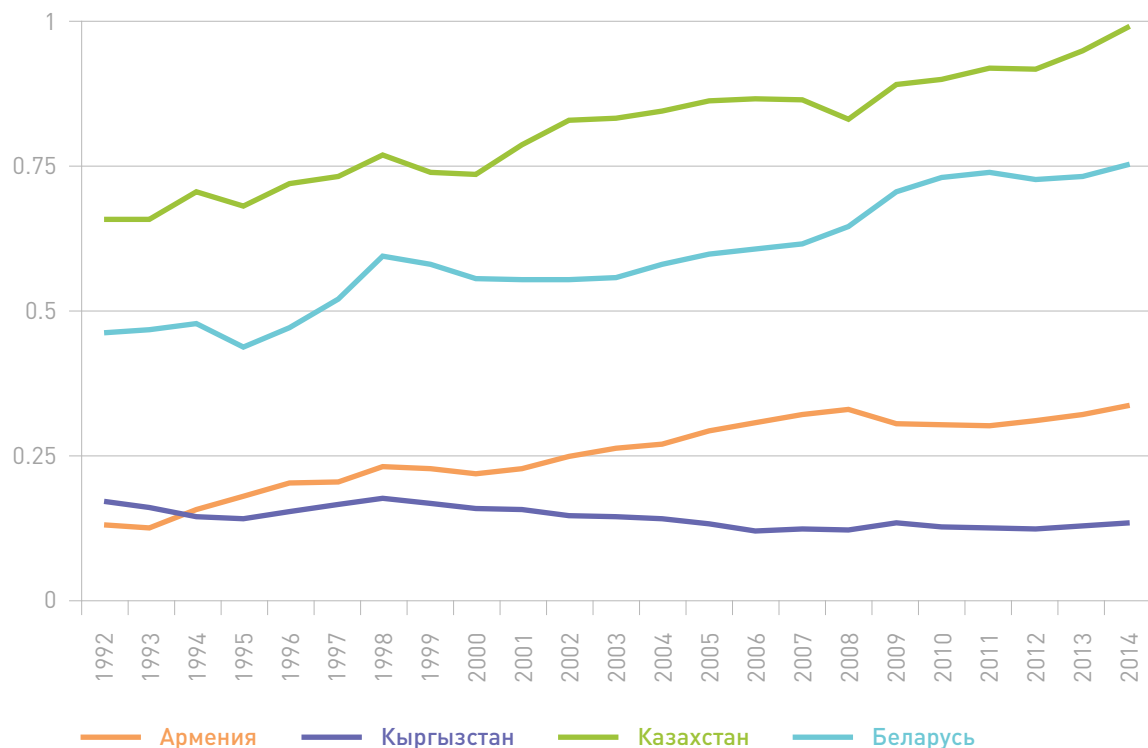


Рисунок 4.2. Соотношение ВВП на душу населения по ППС в государствах — членах ЕАЭС по отношению к России, коэффициент

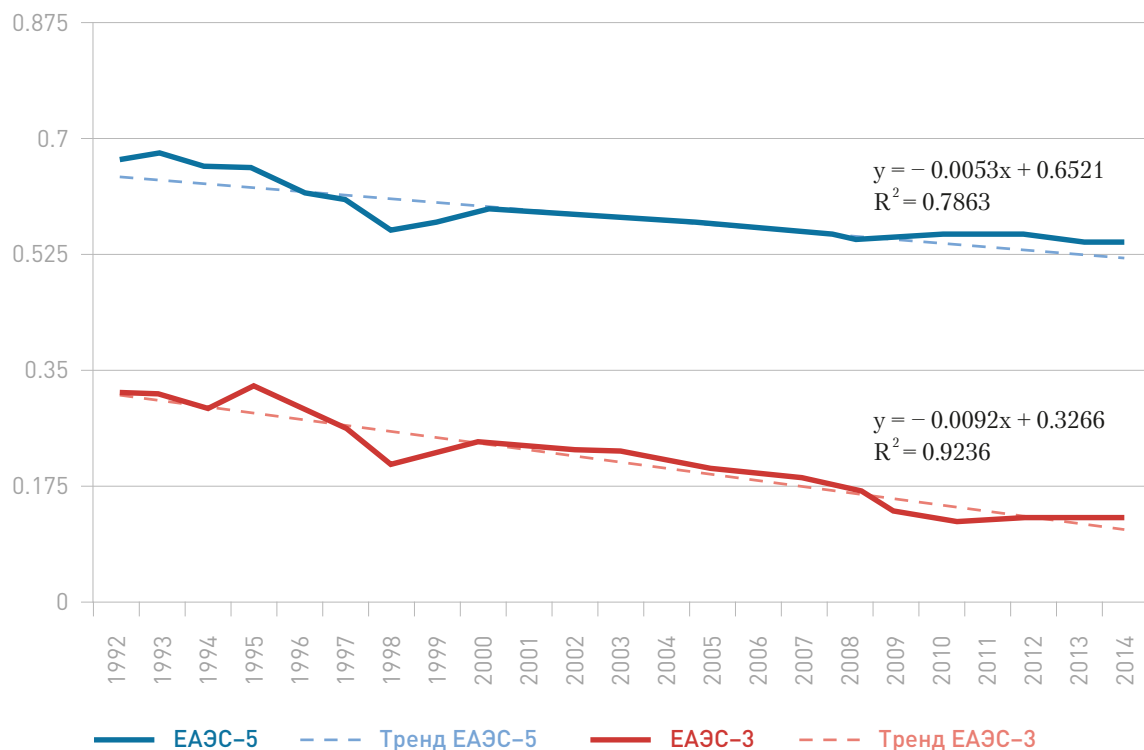
Примечание: ВВП на душу населения по ППС в России принят за единицу.

Источник: расчеты авторов.

Однако наиболее явно это прослеживается по тройке «старых» стран интеграционного объединения. В данном случае коэффициент вариации постепенно стремится к своему минимальному значению, свидетельствуя в пользу догоняющей конвергенции, когда уровни ВВП на душу населения по ППС в Казахстане и Беларуси вплотную приближаются к российскому уровню.

Формальный анализ существования конвергенции между странами может быть проведен на основе тестов на единичный корень дифференциалов ВВП на душу населения по ППС. Поскольку в данном случае речь идет о догоняющей конвергенции при наличии страны-лидера, то дифференциалы рассчитывались между уровнем ВВП на душу населения по ППС в Армении, Беларуси, Казахстане, Кыргызстане и его уровнем в России. Догоняющей конвергенции соответствуют колебания дифференциала вокруг повышающегося тренда (поскольку в нашем случае дифференциал представляет собой разность между догоняющей и догоняемой странами). Сказанное означает, что догоняющая конвергенция будет иметь место, как правило, если дифференциал является стационарной величиной вокруг тренда (также возможна медленная конвергенция при отсутствии стационарности, но положительном и статистически значимом тренде).

Рисунок 4.3.
Сигма-конвергенция ВВП на душу населения по ППС в государствах — членах ЕАЭС



Примечание: ЕАЭС-5 включает Армению, Беларусь, Казахстан, Кыргызстан и Россию; ЕАЭС-3 включает Беларусь, Казахстан и Россию. По оси ординат отмечен коэффициент вариации ВВП на душу населения по ППС.

Источник: расчеты авторов.

Скорость конвергенции может быть определена при помощи ARFIMA-модели, которая позволяет оценить дробный порядок интегрированности (d) и классифицировать виды конвергенции (быстрая, средняя, медленная).

В таблице 4.1 представлены итоговые результаты тестирования на наличие догоняющей конвергенции среди государств — членов ЕАЭС. Использовались тесты на единичный корень Дики — Фуллера с константой и трендом. Длина лага выбиралась таким образом, чтобы устранить автокорреляцию остатков. Для Казахстана при расчете теста на единичный корень учитывался структурный сдвиг (изменение среднего) в 2007 году. Кроме того, соответствующие дифференциалы использовались в ARFIMA-модели для определения точного порядка интегрированности и оценки скорости конвергенции.

Как следует из таблицы 4.1, между Казахстаном и Беларусью с одной стороны и Россией с другой имеет место статистически подтверждаемая догоняющая конвергенция. Скорость такой конвергенции оценивается как средняя. В свою очередь, Армения также находится в состоянии догоняющей конвергенции по отношению к России, однако такая конвергенция по сравнению с указанными выше странами является неустойчивой и может быть охарактеризована как медленная.

Дифференциал	Наличие единичного корня	Тренд	Параметр d	Наличие конвергенции
Беларусь — Россия	Отвергается на 5%-ном уровне	Положительный, статистически значимый	$0 < d \leq 0.5$	Догоняющая средняя конвергенция
Казахстан — Россия	Отвергается на 5%-ном уровне	Положительный, статистически значимый	$0 < d \leq 0.5$	Догоняющая средняя конвергенция
Армения — Россия	Не отвергается	Положительный, статистически значимый	$0 < d \leq 1$	Догоняющая медленная конвергенция
Кыргызстан — Россия	Не отвергается	Отрицательный, статистически значимый	–	Дивергенция

Таблица 4.1. Оценка реальной конвергенции: итоговые результаты теста на единичный корень и оценки параметра d

Источник: расчеты авторов.

Конвергенции между Кыргызстаном и Россией в настоящее время не наблюдается. Результаты многомерного теста на коинтеграцию показывают наличие «клуба», состоящего из трех стран, в которых явным образом происходит конвергенция ВВП на душу населения по ППС (Беларусь, Казахстан и Россия).

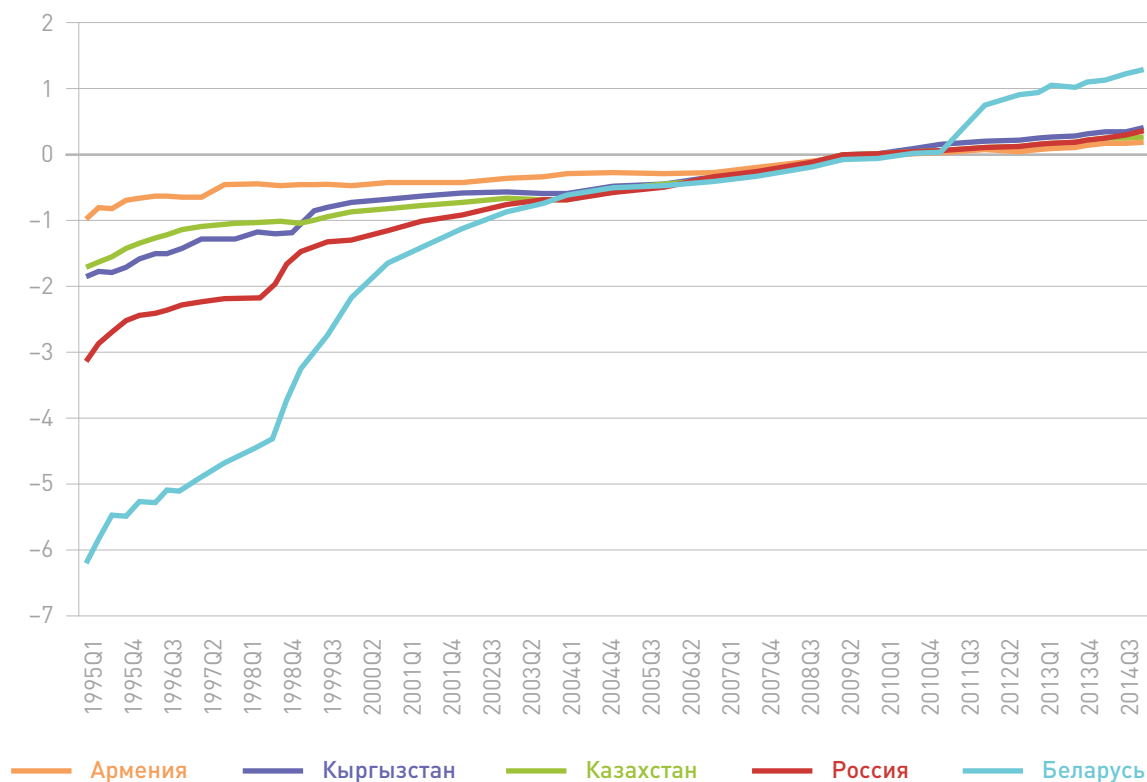
4.2.2. Номинальная конвергенция

При оценке номинальной конвергенции использовались квартальные данные по следующим показателям, характеризующим монетарную политику и ее результаты: (1) индекс потребительских цен, (2) номинальный обменный курс национальной валюты к доллару США, (3) денежная база и (4) процентная ставка центрального (национального) банка. За исключением процентных ставок, все показатели были представлены в логарифмах. Как правило, при анализе использовался период с I квартала 1995 года по IV квартал 2014-го. Временные ряды, имеющие сезонный паттерн, корректировались при помощи программы TRAMO-SEATS в автоматическом режиме.

На рисунке 4.4 представлена динамика потребительских цен в государствах — членах ЕАЭС. Как видно, начиная примерно с середины 2000-х годов динамика потребительских цен в государствах — членах ЕАЭС стабилизируется и становится сходной. Исключение представляет Беларусь, где в последние годы инфляция была весьма высокой и существенно превышала уровень инфляции в других государствах — членах ЕАЭС.

При оценке конвергенции потребительских цен следует учитывать, что в результате цены могут сближаться, а их дифференциалы — колебаться вокруг нулевого среднего. В этом случае речь идет об абсолютной конвергенции. Наличие такого рода конвергенции может быть проверено при помощи тестов на единичный корень без детерминистических компонентов (в частности, константа будет равна нулю).

Рисунок 4.4. Индексы потребительских цен в государствах — членах ЕАЭС (логарифмическая шкала, 2010=1)

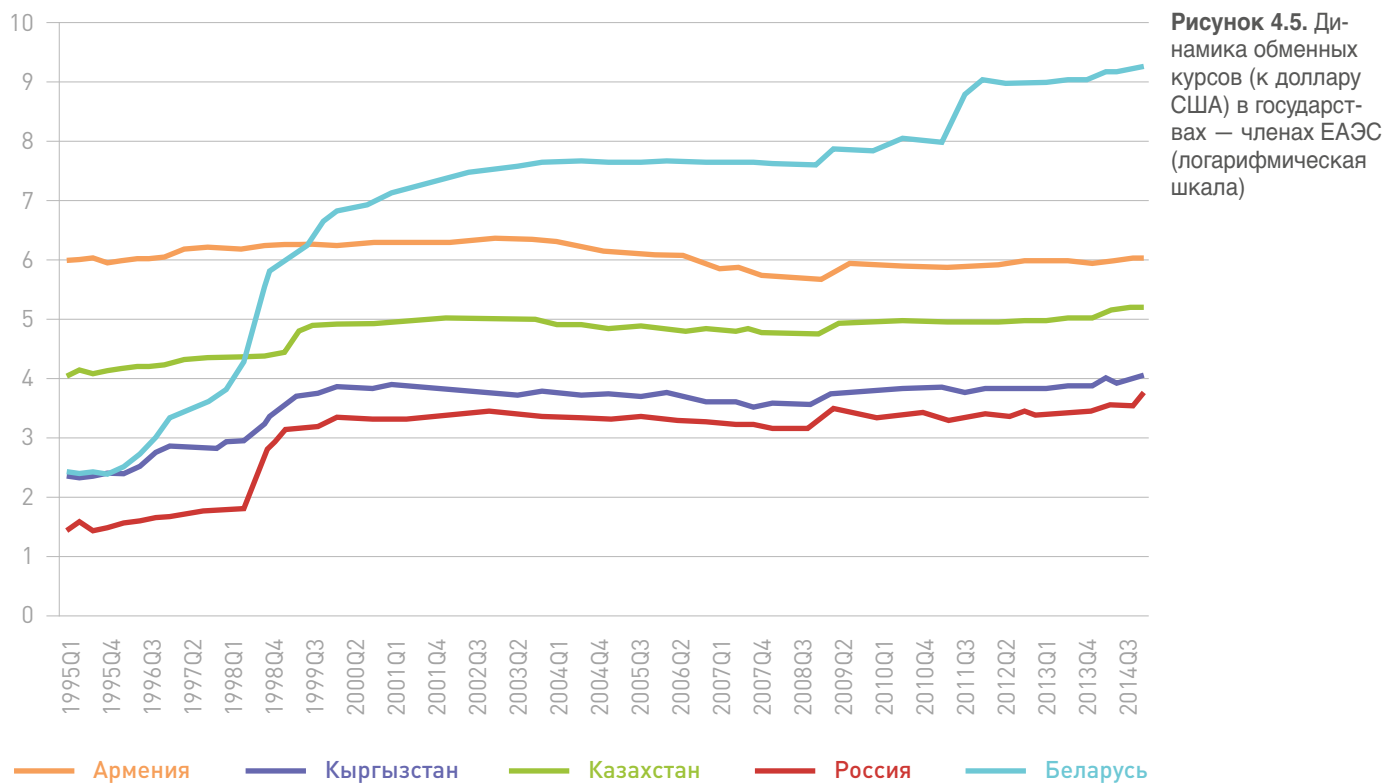


Источник: расчеты авторов.

Таблица 4.2. Конвергенция индексов потребительских цен: итоговые результаты тестов на единичный корень

Дифференциал	Наличие единичного корня	Константа	Наличие конвергенции
Россия — Беларусь	Отвергается	Отсутствует	Абсолютная конвергенция
Россия — Казахстан	Отвергается	Отсутствует	Абсолютная конвергенция
Россия — Кыргызстан	Отвергается	Отсутствует	Абсолютная конвергенция
Россия — Армения	Отвергается	Отсутствует	Абсолютная конвергенция
Беларусь — Казахстан	Отвергается	Отсутствует	Абсолютная конвергенция
Беларусь — Кыргызстан	Отвергается	Отсутствует	Абсолютная конвергенция
Беларусь — Армения	Отвергается	Отсутствует	Абсолютная конвергенция
Казахстан — Кыргызстан	Отвергается	Отсутствует	Абсолютная конвергенция
Казахстан — Армения	Отвергается	Отсутствует	Абсолютная конвергенция
Кыргызстан — Армения	Отвергается	Отсутствует	Абсолютная конвергенция

Источник: расчеты авторов.



Источник: расчеты авторов.

Результаты формального тестирования представлены в таблице 4.2. Они показывают, что в рамках ЕАЭС наблюдается абсолютная конвергенция индексов потребительских цен. Дифференциалы индексов потребительских цен представляют собой в последние годы стационарные величины, колеблющиеся вокруг нулевого среднего. Гипотеза об абсолютной конвергенции не отвергается даже для Беларуси, где инфляция за последние годы была весьма высокой (хотя значимость результатов в данном случае ниже, чем по другим странам).

Результаты многомерного теста на коинтеграцию показывают, что для пяти стран, входящих в ЕАЭС, имеют место четыре коинтеграционных вектора (то есть все пары стран коинтегрированы), что свидетельствует в пользу «клубной» конвергенции относительно динамики инфляции.

На рисунке 4.5 представлена динамика обменных курсов государств — членов ЕАЭС в логарифмическом выражении. В данном случае речь может идти лишь об установлении определенной пропорциональности между показателями, наличии в их динамике общих трендов, то есть относительной конвергенции. Формальное тестирование наличия конвергенции проводилось при помощи теста на единичный корень с ненулевым средним. Дополнительно осуществлялся многомерный тест на коинтеграцию.

Таблица 4.3.
Конвергенция
номинальных
обменных курсов:
итоговые ре-
зультаты тестов
на единичный
корень

Дифференциал	Наличие единичного корня	Константа	Наличие конвергенции
Россия — Беларусь	Отвергается	Присутствует	Относительная конвергенция
Россия — Казахстан	Отвергается	Присутствует + фиктивная переменная сдвига среднего	Относительная конвергенция
Россия — Кыргызстан	Отвергается	Присутствует + фиктивная переменная сдвига среднего	Относительная конвергенция
Россия — Армения	Не отвергается	Присутствует	Нет конвергенции
Беларусь — Казахстан	Не отвергается	Присутствует	Нет конвергенции
Беларусь — Кыргызстан	Не отвергается	Присутствует	Нет конвергенции
Беларусь — Армения	Не отвергается	Присутствует	Нет конвергенции
Казахстан — Кыргызстан	Не отвергается	Присутствует	Нет конвергенции
Казахстан — Армения	Не отвергается	Присутствует	Нет конвергенции
Кыргызстан — Армения	Не отвергается	Присутствует	Нет конвергенции

Источник: расчеты авторов.

В таблице 4.3 представлены результаты соответствующих тестов. Как видно, относительная конвергенция обменных курсов существует между Беларусью, Казахстаном, Кыргызстаном с одной стороны и Россией с другой. Между остальными парами стран конвергенции номинальных обменных курсов не наблюдается. Многомерный тест на коинтеграцию подтверждает полученные результаты и указывает на отсутствие в данном случае «клубной» конвергенции. Аналогичные результаты демонстрируют и двумерные тесты на коинтеграцию. Общие тренды наблюдаются только у трех государств — членов ЕАЭС в отношении динамики обменного курса России.

На рисунке 4.6 представлена динамика денежной базы в странах ЕАЭС, а в таблице 4.4 даны результаты формальных тестов на наличие конвергенции по данному показателю между парами стран. Ситуация здесь неоднозначная: в четырех парах стран из десяти наблюдается относительная конвергенция по показателям денежной базы. Это означает, что в этих парах стран (Россия — Беларусь, Россия — Армения, Казахстан — Армения и Кыргызстан — Армения) в динамике денежного предложения имеют место общие тренды. Двумерные тесты на коинтеграцию в целом поддерживают сделанные на основе одномерных тестов выводы. В остальных шести группах стран наличие таких трендов статистически не подтверждается.

На рисунке 4.7 представлена динамика процентных ставок центральных (национальных) банков государств — членов ЕАЭС. Поскольку порядок интегрированности процентных ставок в ряде стран на значительных промежутках времени близок к нулю (стационарность), то использование рассмотренных ранее методов тестирования конвергенции не представляется возможным.

4. ОЦЕНКА ЭКОНОМИЧЕСКОЙ КОНВЕРГЕНЦИИ ГОСУДАРСТВ — ЧЛЕНОВ ЕАЭС

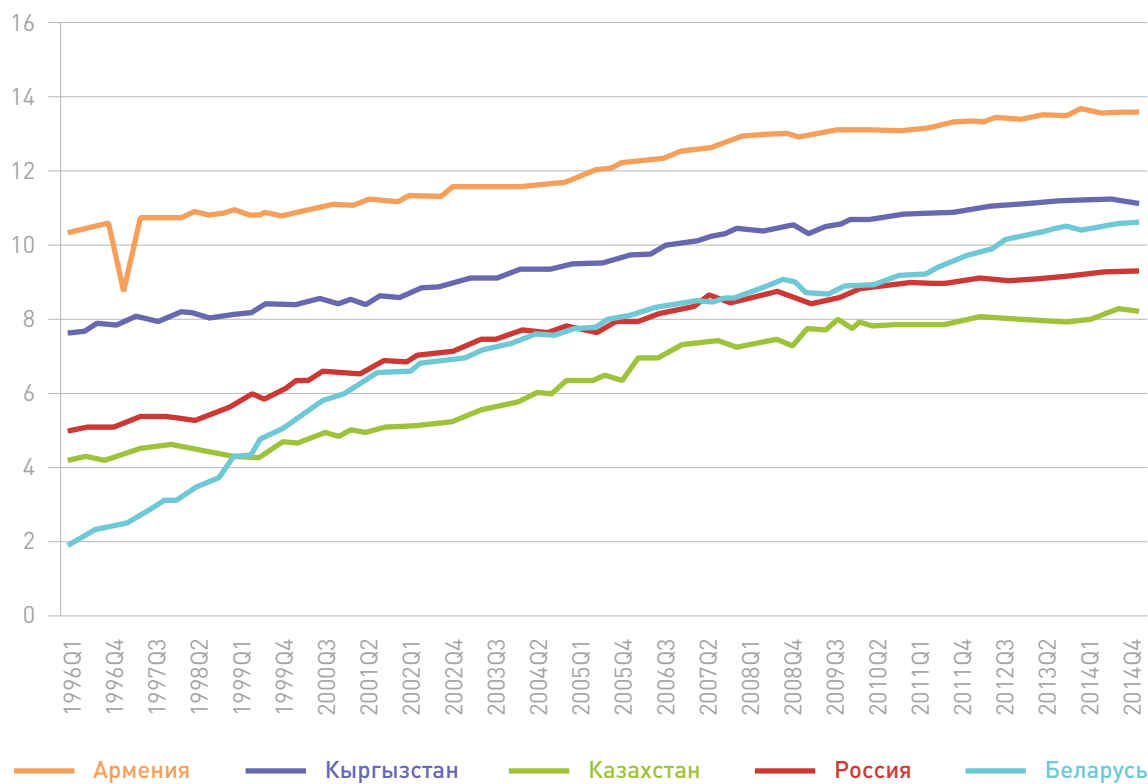


Рисунок 4.6. Динамика денежной базы в государствах — членах ЕАЭС (логарифмическая шкала)

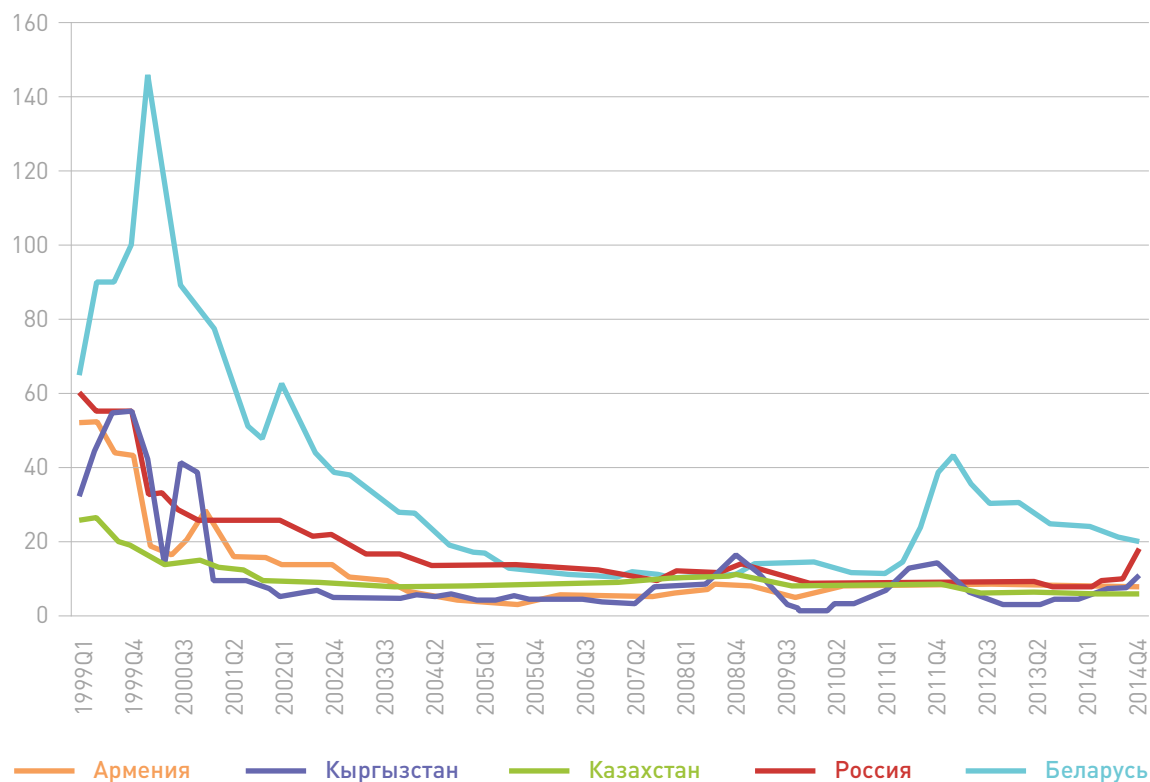
Источник: расчеты авторов.

Дифференциал	Наличие единичного корня	Константа	Наличие конвергенции
Россия — Беларусь	Отвергается	Присутствует	Относительная конвергенция
Россия — Казахстан	Не отвергается	Отсутствует	Нет конвергенции
Россия — Кыргызстан	Не отвергается	Отсутствует	Нет конвергенции
Россия — Армения	Отвергается	Присутствует	Относительная конвергенция
Беларусь — Казахстан	Не отвергается	Присутствует	Нет конвергенции
Беларусь — Кыргызстан	Не отвергается	Присутствует	Нет конвергенции
Беларусь — Армения	Не отвергается	Отсутствует	Нет конвергенции
Казахстан — Кыргызстан	Не отвергается	Присутствует	Нет конвергенции
Казахстан — Армения	Отвергается	Присутствует	Относительная конвергенция
Кыргызстан — Армения	Отвергается	Присутствует	Относительная конвергенция

Таблица 4.4. Конвергенция денежной базы: итоговые результаты тестов на единичный корень

Источник: расчеты авторов.

Рисунок 4.7. Процентные ставки центральных (национальных) банков государств — членов ЕАЭС, % годовых

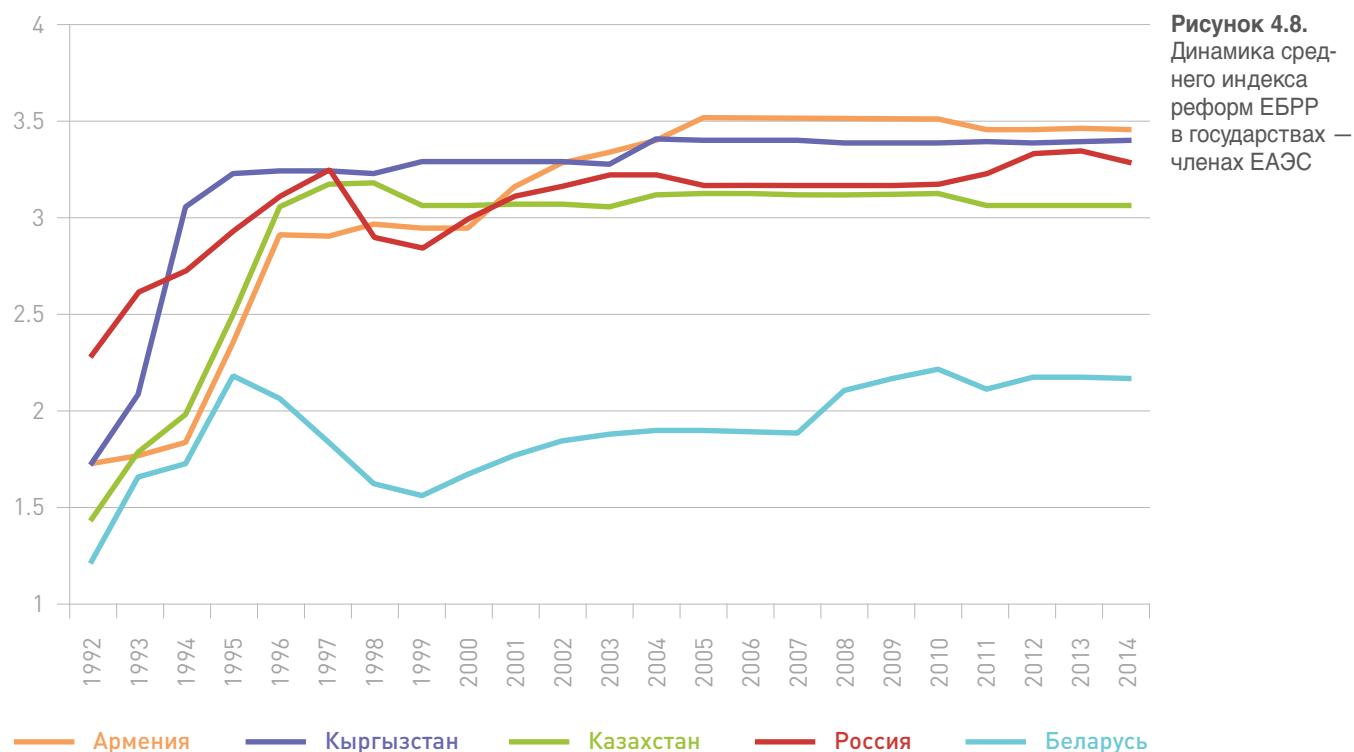


Источник: расчеты авторов.

На первый взгляд, процентные ставки в странах ЕАЭС (за исключением Беларуси) демонстрируют схожую динамику. Однако во многом это эффект от принятого на графике масштаба представления данных. Простые расчеты сигма-конвергенции показывают, что вариация процентных ставок даже без учета Беларуси очень велика. Поэтому нет оснований говорить об их конвергенции в настоящее время. Особенно это касается Беларуси, где ставка рефинансирования в разы превышает аналогичные ставки в других государствах — членах ЕАЭС.

4.2.3. Институциональная конвергенция

Оценить институциональную конвергенцию достаточно сложно в силу отсутствия ее надежных количественных измерителей. В данном случае мы воспользовались широко известным и используемым показателем — индексом реформ ЕБРР, который рассчитывался как среднее из шести индексов трансформации, характеризующих приватизацию крупных предприятий, приватизацию малых предприятий, управление и реструктуризацию предприятий, либерализацию цен, торговлю и политику обменных курсов, а также конкурентную политику. Принимая во внимание условность различного рода индексов и рейтингов, рассмотрим ситуацию с наличием и функционированием институтов рыночной экономики в странах ЕАЭС.

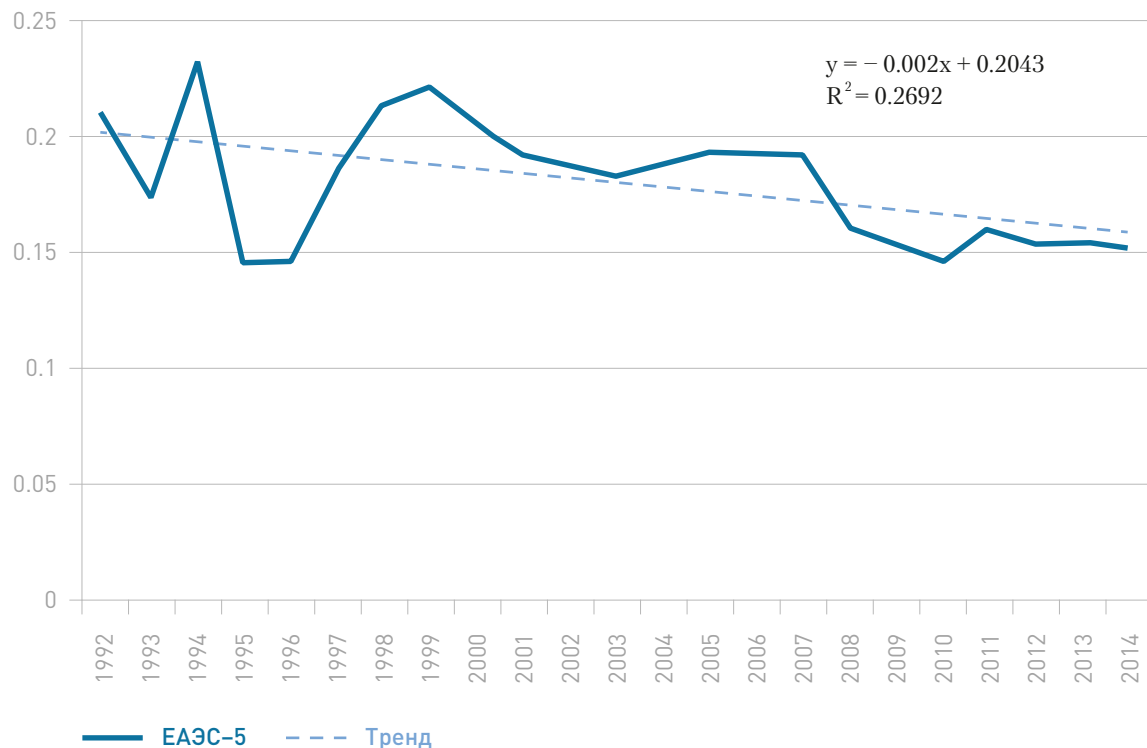


Источник: ЕБРР, расчеты авторов.

На рисунке 4.8 представлена динамика индекса реформ ЕБРР за 1992–2014 годы. Лидерами здесь в последние годы являются Армения, Кыргызстан и Россия, от этих трех стран несколько отстает Казахстан. Беларусь по усредненному индексу реформ ЕБРР является аутсайдером среди государств — членов ЕАЭС.

На рисунке 4.9 представлены результаты оценки сигма-конвергенции по среднему индексу реформ ЕБРР. Поскольку результаты Беларуси существенно отличаются от показателей четырех остальных государств — членов ЕАЭС, то снижение коэффициента вариации индекса реформ ЕБРР выглядит незначительным, хотя статистически значимым (тренд в соответствующей регрессии является статистически значимой величиной). Пересчет коэффициента вариации без данных по Беларуси радикально меняет картину: его величина становится достаточно близкой к нулю (0.045) и практически стабилизируется с начала 2000-х годов. Это говорит о том, что в четырех странах ЕАЭС, за исключением Беларуси, развитие институтов рыночной экономики по версии ЕБРР оценивается примерно одинаково на протяжении длительного периода времени, что в определенной степени может свидетельствовать в пользу наличия институциональной конвергенции. В то же время надо принимать во внимание неоднозначность и условность подобного рода оценок.

Рисунок 4.9. Сигма-конвергенция среднего индекса реформ ЕБРР в государствах — членах ЕАЭС



Примечание: по оси ординат отмечен коэффициент вариации индекса реформ ЕБРР.

Источник: ЕБРР, расчеты авторов.

Так, по рейтингам легкости ведения бизнеса Всемирного банка Беларусь имеет вполне сопоставимые показатели с другими государствами — членами ЕАЭС.

4.3. Основные выводы о степени экономической конвергенции государств — членов ЕАЭС

В государствах — членах ЕАЭС наблюдаются процессы реальной, номинальной и институциональной конвергенции. Однако они идут неравномерно и затрагивают не все страны экономического объединения одновременно.

Между Беларусью, Казахстаном и Россией существует реальная конвергенция догоняющего типа, когда уровни ВВП на душу населения по ППС в Казахстане и Беларуси последовательно сближаются с аналогичным показателем в России. Данную конвергенцию можно охарактеризовать по скорости как среднюю. Армения также постепенно сокращает свое отставание по уровню ВВП на душу населения по ППС от России, однако это сокращение происходит крайне медленно. Кыргызстан в настоящее время практически не демонстрирует конвергенции с лидерами ЕАЭС из-за очень низкого исходного уровня душевого дохода.

Индексы потребительских цен в государствах — членах ЕАЭС демонстрируют тенденцию к сближению. Здесь имеет место в рамках экономического объединения так называемая «клубная конвергенция», когда показатели сближаются во всех странах. Кроме того, эта конвергенция является абсолютной, то есть уровни показателей действительно стремятся к одной и той же величине (в последнее время исключением является Беларусь, где инфляция еще очень высока, хотя в 2015 году наметились предпосылки для ее снижения). Данный вывод весьма благоприятен для использования в рамках ЕАЭС единого целевого ориентира по инфляции с целью координации монетарной политики государств-членов.

Другие аспекты номинальной конвергенции в странах ЕАЭС выражены не так сильно. В ряде случаев наблюдаются общие тренды в динамике обменных курсов и денежного предложения, однако в большинстве случаев конвергенции показателей здесь не наблюдается.

Что касается институциональной конвергенции, то на основе имеющейся в распоряжении информации можно сделать вывод, что страны ЕАЭС находятся примерно на одном уровне по развитию рыночных институтов и условий для ведения бизнеса. По сводному индексу реформ Европейского банка реконструкции и развития Беларусь традиционно отстает от остальных государств — членов ЕАЭС, однако по оценкам Всемирного банка по удобству ведения бизнеса она не уступает остальным членам объединения. Условность таких оценок говорит о необходимости более детального анализа институциональных аспектов интеграции и соответствующего информационно-аналитического сопровождения.

5. Перспективы координации ДКП в государствах — членах ЕАЭС: выбор целей и задач

5.1. Обоснование необходимости близких целевых показателей инфляции

Для повышения возможностей эффективного согласования денежно-кредитной политики государств — участников ЕАЭС необходимо осуществить ряд шагов. Первым шагом в этом направлении может стать установление близких целевых показателей инфляции. Во-первых, это может привести к сокращению уровня долларизации экономики при условии достаточной гибкости обменных курсов (и, как следствие, поддержании инфляции на устойчивом уровне). Во-вторых, если центральные (национальные) банки государств — участников ЕАЭС будут стремиться к удержанию инфляции на одном и том же уровне, то динамика номинальных обменных курсов в пределах союза в среднем будет отражать динамику реальных обменных курсов. Как следствие, участникам ЕАЭС будет намного проще понять, в какой степени динамика номинальных обменных курсов отражает изменение уровня конкурентоспособности, которое может привести к возникновению экономических дисбалансов и перенаправлению торговых потоков. Наконец, если в среднесрочной перспективе встанет вопрос об углублении валютной интеграции, то единый средний уровень инфляции поможет унифицировать влияние возможной единой региональной денежно-кредитной политики на экономику отдельных стран. Когда инфляционные ожидания фиксируются на одном и том же уровне, реальные процентные ставки в рамках валютного союза закрепляются на аналогичном уровне.

5.1.1. Сближение целевых показателей инфляции как способ предотвращения экономических дисбалансов

Для повышения уровня доверия к национальным валютам и снижения уровня долларизации необходимо, чтобы стабильно низкая инфляция сохранялась на протяжении длительного периода времени. Наиболее эффективным способом решения этой задачи является установление обоснованных и заслуживающих доверия целевых показателей ценовой стабильности для всех участников ЕАЭС.

В экономическом союзе важно, чтобы динамика взаимных обменных курсов соответствовала среднесрочным фундаментальным показателям, иначе изменение уровня конкурентоспособности государств — участников такого союза может привести к возникновению внутренних дисбалансов, например к накоплению дисбалансов текущего счета. Собственно, это один из важнейших уроков кризиса еврозоны.

5. ПЕРСПЕКТИВЫ КООРДИНАЦИИ ДКП В ГОСУДАРСТВАХ — ЧЛЕНАХ ЕАЭС: ВЫБОР ЦЕЛЕЙ И ЗАДАЧ

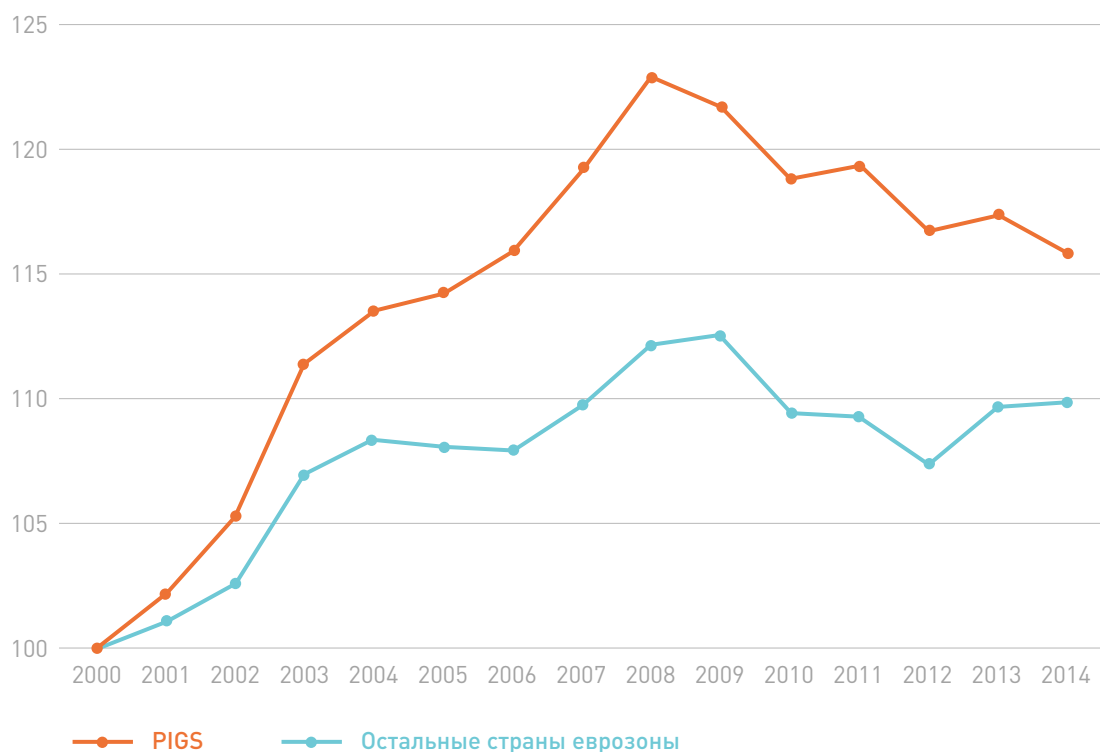


Рисунок 5.1. Динамика реальных обменных курсов в 11 странах еврозоны, 2000 = 100

Примечание: PIGS: Португалия, Ирландия, Греция, Испания; остальные страны еврозоны: Австрия, Бельгия, Финляндия, Франция, Германия, Италия, Нидерланды.

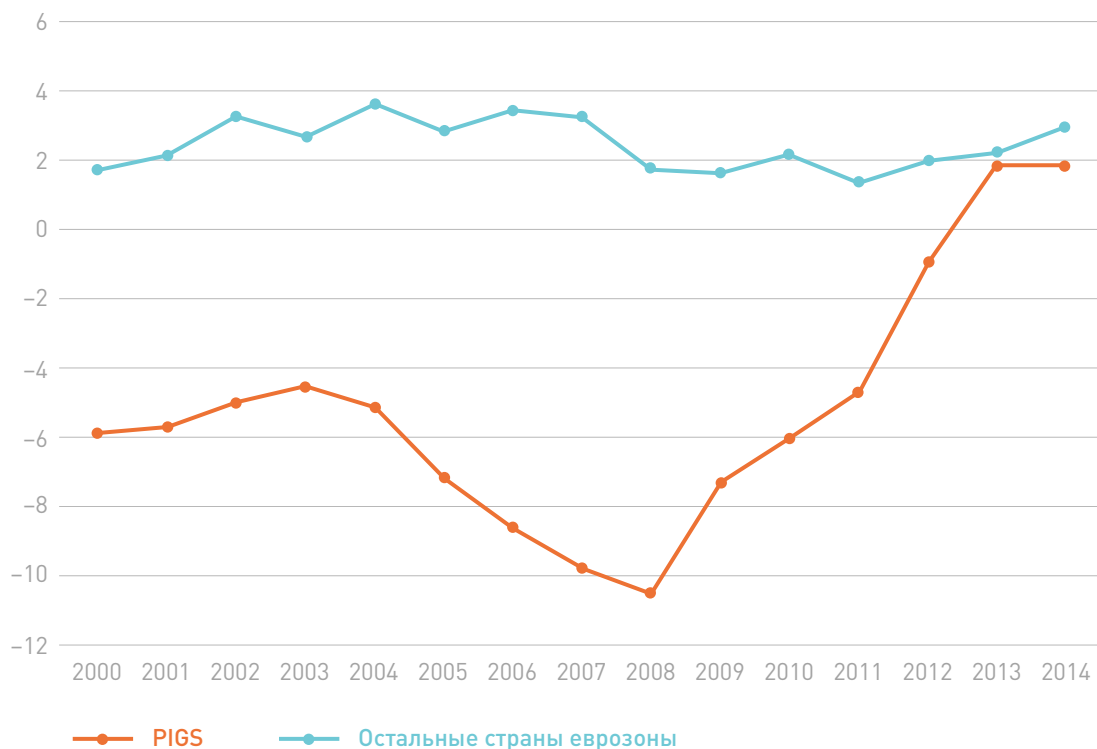
Источник: Банк международных расчетов.

Затяжные колебания реальных обменных курсов привели к накоплению профицита текущего счета в одних странах, в первую очередь в Германии, и к дефициту текущего счета в других странах. При отсутствии возможности проводить самостоятельную курсовую политику не было очевидного инструмента, который позволил бы скорректировать эти проблемы³², что привело к нарастанию задолженности южных стран еврозоны и ввергло всю еврозону в кризис.

Возможность адаптации за счет курсовой корректировки сохраняется, пока каждое государство — участник ЕАЭС продолжает проводить самостоятельную курсовую политику. При этом, однако, определение направления и величины такой номинальной корректировки требует четкого понимания, в какой степени изменения номинального обменного курса будут влиять на уровень конкурентоспособности. При наличии единых целевых показателей ценовой стабильности такие изменения будут в полном объеме отражать динамику реальных обменных курсов.

³²Естественно, отклонения реального обменного курса от уровня фундаментального равновесия могли быть скорректированы с помощью других инструментов, в первую очередь инструментов налогово-бюджетной и макроprudенциальной политики. См., например, работу Вильямсона (Williamson, 1994). С другой стороны, применение таких инструментов сопряжено с гораздо большими сложностями, чем простая корректировка номинального обменного курса.

Рисунок 5.2. Динамика счета текущих операций в 11 странах еврозоны, % ВВП



Примечание: PIGS: Португалия, Ирландия, Греция, Испания; остальные страны еврозоны: Австрия, Бельгия, Финляндия, Франция, Германия, Италия, Нидерланды.

Источник: МВФ.

Следовательно, если равновесные обменные курсы останутся неизменными, номинальные корректировки будут отражать изменение уровня конкурентоспособности отдельных стран и взаимное изменение их платежных балансов.

Чтобы проиллюстрировать вышесказанное, рассмотрим резкое изменение обменного курса рубля в конце 2014 года. Существенное ослабление рубля по отношению к доллару в IV квартале 2014 года и в I квартале 2015 года сопровождалось постепенной, но разнотемной корректировкой обменных курсов в других странах региона. При этом указанные корректировки не в полной мере отражали динамику реальных обменных курсов из-за разного уровня инфляции, особенно в Беларуси. При наличии единых целевых показателей ценовой стабильности изменения номинальных обменных курсов в среднем отражали бы динамику реальных обменных курсов, что облегчило бы принятие решения о направлении и величине необходимой корректировки.

5. ПЕРСПЕКТИВЫ КООРДИНАЦИИ ДКП В ГОСУДАРСТВАХ — ЧЛЕНАХ ЕАЭС:
ВЫБОР ЦЕЛЕЙ И ЗАДАЧ

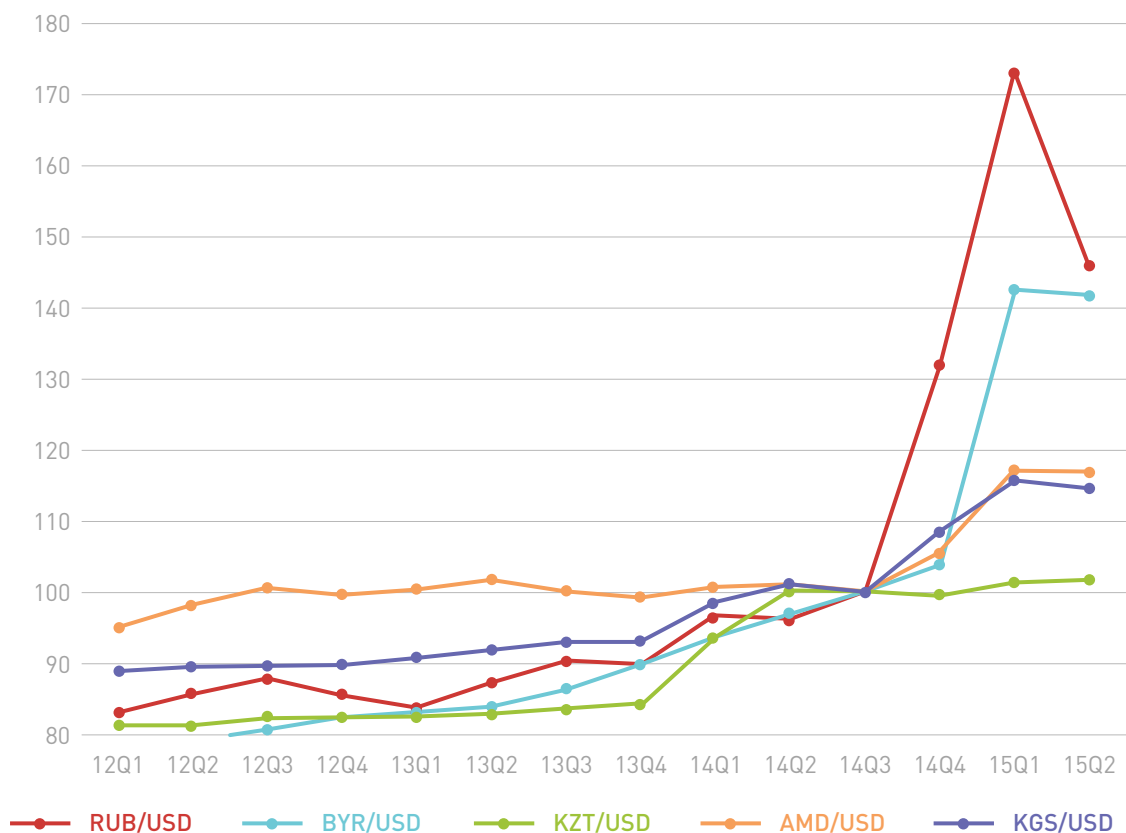
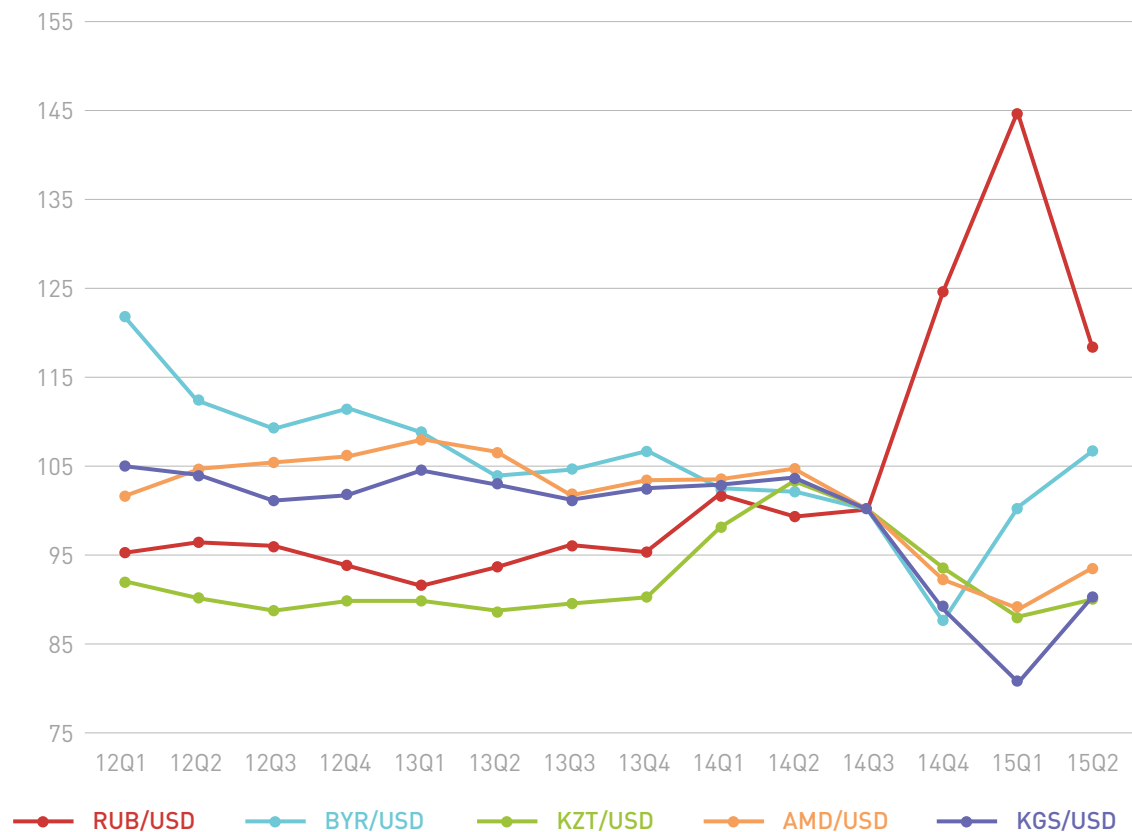


Рисунок 5.3. Динамика номинальных обменных курсов в государствах — членах ЕАЭС, Q4 2013 = 100

Источник: расчеты авторов.

При этом важно отметить, что изменение реальных обменных курсов не обязательно влияет на уровень конкурентоспособности в случае изменения фундаментальных макроэкономических показателей. Например, недавнее падение цен на нефть при изменении ее равновесной цены должно привести к снижению реальных обменных курсов валют стран — экспортеров нефти, таких как Россия и Казахстан, в то время как в странах — импортерах нефти (остальные государства региона) возможно некоторое повышение реальных обменных курсов в результате улучшения условий внешней торговли. Следовательно, для того, чтобы получить соответствующую действительности картину отклонений реальных обменных курсов от уровня фундаментального равновесия, необходимо периодически производить расчет таких отклонений на основе равновесных курсов.

Рисунок 5.4. Динамика реальных обменных курсов в государствах — членах ЕАЭС, Q4 2013 = 100



Источник: расчеты авторов.

5.1.2. Важность целевых показателей инфляции в предотвращении циклов подъемов-спадов

Наконец, еще одним преимуществом установления близких целевых показателей инфляции является то, что это может помочь отдельным странам минимизировать асимметричные результаты проведения согласованной денежно-кредитной политики. В частности, одной из ключевых проблем еврозоны было значительное различие в уровне инфляционных ожиданий в отдельных странах. Южные страны еврозоны (Португалия, Италия, Греция, Испания) столкнулись с существенным снижением реальных процентных ставок после перехода к единой денежно-кредитной политике (или даже в период подготовки к вступлению в еврозону), отчасти из-за того, что снижение инфляции в преддверии присоединения к еврозоне носило лишь временный характер, в то время как инфляционные ожидания остались на гораздо более высоком уровне, чем в северных странах еврозоны. Первоначальное снижение реальных процентных ставок непосредственно после вступления в еврозону тесно коррелировало с величиной последовавшего за этим кредитного бума.

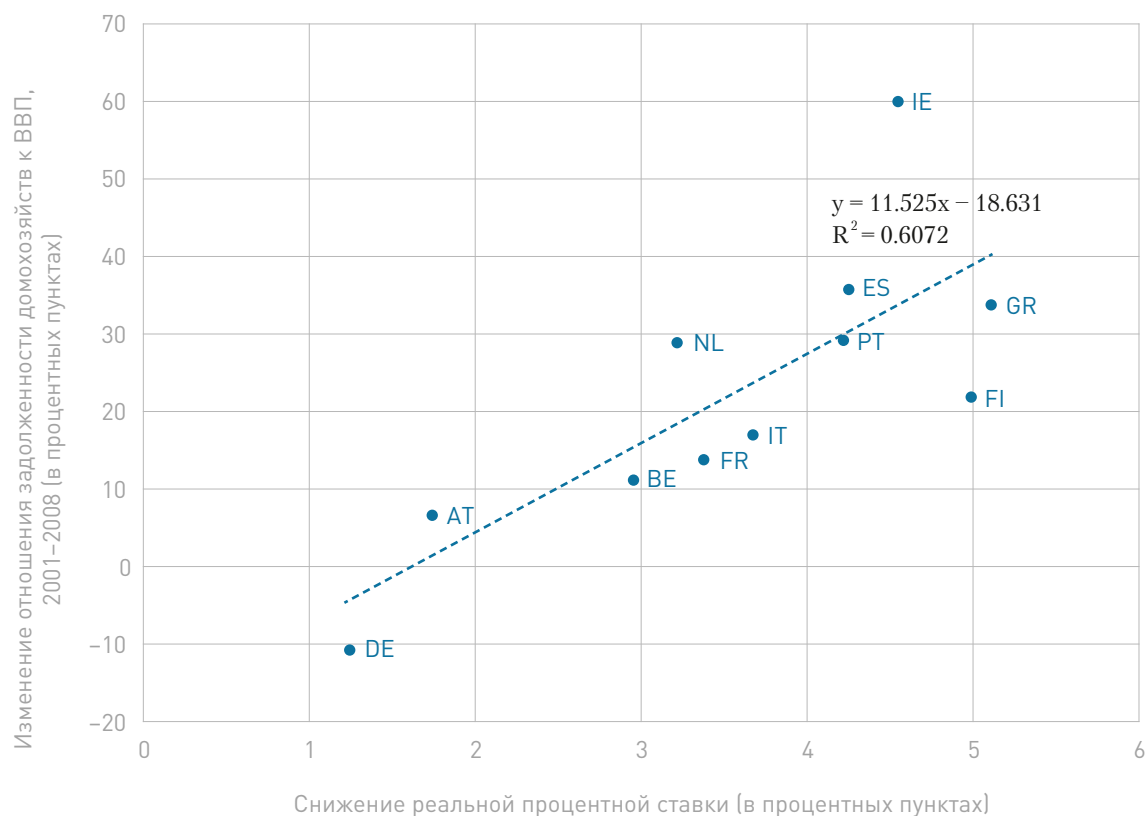


Рисунок 5.5. Снижение реальных процентных ставок и кредитный бум в еврозоне

Примечание 1: AT — Австрия, BE — Бельгия, DE — Германия, ES — Испания, FI — Финляндия, FR — Франция, GR — Греция, IE — Ирландия, IT — Италия, NL — Нидерланды, PT — Португалия.

Примечание 2: разница между средними показателями за 5–10 лет до принятия и показателями за год, предшествовавший вступлению в еврозону, и первый год членства в еврозоне.

Источник: Национальный банк Венгрии.

В случае установления единых целевых показателей ценовой стабильности и фиксации инфляционных ожиданий на одном и том же низком уровне в среднесрочной перспективе единая денежно-кредитная политика не должна существенно отличаться в отдельных странах, что позволит минимизировать риск развития циклов подъемов-спадов, аналогичных тем, которые были отмечены в еврозоне.

5.2. Определение оптимального целевого показателя инфляции

Эмпирические данные указывают на то, что оптимальный уровень инфляции должен быть значительно ниже 10%, поскольку двузначный показатель тормозит экономический рост. Нижний уровень инфляции в развитых экономиках может

варьироваться в пределах от 2 до 4%. В силу реальной конвергенции и большей волатильности оправданный уровень инфляции на развивающихся рынках может быть несколько более высоким, если важна жесткая фиксация цен. В силу реальных издержек, связанных с дефляцией, верным способом достижения низкого целевого показателя инфляции в высокоинфляционных экономиках является ее постепенное снижение на протяжении нескольких лет.

5.2.1. Оптимальный целевой показатель инфляции

Существуют очевидные выгоды от небольшой положительной инфляции. Центральные банки не стремятся к нулевой инфляции в силу ряда причин. Во-первых, ценовые индексы демонстрируют систематическое отклонение в сторону увеличения — иными словами, измеряемый уровень инфляции выше, чем реальный. Для развитых экономик это отклонение оценивается примерно в 1%, в высокоинфляционных экономиках оно может быть больше. Во-вторых, экономисты считают, что дефляция более опасна, чем высокая инфляция, поскольку ведет к повышению реальных процентных ставок и тем самым сокращает спрос, а следовательно, и объемы производства. Это особенно важно в условиях низких номинальных процентных ставок. Номинальные процентные ставки не могут быть отрицательными из-за нулевой нижней границы их диапазона, и, следовательно, методы традиционной денежно-кредитной политики оказываются неэффективными для целей вывода экономики из рецессии или предотвращения дальнейшей дефляции. В-третьих, в случае нисходящей жесткой фиксации номинальной заработной платы положительная инфляция может быть необходима для снижения реальной заработной платы при возникновении негативных экономических шоков.

Оптимальный целевой показатель инфляции зависит от структуры экономики рассматриваемой страны, причем, как нам представляется, важнейшим фактором в этом отношении является уровень экономического развития. Целевые показатели для развивающихся или переходных экономик обычно устанавливаются на более высоком уровне, чем для развитых экономик. Это отражено на рисунке 5.6, где показано соотношение между ВВП на душу населения и целевыми показателями инфляции в пятидесяти шести экономиках, в которых явно или неявно реализован режим таргетирования инфляции. Коэффициент корреляции между этими двумя переменными составляет -0.57 , что подтверждает нашу позицию.

Оптимальная инфляция на развивающихся рынках выше, поскольку реальная конвергенция (эффект Балассы — Самуэльсона) ведет к повышению реального обменного курса. Если бы целевой показатель инфляции был на том же уровне, что и в развитых странах, то на этих рынках могла бы сформироваться тенденция к повышению номинальных обменных курсов, что оказало бы негативное воздействие на экспорт в силу жесткой фиксации номинальных показателей.

Кроме того, центральным банкам высокоинфляционных стран, пожалуй, не следует стремиться к одноэтапному достижению долгосрочных целевых показателей инфляции, поскольку дефляция может спровоцировать сокращение реального объема производства.

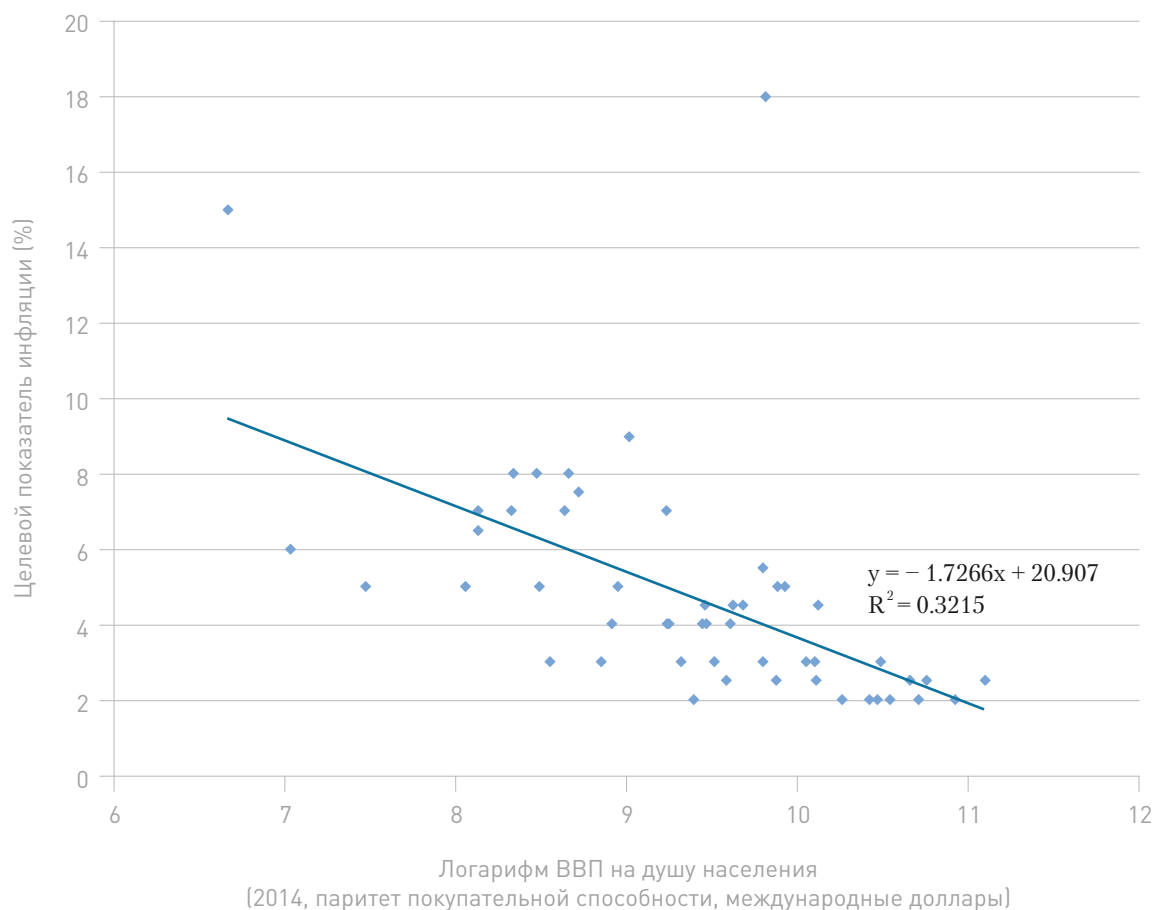


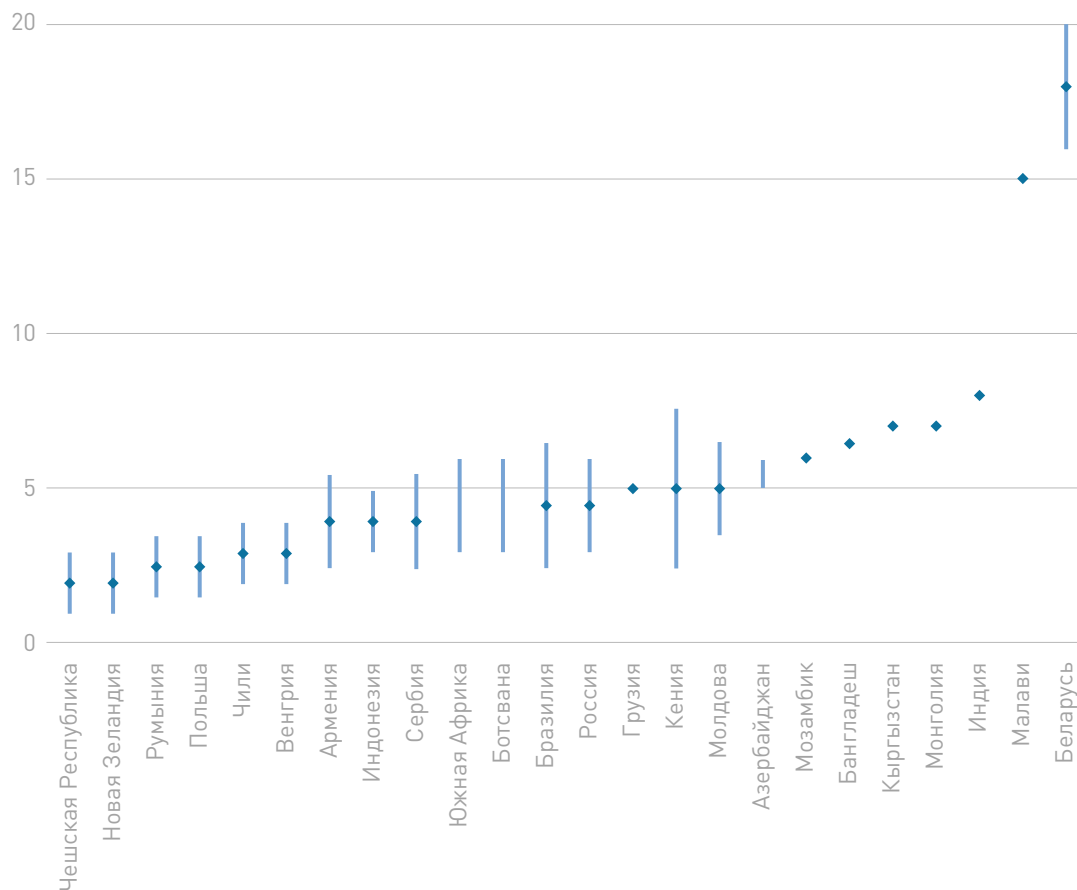
Рисунок 5.6. ВВП на душу населения и целевые показатели инфляции в избранных экономиках

Источник: МВФ и центральные банки.

Жесткая денежно-кредитная политика, направленная на снижение инфляции, влияет на реальную экономику по двум направлениям. Во-первых, повышение процентных ставок сокращает внутренний спрос, а во-вторых, это вызывает рост номинального обменного курса, что ведет к снижению объемов экспорта. Важную роль в процессе снижения инфляции играют уровень доверия к центральному банку и степень его независимости. Если центральный банк способен повлиять на инфляционные ожидания, издержки, связанные со снижением инфляции, могут быть существенно сокращены. Следовательно, оптимальной стратегией для развивающихся экономик является постепенное снижение инфляции. Например, Центральный банк Чили снизил целевой показатель инфляции с 20 до 3.5% на протяжении десяти лет, а Национальный банк Чехии — с 6 до 2% на протяжении двенадцати лет.

На рисунке 5.7 представлены детальные сведения о целевых показателях инфляции ряда стран, осуществлявших ТИ. В развитых странах этот показатель обычно находится на уровне 2%, в то время как центральные банки развивающихся стран устанавливают его значительно выше: среднее значение для всех таких стран составляет 4.5%.

Рисунок 5.7. Целевые показатели инфляции в избранных странах, осуществлявших таргетирование инфляции (2015 год), %



Источник: www.centralbanksnew.info.

Недавний опыт развитых экономик³³ показал, что целевой показатель инфляции на уровне 2% может быть чересчур низким из-за проблемы нулевой нижней границы диапазона. Болл (Ball, 2014) предлагает устанавливать этот показатель для таких стран на уровне 4%. В то же время это предложение оспаривается другими экспертами, которые утверждают, что при наличии пространства для маневра в рамках налогово-бюджетной политики эту проблему можно обойти³⁴.

³³ В последние несколько лет процентные ставки в США и многих европейских странах были близки к нулю, в Японии такое положение дел сохраняется с 1990-х годов. Как уже отмечалось выше, низкие процентные ставки делают традиционную денежно-кредитную политику неэффективной в борьбе с рецессией и дефляционными воздействиями. Использование более высокого целевого показателя инфляции привело бы к росту номинальных процентных ставок в среднесрочной перспективе, тем самым расширив возможности применения инструментов денежно-кредитной политики.

³⁴ См. Тулип (Tulip, 2014).

5.2.2. Теоретические аспекты оптимального уровня инфляции

Инфляция воспринимается как одно из экономических зол. Тем не менее ее воздействие на экономику не столь однозначно. Теоретические и эмпирические данные указывают на то, что влияние инфляции на экономику и общественное благосостояние носит нелинейный характер. Этот тезис можно проиллюстрировать данными, представленными на рисунке 5.8. Положительная, но невысокая инфляция может быть полезна для экономики — до определенного уровня, который можно назвать «оптимальным уровнем инфляции». После прохождения этого уровня издержки перевешивают преимущества и инфляция начинает вредить экономике.

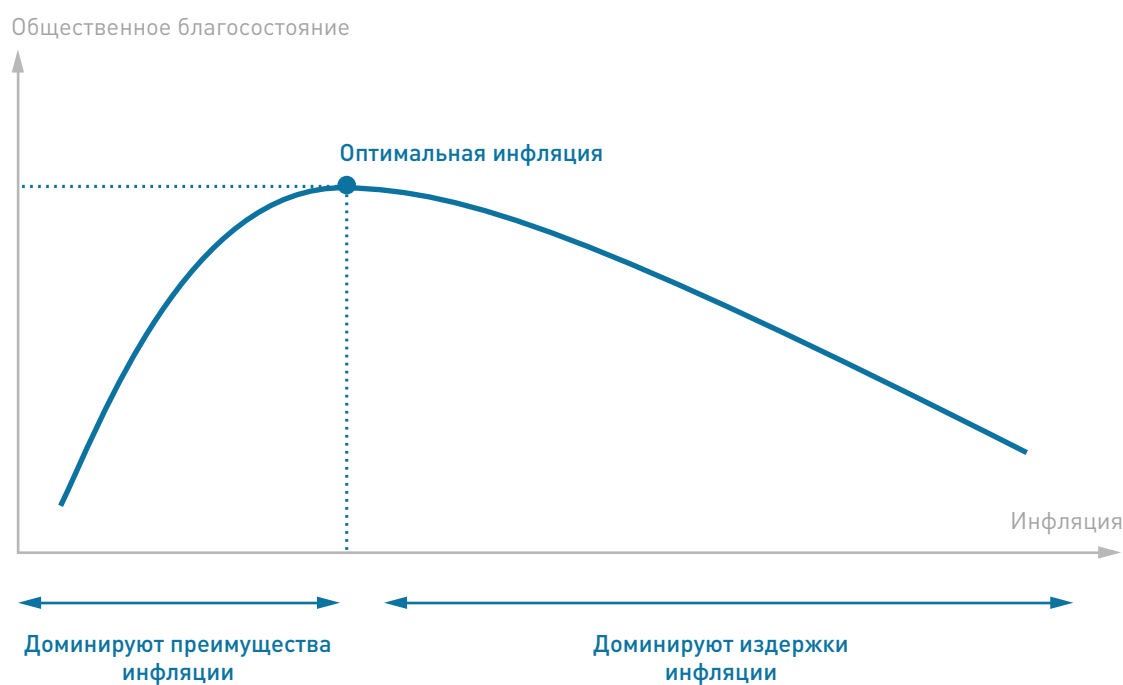


Рисунок 5.8. Нелинейные отношения между инфляцией и общественным благосостоянием

Источник: Юхаш (Juhász, 2008).

5.2.3. Издержки инфляции³⁵

Перечень типичных издержек инфляции включает в себя «издержки меню», перекосы в структуре денежных активов, перекосы в налоговой системе, перераспределение богатства и трудности, связанные с принятием финансовых решений. «Издержки меню» — это прямые издержки, связанные с изменением номинальных цен. Учитывая, что эти издержки довольно существенны, компании меняют цены реже, чем это оправданно, что может сопровождаться жесткой фиксацией цен и заработной платы.

³⁵ В этом разделе широко используются материалы Юхаша (Juhász, 2008).

Это в свою очередь ведет к снижению уровня благосостояния, так как компании неспособны применять оптимальные механизмы адаптации к шокам.

Второй тип издержек связан с тем, что по мере роста инфляции издержки, связанные с владением денежными средствами, повышаются и, следовательно, хозяйственные субъекты стремятся от них избавиться. Это в свою очередь ведет к падению спроса, поскольку хозяйственные субъекты вынуждены чаще посещать банк, чтобы продолжать покупать товары. Инфляция понижает уровень общественного благосостояния и через систему налогообложения. Это обусловлено тем, что база обложения различных доходов устанавливается в виде некоей номинальной величины (например, в случае индивидуального подоходного налога это номинальный доход, в случае налога на доход с капитала — номинальный доход от капиталовложений). Это означает, что при постоянном уровне реального дохода и инфляции налоговое бремя растет. Инфляция ведет также к перераспределению богатства. Люди с более высоким уровнем дохода могут защитить себя от изменения уровня инфляции, поскольку они имеют доход с капитала, который — в отличие от заработной платы — содержит в себе инфляционную премию.

Высокая инфляция увеличивает рисковую премию в операциях с финансовыми инструментами. В высокоинфляционной среде уровень неопределенности, связанный с будущей инфляцией, увеличивается, а уровень эффективности ценовых сигналов уменьшается. Соответственно, финансовые инвесторы требуют премию за инфляционный риск. Рост ожидаемой доходности замедляет инвестиционную активность, так как число проектов, которые могут окупиться в условиях высоких реальных процентных ставок, уменьшается. Таким образом, одним из важнейших динамических компонентов стоимости инфляции является то, что она сокращает экономический рост.

В рамках множества эмпирических исследований была предпринята попытка определить уровень инфляции, по прохождении которого ее влияние на экономический рост становится негативным. Результаты разнятся в зависимости от того, какие страны включались в выборку, и от выбранного временного периода. Из-за некоторых методологических проблем определить точное пороговое значение довольно тяжело, однако большинство исследователей сходятся во мнении, что двузначная инфляция мешает долгосрочному экономическому росту. Пытаясь квантифицировать влияние инфляции, Барро (Barro, 1995) установил, что рост инфляции на 10 процентных пунктов ведет к сокращению экономического роста на 0.2–0.3 процентного пункта. В случае капиталовложений сокращение еще выше: 0.4–0.6 процентного пункта.

Существуют и другие издержки, характерные для развивающихся рынков, и особенно для открытых и экспортно ориентированных экономик. Если высокая инфляция не сопровождается ростом производительности, она вызывает повышение реального обменного курса³⁶, что ведет к снижению уровня конкурентоспособности экспортной продукции на зарубежных рынках.

Наконец, хотя об этом редко говорится в учебниках, высокая инфляция подрывает доверие к национальной валюте и способствует росту уровня долларизации экономики. Соответственно, она может стать причиной неэффективности денежно-кредитной политики.

³⁶При условии стабильности зарубежной инфляции и номинального обменного курса.

5.3. Долларизация: ключевая проблема ЕАЭС на пути к эффективному согласованию макроэкономической политики

Почему долларизация является проблемой? Главный недостаток долларизации заключается в том, что она уменьшает действенность и эффективность денежно-кредитной политики, тем самым ограничивая возможности правительства в плане управления макроэкономическими показателями. Поскольку ослабление обменного курса утяжеляет долговое бремя валютных должников, это может породить эффект сжатия, характерный для мягкой денежно-кредитной политики. Более того, изменение процентных ставок почти не влияет на ставки валютных кредитов и депозитов, что затрудняет функционирование каналов трансмиссии денежно-кредитной политики. С учетом того, что местный центральный банк не может выступать в качестве кредитора последней инстанции при предоставлении ликвидности в иностранной валюте, финансовая долларизация повышает риски ликвидности и платежеспособности финансовой системы. Следовательно, расширение координации денежно-кредитной политики невозможно представить себе без низкого уровня долларизации и высокого уровня доверия к национальным валютам. Государства — участники экономического союза, экономики которых отличаются высоким уровнем долларизации, остаются в значительной степени уязвимыми перед внешними шоками.

Существуют разные подходы к оценке уровня доверия к национальной валюте. Например, оценить, насколько широко хозяйствующие субъекты используют иностранную валюту во внутренних операциях, то есть каков уровень финансовой долларизации. Чем ниже уровень доверия домашних хозяйств и компаний к национальной валюте, тем выше вероятность того, что они станут держать свои активы в иностранной валюте либо будут способны или готовы финансировать свою хозяйственную деятельность и производить платежи по ипотеке в иностранной, а не местной валюте. Если страна не желает отказываться от независимой денежно-кредитной политики в пользу органов денежно-кредитного регулирования другой страны, обладающих более высоким уровнем доверия у населения, она должна стремиться к снижению уровня долларизации. Лучший способ повысить уровень доверия к национальной валюте — это обеспечить постоянство ее покупательной способности, то есть обеспечить стабильную и низкую инфляцию на фоне свободного обменного курса.

Любому правительству снижение уровня долларизации финансового сектора принесло бы значительные политические дивиденды, но для того, чтобы добиться успеха, нужно устранить коренные причины этого феномена, которые носят как макроэкономический, так и микроэкономический характер.

5.3.1. Макроэкономические причины долларизации

Долларизация финансовой системы и других экономических транзакций часто является следствием денежно-кредитной и экономической турбулентности и слабости местных институтов, поскольку она есть не что иное, как проявление рационального стремления экономических субъектов застраховаться от гиперинфляции (Ize, Yeyati, 2003).

В недавних работах особое внимание уделяется рискам, связанным не только с уровнем инфляции, но и с неопределенностью динамики реальной доходности активов, номинированных в национальной валюте, возникающей в силу волатильности инфляции. Кроме того, долларизацию могут стимулировать и другие факторы, такие как институционально закрепленное использование иностранной валюты (например, правительственные займы на внутреннем рынке в иностранной валюте, фиксация тарифов государством в иностранной валюте), рыночная конъюнктура или игнорирование роли иностранной валюты органами пруденциального банковского надзора. Более того, разные формы долларизации взаимно усиливают друг друга. Например, финансовая долларизация в общем процветает в экономических системах с высоким уровнем «реальной долларизации» (то есть формированием цен на товары в долларах/евро), которая, как правило, ведет к усилению эффекта переноса обменного курса на цены. Например, эффект переноса курса на цены в Беларуси намного выше, чем в РФ, поскольку в РБ больше ценовых позиций номинировано в иностранной валюте.

Высокий уровень инфляции и таргетирование (фиксация) обменного курса. Причиной, стимулирующей долларизацию, является денежно-кредитная политика, неспособная обуздать инфляцию, в то время как жесткий контроль за обменным курсом усиливает мотивацию к долларизации. Аналогичным образом политика дезинфляции (сокращения и стабилизации инфляции) через стабилизацию обменного курса, в ходе реализации которой обменный курс стабилизируется быстрее, чем инфляция, также стимулирует долларизацию. В данном случае можно привести в пример Армению: с одной стороны, в республике достаточно долгое время стабильно низкая инфляция, однако и долларизация активов и пассивов банковского сектора одна из самых высоких в ЕАЭС. Так, стабильный обменный курс наряду с другими факторами создает предпосылки для высокой долларизации. Фактический курс драма к доллару США является чрезвычайно стабильным и в течение 2015 года не выходил за пределы 2%-ного диапазона 472.3–481.8 драма за доллар, как было сказано выше.

Макроэкономическая волатильность. Высокая волатильность инфляции является одной из причин долларизации, если она выше, чем волатильность номинального изменения валютного курса. Хотя верно и обратное: волатильность инфляции также должна расти по мере роста открытости экономики и влияния обменного курса на инфляцию. Важны также роль ожиданий и степень доверия участников рынка. Например, если экономические субъекты не верят, что недавние хорошие результаты макроэкономической политики продолжатся в среднесрочной перспективе, долларизация может усилиться или остаться на том же уровне даже в том случае, если макроэкономическая политика претерпела фундаментальные изменения, но ожидания остались прежними. Макроэкономическая волатильность, например, одна из причин высокой долларизации в Республике Беларусь.

Страх плавающего обменного курса, вызванный разрывом балансовых позиций (наличием значительных открытых валютных позиций). В высокодолларизованной экономической среде у центрального банка может возникнуть соблазн зафиксировать

или жестко контролировать обменный курс, чтобы защитить экономику от балансовых последствий девальвации: денежно-кредитная политика становится заложницей «страха плавающего обменного курса». Ожидаемая социализация рисков, связанных с несовпадением валютных позиций (несовпадением активов и пассивов по валютам), через курсовую политику может провоцировать недобросовестное поведение и таким образом усиливать долларизацию.

Недооценка кредитного риска нехеджированных заемщиков. Заемщики и кредиторы могут недооценивать косвенный кредитный риск, возникающей в результате предоставления кредитов в иностранной валюте нехеджированным заемщикам. Вследствие учета в процентных ставках негативной рискованной премии это может стимулировать недальновидные действия по привлечению средств в иностранной валюте. Тот факт, что в случае одновременной девальвации и банкротства ликвидационная стоимость требований, номинированных в иностранной валюте, зачастую оказывается выше, также побуждает кредиторов предоставлять кредиты в иностранной валюте. Перекос структуры процентных ставок в пользу иностранной валюты также может — через процесс неблагоприятного отбора — спровоцировать рост концентрации более рискованных проектов в сегменте заемщиков с более низким уровнем кредитоспособности, что в случае банкротства приведет к снижению ликвидационной стоимости требований, номинированных в местной валюте.

Решения государственных органов также часто неоправданно стимулируют использование иностранной валюты. Например, регулятивная и институциональная среда часто способствует недооценке валютного кредитного риска. Надзорные системы, игнорирующие валютные риски, которые возникают в результате косвенного разрыва валютных позиций, могут позволить «отрицательной рискованной премии» расширить переко структуры процентных ставок в пользу кредитования в иностранной валюте. Аналогичным образом существование «безвалютных» систем страхования (отсутствие дифференциации условий участия в системах страхования в зависимости от валюты вклада) (например, программ страхования вкладов, где не проводится черта различия между вкладами в местной и иностранной валюте) или кредитора последней инстанции, готового предоставлять кредитные ресурсы в иностранной валюте, де-факто усиливает привлекательность кредитования в иностранной валюте (Broda, Yeyati, 2006). Усиливает долларизацию и субсидирование процентных ставок по кредитам в иностранной валюте. Многие страны предоставляют различные процентные субсидии по вкладам или займам — часто в интересах специализированных организаций (например, строительных обществ) или групп, имеющих особые интересы (малых и средних предприятий, молодоженов). В долларизованных странах аналогичные субсидии часто предоставляются и в отношении вкладов и займов в иностранной валюте, что еще больше усиливает переко в пользу долларизации. Более того, в некоторых странах государственным компаниям разрешается иметь нехеджированные открытые валютные позиции, что ведет к сокращению предложения вкладов в местной валюте и снижению спроса на долгосрочные инструменты в местной валюте.

5.3.2. Микроэкономические причины долларизации

Что же касается микроэкономических причин, то две важнейшие из них связаны со слабым развитием местной валюты, нехваткой источников финансирования в местной валюте и хеджевых рынков и с доминирующим присутствием банков с иностранным капиталом.

В сочетании с большим объемом иностранного финансирования и легкостью доступа к такому финансированию низкий уровень развития внутренних рынков и нехватка источников финансирования в местной валюте могут снизить сравнительную стоимость займов в иностранной валюте. Недоверие к сберегательным инструментам в национальной валюте часто сочетается с отсутствием связанных с ней качественных инвестиционных инструментов. Это ведет к дефициту долгосрочных сбережений в национальной валюте. Как следствие, легкость доступа к многочисленным зарубежным источникам валютной ликвидности (через материнские банки или переводы мигрантов) может спровоцировать существенное расхождение процентных ставок по финансовым инструментам, номинированным в местной и иностранной валюте. Кроме того, отсутствие ликвидного рынка государственных облигаций и векселей, номинированных в местной валюте и имеющих сравнительно продолжительные сроки обращения, означает, что отсутствуют также и ценовые ориентиры для финансовых инструментов, номинированных в национальной валюте, и для хеджевых продуктов.

Нехватка источников финансирования в местной валюте является одним из факторов, способствующих росту уровня долларизации во многих переходных и развивающихся экономиках. Использование долгосрочных кредитных инструментов, таких как закладные и займы с фиксированной процентной ставкой, осложняется неопределенностью динамики краткосрочных процентных ставок и недоступностью рефинансирования (например, за счет средств центрального банка) на столь продолжительном временном горизонте. Отсутствие надежной кривой доходности эталонного инструмента является свидетельством этой неопределенности. Учреждениям, имеющим доступ к финансированию в иностранной валюте, приходится хеджировать возникающие позиции в местной валюте.

Скоординированные усилия центрального банка и правительства могут дать неплохой результат, но поддерживать эти усилия придется на протяжении длительного времени. Во-первых, регулярное размещение значительных объемов взаимозаменяемых эталонных векселей и облигаций является обязательным условием формирования кривой доходности, заслуживающей доверия у инвесторов, которая может использоваться для оценки долгосрочных кредитных инструментов в местной валюте. Во-вторых, центральный банк должен обеспечить высокий уровень транспарентности и прогнозируемости в том, что касается условий рефинансирования и уровня процентных ставок. Сделать это без гибкого обменного курса и режима ТИ денежно-кредитной политики очень тяжело, поскольку участники рынка не поверят в способность центрального банка поддерживать доступность рефинансирования в случае попыток спекулятивных атак на местную валюту. Кроме того, уровень прогнозируемости процентной политики существенно снижается при отсутствии транспарентного процесса вроде режима ТИ.

В-третьих, обращение к центральному банку за рефинансированием не должно считаться чем-то предосудительным и становиться объектом повышенного внимания со стороны надзорных органов. В-четвертых, можно разработать специальные способы обеспечения финансирования кредитов в местной валюте — например, разрешить принимать инструменты в местной валюте в качестве залога по операциям рефинансирования.

Эффективно функционирующий глубокий и ликвидный валютный рынок (спотовый и форвардный), снабженный надежными механизмами ценообразования, снижает потребность в иностранной валюте в качестве «страховки», поскольку предоставляет участникам рынка неограниченный доступ к финансовым ресурсам и инструментам страхования валютных рисков. Без эффективно функционирующего валютного рынка местные компании будут стремиться привлечь финансирование в альтернативных валютах, подвергая себя валютным рискам. При отсутствии развитого хеджевого инструментария лучшей политикой хеджирования для импортеров является фиксация цен в иностранной валюте.

Еще одним фактором долларизации может быть доминирующая роль банков с иностранным капиталом. В условиях неэффективного рынка (в частности, при отсутствии инструментов хеджирования валютных рисков на балансах банков) и введения органами пруденциального банковского надзора лимитов по чистым открытым валютным позициям банки могут предпочесть перевести валютные риски на своих клиентов и постараться извлечь максимальную выгоду из возможного наращивания активов за счет облегченного доступа к валютному финансированию, предоставляемому материнскими банками.

Финансовые учреждения с иностранным капиталом (в том числе банки) зачастую не имеют свободного доступа к вкладам и ликвидности, номинированным в национальной валюте. Хотя их капитал номинирован в местной валюте (в соответствии с действующими нормативными требованиями), большая часть их финансирования поступает из-за рубежа (предоставляется материнской компанией или привлекается на международном финансовом рынке) и номинирована в иностранной валюте. В самом деле, бизнес-стратегия таких учреждений зачастую не предусматривает активного участия в дорогостоящей конкуренции за вклады в местной валюте, и многие учреждения, специализирующиеся, например, на микрофинансировании или потребительском кредитовании, даже не пытаются получить банковскую лицензию на привлечение средств во вклады. Не заинтересованы они и в формировании портфелей сравнительно ликвидных активов в местной валюте, например местных государственных ценных бумаг. У них и без того достаточно ликвидности в иностранной валюте. Речь также может идти о нехватке сбережений в местной валюте и/или о неграмотной макроэкономической политике, ведущей к высоким реальным процентным ставкам, поскольку при иных обстоятельствах даже банки с иностранными инвестициями должны конкурировать за сбережения в местной валюте. В то же время, если займы в местной валюте в силу любых причин становятся слишком дорогими, банки с иностранным капиталом могут ограничиться «снятием сливок» с разницы в уровне процентных ставок, по сути занижая значимость рисков, связанных с неблагоприятным изменением обменных курсов.

Отсутствие источников финансирования в местной валюте практически лишает такие учреждения возможности заниматься розничным кредитованием в местной валюте, поскольку это потребовало бы от них формирования значительной и сопряженной с высоким риском чистой открытой валютной позиции. (Как правило, регулятивные органы вводят в отношении банков жесткие лимиты на открытые валютные позиции, определяемые в терминах ликвидных активов, валюты баланса, а также определенных балансовых и забалансовых статей.) Как следствие, их бизнес-стратегия характеризуется некоторым перекосом в сторону кредитных инструментов в иностранной валюте. Между тем такие инструменты в большинстве случаев просто передают валютный риск конечному пользователю, основные доходы и активы которого номинированы преимущественно в местной валюте. Какие бы меры предосторожности ни принимали такие кредитные учреждения в связи с предоставлением кредитов в иностранной валюте, это никак не отменяет тот общепризнанный факт, что валютные риски конечных пользователей часто недооцениваются.

Для того чтобы предоставлять кредиты в местной валюте, такие учреждения нуждаются в надежном источнике валютного финансирования. Чаще всего для этих целей они используют беспоставочные валютные форвардные контракты (NDF) или валютные свопы, заключаемые с участниками местного денежного рынка или с центральным банком под залог ликвидных валютных активов. Следует, однако, отметить, что во многих странах центральные банки вступают в валютно-своповые сделки неохотно или обуславливают свое участие в них уплатой премии, что может вести к возникновению искажений на денежном рынке, поскольку организации с валютной ликвидностью вынуждены заключать своповые соглашения с другими (обычно местными) банками, имеющими достаточные активы в местной валюте (например, казначейские обязательства), которые могут быть использованы в качестве залога в обмен на предоставляемую центральным банком ликвидность. Таким образом, банки, обладающие подходящими залоговыми активами в местной валюте, получают премию за передачу ликвидности в местной валюте от центрального банка к организациям (и участникам денежного рынка), обладающим ликвидностью в иностранной валюте.

Эта бизнес-модель приносит хорошие результаты в обычных условиях, но может давать сбои в периоды кризисов, поскольку ее функциональность, по сути, определяется возможностью получить в центральном банке ликвидность в местной валюте. В периоды стресса, то есть когда рынок давит на обменный курс, центральный банк, как правило, усложняет доступ к ликвидности в местной валюте для участников рынка и/или облегчает им доступ к ликвидности в иностранной валюте, например, путем сокращения объема реализуемых на аукционах кредитных ресурсов для целей рефинансирования, повышения процентных ставок и объема операций по связыванию избыточной ликвидности, снижения резервных требований по валютным счетам и продажи валюты на местном рынке. В такие периоды центральный банк с высокой степенью вероятности может перестать принимать иностранную валюту в качестве залога и выйти из существующих своповых соглашений. То же самое сделают и другие участники рынка, остро нуждающиеся в ликвидности в местной

валюте. Как следствие, участники денежного рынка, которые привыкли полагаться на такие сделки в качестве источника ликвидности в местной валюте, могут внезапно оказаться отрезанными от этого источника.

Парадокс заключается в том, что, обладая избыточной ликвидностью в иностранной валюте, которой в этот момент рынку как раз недостает (чем и объясняется девальвационное давление), они при этом испытывают трудности с конвертацией своих активов в иностранной валюте в местную валюту — в том числе и в силу пруденциальных причин, поскольку внезапный рост активов в местной валюте приведет к возникновению на их балансе открытой валютной позиции.

Центральные банки должны учитывать кредиты, номинированные в иностранной валюте или привязанные к обменному курсу иностранной валюты, принимая решения относительно уровня и валютной структуры своих МРА. Для того чтобы надлежащим образом оценить связанные с этим риски, центральные банки должны хорошо понимать механику финансирования кредитов в иностранной валюте, знать используемые для этого финансовые рынки, их основных участников и существующие между ними связи. Центральные банки должны быть готовы вмешаться в случае разрыва цепочки финансирования, а для этого они должны обладать необходимыми инструментами и принять соответствующую нормативную базу.

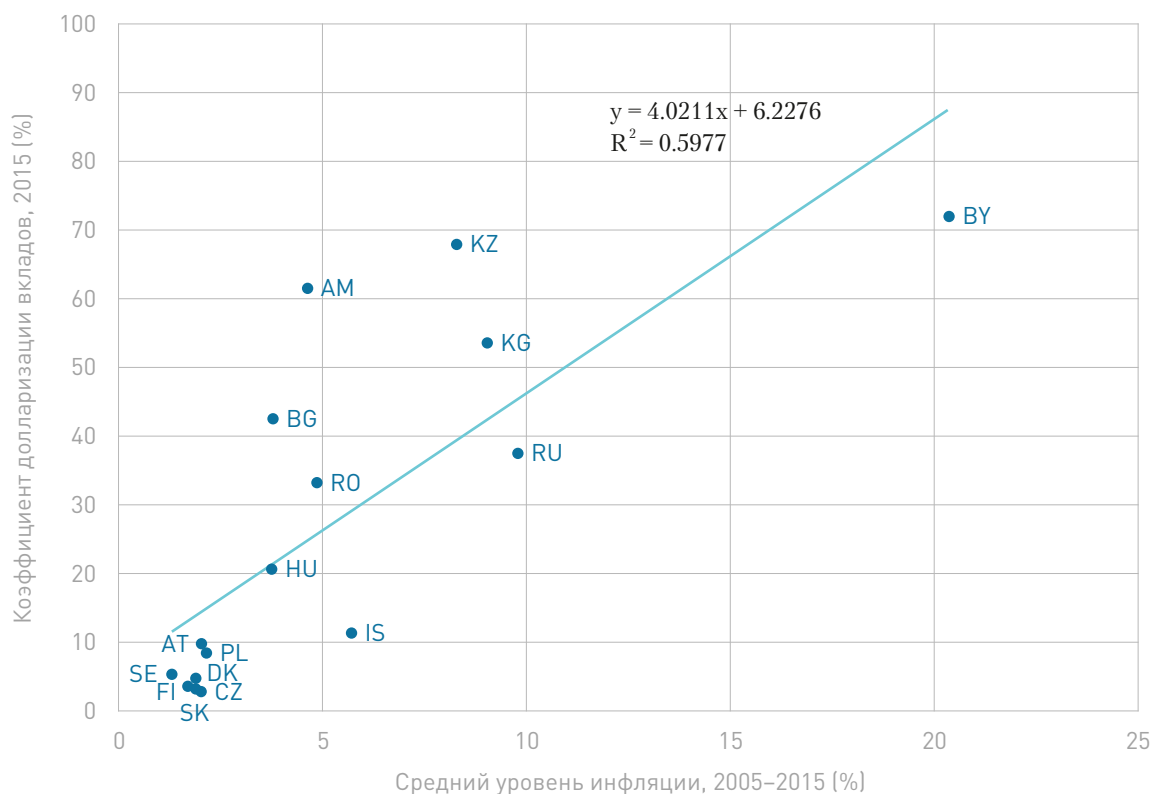
5.3.3. Формы долларизации и ее уровень в ЕАЭС

Долларизованными могут быть как активы, так и обязательства. Эти формы финансовой долларизации имеют разные причины, сопряжены с разными рисками и порождают разные проблемы. В то же время низкая инфляция и разумная денежно-кредитная политика способны влиять на обе формы долларизации и стимулировать более активное использование национальной валюты.

Долларизация активов — это способ устранить страновые риски, которые могут трансформироваться в валютные риски. В простейшем виде, высокая и неустойчивая внутренняя инфляция и спровоцированное ею обесценивание местной валюты сокращают реальную стоимость финансовых активов в местной валюте и тем самым стимулируют долларизацию. Конечно, повышение процентных ставок способно компенсировать соответствующие убытки, однако, поскольку нет никаких гарантий сохранения непокрытого паритета процентных ставок, рост неопределенности в отношении стоимости национальной валюты может привести к долларизации активов. В более фундаментальном смысле, общественные и экономические институты также играют определенную роль в долларизации активов. В частности, слабые институты (например, недисциплинированное правительство, готовое монетизировать свою задолженность), отсутствие заслуживающей доверия денежно-кредитной политики и нестабильная политическая конъюнктура порождают страновые риски, которые могут быть снижены посредством долларизации активов.

Долларизация хеджированных обязательств возможна даже в ситуации, когда уровень доверия к национальной валюте достаточно высок. В частности, обязательства компаний-экспортеров, получающих свои доходы в иностранной валюте, естественным образом хеджированы в той части, в которой они номинированы в этой валюте.

Рисунок 5.9. Долларизация вкладов и инфляция в странах СНГ и ЕС



Примечание: AM — Армения, AT — Австрия, BG — Болгария, BY — Беларусь, CZ — Чехия, DK — Дания, FI — Финляндия, HU — Венгрия, IS — Исландия, KG — Кыргызстан, KZ — Казахстан, PL — Польша, RO — Румыния, RU — Россия, SE — Швеция, SK — Словакия.

Источник: расчеты авторов.

Следовательно, для нефинансовых компаний некоторый уровень долларизации обязательств можно считать приемлемым. (То же применимо и к физическим лицам, имеющим валютный доход, но это менее типичный случай.)

В то же время высокая и неустойчивая инфляция может привести к долларизации нехеджированных обязательств — например, если она удерживает иностранных инвесторов от финансирования хозяйственной деятельности в местной валюте. Внешние кредиторы предпочитают финансировать экономику в иностранной валюте, если они опасаются характерных для такой экономики обменных и инфляционных рисков. Высокая инфляция ведет к росту номинальных процентных ставок и разрыва между процентными ставками в иностранной и местной валюте, что стимулирует заимствование в иностранной валюте по более низким процентным ставкам. Высокие процентные ставки в национальной валюте могут подтолкнуть заемщиков к валютным займам даже в случае сохранения непокрытого паритета процентных ставок — в частности, если заемщики сталкиваются с нехваткой ликвидности в момент заимствования.

5. ПЕРСПЕКТИВЫ КООРДИНАЦИИ ДКП В ГОСУДАРСТВАХ — ЧЛЕНАХ ЕАЭС:
ВЫБОР ЦЕЛЕЙ И ЗАДАЧ

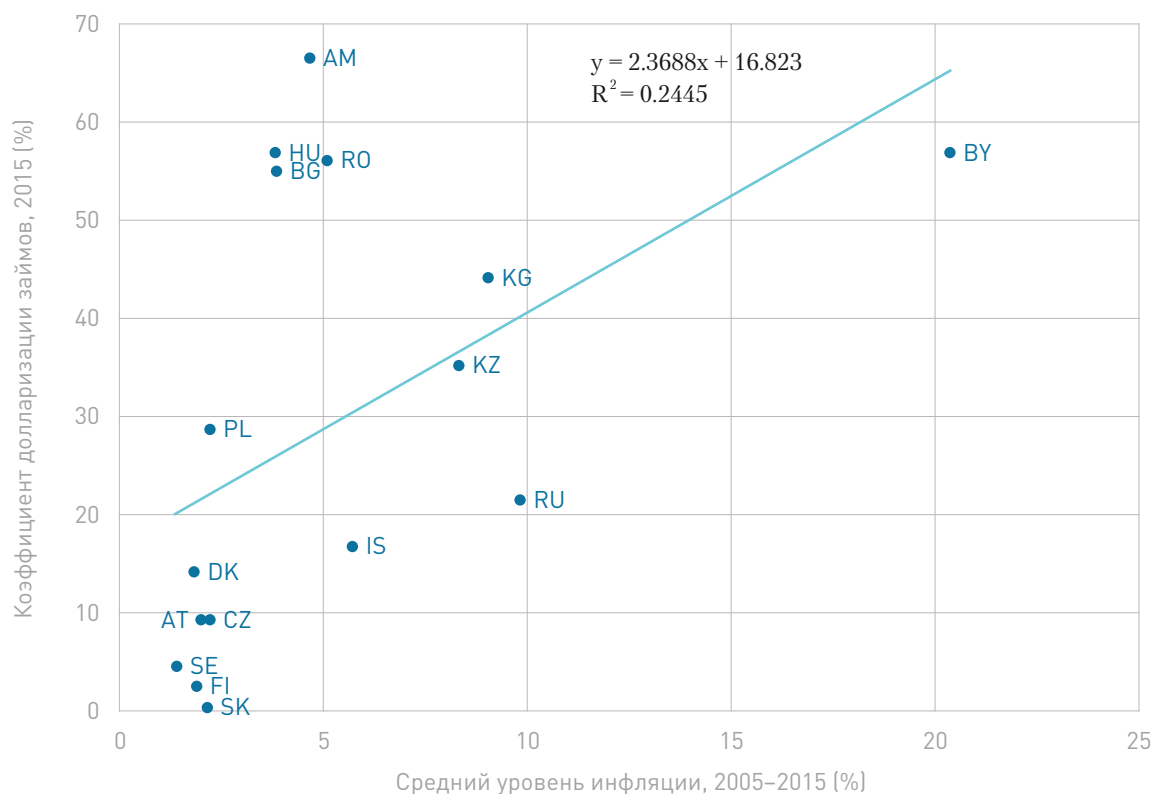


Рисунок 5.10.
Долларизация обязательств и инфляция в странах СНГ и ЕС

Примечание: AM — Армения, AT — Австрия, BG — Болгария, BY — Беларусь, CZ — Чехия, DK — Дания, FI — Финляндия, HU — Венгрия, IS — Исландия, KG — Кыргызстан, KZ — Казахстан, PL — Польша, RO — Румыния, RU — Россия, SE — Швеция, SK — Словакия.

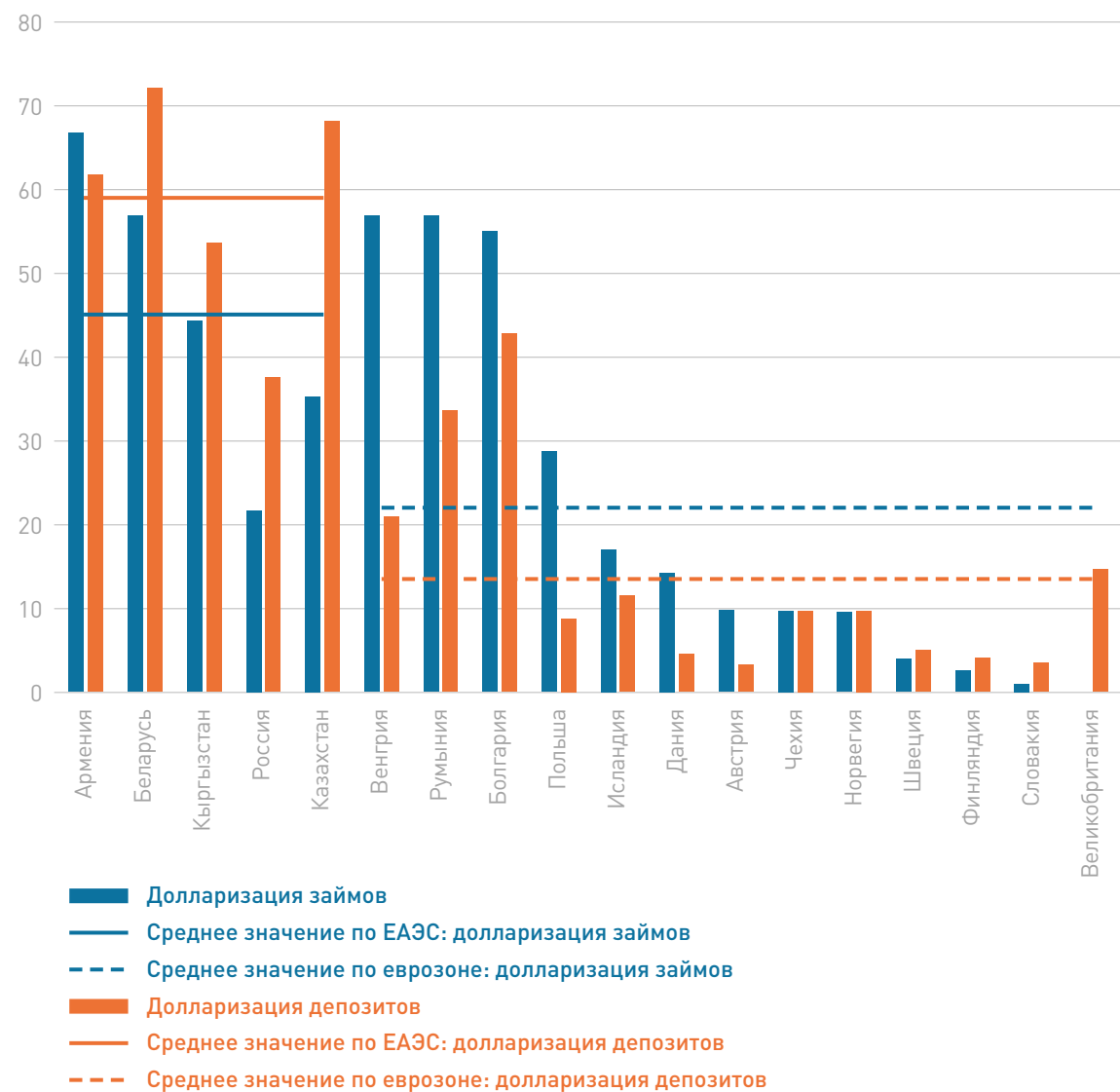
Источник: расчеты авторов.

Объемы заимствования в местной валюте могут расти в ситуации, когда существует возможность привлечь долгосрочное финансирование в местной валюте по фиксированной ставке (например, путем размещения покрытых облигаций с фиксированной процентной ставкой). Однако такое финансирование, как правило, доступно только в условиях стабильной и предсказуемой инфляции. Это еще раз подчеркивает важность в том числе стабильной низкой инфляции как условия возникновения доверия к национальным валютам.

Как указано выше, долларизация в значительной степени возникает под воздействием высокой неустойчивой инфляции, которая подрывает доверие к национальным валютам, часто на фоне политики стабилизации валютного курса (см. рисунки 5.9 и 5.10).

На рисунке 5.11 видно, что уровень долларизации государств — участников ЕАЭС намного выше, чем в европейских странах. Хотя у нас нет данных о том, в чем выражены валютные активы и обязательства; по мнению наших экспертов, в странах ЕАЭС они номинированы в основном в долларах США и евро, а не в российских рублях — валюте крупнейшей экономики ЕАЭС.

Рисунок 5.11. Долларизация займов и депозитов в государствах — членах ЕАЭС и в еврозоне за 2015 год, %



Источник: национальные центральные банки.

5.3.4. Концептуальные меры по сокращению уровня долларизации в ЕАЭС

Первоочередные меры: макроэкономическая среда — низкая и стабильная инфляция на основе гибкого обменного курса.

Цель заключается в устранении главного препятствия, без чего все другие меры и действия или большая их часть будут неудачными или окажут неблагоприятное воздействие на остальные сектора экономики.

Макроэкономическая среда — низкая волатильность обменного курса относительно инфляции — в сочетании с негативным прошлым опытом является, пожалуй, главным препятствием существенной дедолларизации в некоторых государствах — участниках ЕАЭС.

Многие исследования и практический опыт ряда стран (например, Турции и Польши) указывают на то, что восстановление гибкого обменного курса и реализация мер, направленных на снижение и стабилизацию инфляции, являются ключевыми условиями, без выполнения которых другие усилия по дедолларизации с высокой степенью вероятности окажутся бесплодными. Некоторые исследования указывают на то, что эти макроэкономические условия могут быстрее повлиять на сбережения и инвестиционные решения фирм, чем на домашние хозяйства, где преодоление негативных воспоминаний о высокой инфляции требует больше времени. Соответственно, в таких случаях на протяжении длительных периодов времени должны присутствовать последовательные сигналы при отсутствии попятных движений в экономической политике и среднесрочная фиксация ожиданий.

Меры второго порядка: пассивные меры — создание благоприятной финансовой рыночной конъюнктуры.

Цель заключается в приведении фактического уровня долларизации к уровню, подразумеваемому макроэкономической политикой (инфляция и волатильность обменного курса). Меры, относимые ко второй группе, имеют и свою собственную ценность, которая объективно существует независимо от того, насколько успешно продвигается процесс дедолларизации. Иными словами, они должны вести к возникновению наименее неблагоприятных последствий, если стратегические меры, отнесенные к первой группе, не будут реализованы в полном объеме.

Большинство мер, отнесенных к этой группе, должны содействовать расширению балансов банков за счет продвижения номинированных в национальной валюте инструментов и развития внутренних финансовых рынков. Меры, отнесенные к этой группе, должны избавить банки, которые сталкиваются с ограничениями в расширении балансов в национальной валюте по причине неопределенности относительно долгосрочных процентных ставок, от давления этих факторов и снизить уровень испытываемой ими неопределенности. Данные меры способны также помочь банкам, сталкивающимся с внешними ограничениями в сфере финансирования, которые вместо сокращения задолженности могут рассмотреть возможность перехода на продукты, номинированные в национальной валюте.

Меры, отнесенные к этой группе, больше сосредоточены на кредитных операциях банков, чем на вкладах, поскольку динамика вкладов домохозяйств формируется под воздействием мотивов и условий, часто не связанных с уровнем процентных ставок, а также недостаток вкладов в национальной валюте в значительной степени является эндогенным ответом на недостаток кредитов в ней.

Упомянутые меры также должны быть сосредоточены больше на будущих потоках, чем на существующих долларовых позициях, — это является признанием факта, что решение проблемы долларовых позиций требует принятия специальных мер.

В случае успешного завершения дедолларизации потоков позиции начнут корректироваться примерно через 2–4 года (в зависимости от дюрации среднего банковского портфеля).

Ниже приведены примеры мер из этой группы:

- Воздержание от ненужных действий по продвижению иностранных валют в ущерб национальной:
 - государственные заимствования и вклады номинированы преимущественно в национальной валюте;
 - предоставление субсидий в отношении кредитов и вкладов, номинированных в национальной валюте;
 - дифференцированное налогообложение доходов от сбережений;
 - принятие мер к тому, чтобы правила бухгалтерского учета не позволяли замалчивать валютные риски;
 - депонирование избыточных государственных доходов только в национальной валюте на счетах в коммерческих банках.
- Развитие вторичных рынков облигаций и других инструментов, номинированных в национальной валюте, с целью создания продуктов, с помощью которых можно формировать цены на долгосрочные кредитные инструменты, номинированные в местной валюте, и хеджировать риски, связанные с такими инструментами:
 - существенное повышение объема выпусков казначейских обязательств;
 - размещение муниципальных облигаций (с учетом необходимости сохранения приемлемого уровня государственной задолженности);
 - облегчение доступа к государственным обязательствам владельцам небольших сбережений;
 - хеджирование правительством своих будущих валютных расходов через центральный банк и через рынок.
- Предоставление банкам гарантированного доступа к ликвидности в местной валюте в случае возникновения дефицита ликвидности в банковской системе:
 - обеспечение понимания банками роли центрального банка как кредитора последней инстанции применительно к продуктам, номинированным в национальной, а не в иностранной валюте;
 - информирование участников рынка о доступности займов по программам рефинансирования «при любых обстоятельствах», чтобы банки могли полагаться на такие займы как на источник финансирования активов, номинированных в местной валюте.
- Развитие рынков валютного хеджирования и валютных деривативов.
- Информирование участников рынка о валютных рисках и преимуществах сделок, номинированных в национальной валюте.

Меры третьего порядка: активные меры — поощрительные меры, направленные на сегменты розничного и краткосрочного кредитования.

Меры, отнесенные к третьей группе, наименее ценны в ситуации, когда меры, включенные в предыдущие группы, не реализованы. В лучшем случае они будут бесполезны, в худшем — спровоцируют неблагоприятные последствия: например, если клиентам будут навязываться невыгодные кредиты в национальной валюте или у банков будут возникать дополнительные кредитные риски, которые они не смогут интернализировать.

Меры третьей группы призваны оградить наиболее уязвимые сегменты от валютных рисков, сделать неприемлемой банковскую модель, которая основана на механическом переводе курсовых рисков на клиентов. При этом необходимо следить за тем, чтобы эти меры не были излишне ограничительными с учетом текущей фазы бизнес-цикла.

Опыт других стран показывает, что коммерческие банки считают сегменты розничного и краткосрочного кредитования наиболее перспективными объектами дедолларизации и изъявляют готовность сотрудничать во внедрении необходимых для этого ограничений. Работа по дедолларизации операций малых и средних компаний может также начаться на более позднем этапе. Как правило, крупные корпоративные клиенты и домохозяйства (когда речь идет о крупных расходах, таких как приобретение объектов недвижимости) больше других сопротивляются переходу с иностранной валюты на национальную.

Ниже приведены примеры мер из этой группы:

- Усиление дифференциации резервных требований, включая дифференцированный подход к их смягчению.
- Повышение уровня осведомленности клиентов банков о валютных рисках, например, путем внедрения обязательного моделирования последствий девальвации.
- Усиление дифференциации требований пруденциального надзора, например, путем введения дифференцированных залоговых коэффициентов и коэффициентов покрытия выплат по обслуживанию задолженности текущими доходами, особенно в наиболее уязвимых сегментах, таких как потребительское и краткосрочное кредитование.
- Введение ограничений на предоставление валютных кредитов в наиболее уязвимых сегментах, например:
 - запрет на предоставление краткосрочных потребительских кредитов в валюте;
 - требование об обязательной конверсии кредитов в случае снижения обменного курса на определенную величину.
- Содействие конверсии валютных кредитов в национальной валюте, например, путем продления сроков кредитов, номинированных в местной валюте, без снижения их рейтинга, а также путем организации (частичного) хеджирования валютных рисков, возникающих у банков в результате конверсии кредитов.

- Проведение широкомасштабной кампании по продвижению национальной валюты в качестве расчетного средства, в том числе путем введения запрета на использование цен, выраженных в иностранной валюте.
- Субсидирование процентных ставок по валютным кредитам, конвертированным в национальную валюту.

5.4. Роль налогово-бюджетной политики в достижении низкой и стабильной инфляции

В этом разделе кратко описана роль, которую налогово-бюджетная политика должна играть в достижении низкой и стабильной инфляции. Повышенный интерес к вопросу о взаимодействии между налогово-бюджетной и кредитно-денежной политикой возник еще до начала финансового кризиса на фоне проблем, с которыми столкнулись развивающиеся рынки в процессе стабилизации инфляции. Ниже мы рассмотрим три аспекта реализации налогово-бюджетной политики в странах, практикующих таргетирование инфляции. Во-первых, мы обсудим вопрос фискального доминирования, когда проведение безответственной налогово-бюджетной политики может снизить эффективность денежно-кредитной политики в сфере ТИ. Во-вторых, затронем вопрос важности сотрудничества между налогово-бюджетными и денежно-кредитными органами на протяжении бизнес-цикла. В-третьих, мы представим направление исследований, способное устранить перечисленные выше проблемы, и сформулируем вывод о том, что правила поддержания структурного баланса в налогово-бюджетной сфере, очевидно, могут стать наиболее эффективным инструментом достижения низкой и стабильной инфляции. Наконец, осветим некоторые проблемные аспекты, которые могут препятствовать эффективной координации экономической политики в странах ЕАЭС.

5.4.1. Важность устойчивости государственной задолженности в целях недопущения фискального доминирования

Выражаясь макроэкономическими терминами, необходимо сохранять межвременное бюджетное ограничение налогово-бюджетной политики; иными словами, в рациональном мире хозяйствующие субъекты не должны заблаговременно исходить из допущения о том, что правительство окажется не в состоянии погашать свои долги. Если налогово-бюджетные органы ведут себя ответственно, то есть, например, если они реагируют на ужесточение денежно-кредитной политики наращиванием первичного профицита бюджета в среднесрочной перспективе, то денежно-кредитные органы вправе свободно выбирать процентную ставку и соответствующий уровень цен, что обеспечивает межвременную устойчивость бюджета³⁷.

³⁷Естественно, благоразумный подход не предполагает ужесточения налогово-бюджетной политики всякий раз, когда имеет место ужесточение денежно-кредитной политики, поскольку это может спровоцировать рост цикличной волатильности (см. следующий раздел). Благоразумный подход означает, что в среднем (или в среднесрочной перспективе) у налогово-бюджетных органов имеется заслуживающий доверия план по сокращению бюджетных расходов в ситуации, когда процентные ставки сохраняются на высоком уровне на протяжении длительного периода времени, то есть налогово-бюджетные органы не хотят полагаться на инфляцию как на источник бюджетных поступлений.

5. ПЕРСПЕКТИВЫ КООРДИНАЦИИ ДКП В ГОСУДАРСТВАХ — ЧЛЕНАХ ЕАЭС:
ВЫБОР ЦЕЛЕЙ И ЗАДАЧ

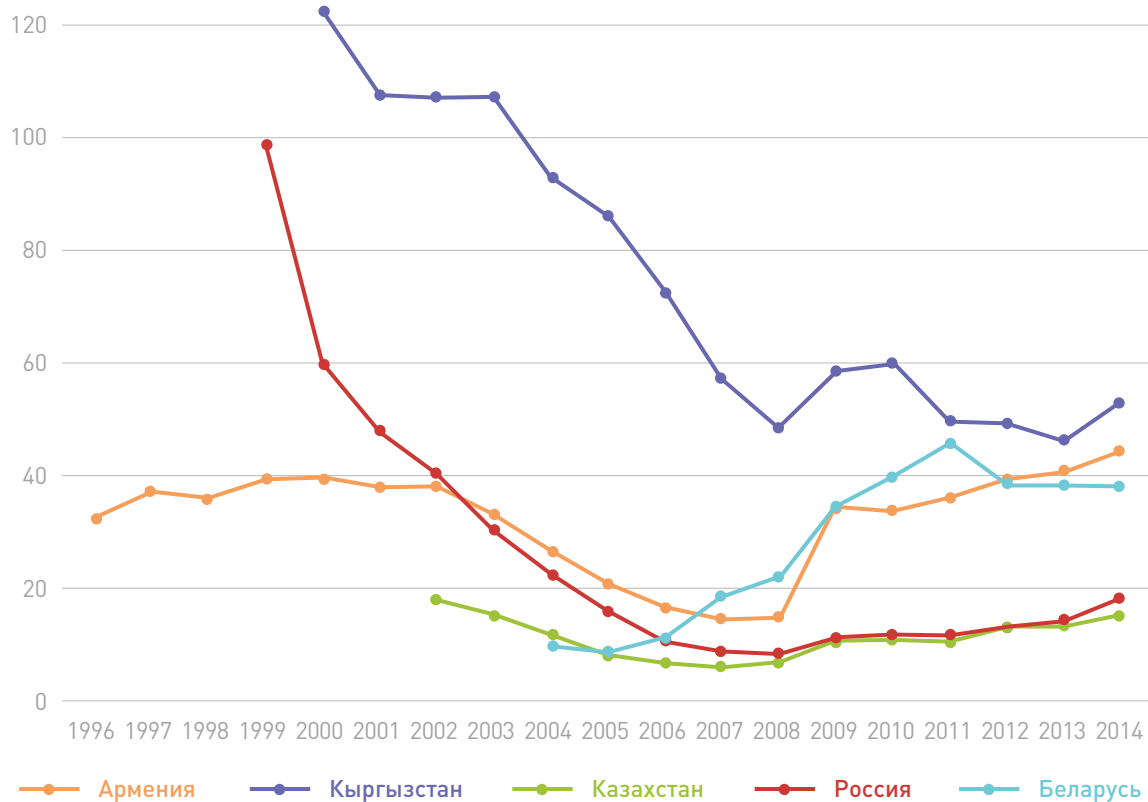


Рисунок 5.12. Государственная задолженность в государствах — членах ЕАЭС, % ВВП

Источник: база данных МВФ о состоянии и перспективах мировой экономики.

Если же налогово-бюджетные органы ведут себя безответственно, увеличение базовой ставки может привести к росту инфляции, поскольку более высокие реальные процентные ставки при прочих равных условиях ведут к нарастанию бюджетного дефицита.

В реальном мире не всегда изначально очевидно, в каких странах налогово-бюджетные органы будут вести себя ответственно; тем не менее, по мнению Бланшара (Blanchard, 2004), чем выше первоначальный уровень задолженности и уровень долларизации, тем выше вероятность возникновения ситуации фискального доминирования. Случаи фискального доминирования зарегистрированы в Бразилии в 2002–2003 годах и в Венгрии во время финансового кризиса в конце 2008 года³⁸.

В таких обстоятельствах оптимальным вариантом представляется гибкое таргетирование инфляции, которое предусматривает более агрессивное, чем обычно, реагирование на инфляционные шоки с целью избежать повышения вероятности дефолта.

³⁸ См. работу Бланшара (Blanchard, 2004) по Бразилии. В Венгрии эта проблема специально не изучалась, однако в упоминаемый период повышение базовой ставки и соответствующий рост реальных процентных ставок сопровождался реальным ослаблением национальной валюты на фоне озабоченности относительно устойчивости государственной задолженности и проблем с ее рефинансированием.

В то же время предпринимаются попытки зафиксировать среднесрочные ожидания с учетом действий налогово-бюджетных органов; то есть, если налогово-бюджетная политика оказывается недостаточно устойчивой, процесс достижения целевого показателя инфляции растягивается на более продолжительный срок.

Таким образом, важнейшим условием обеспечения низкой и стабильной инфляции является проведение устойчивой налогово-бюджетной политики. Это еще раз подчеркивает важность внедрения общих правил в рамках экономического союза.

Анализ государств — участников ЕАЭС показывает, что они могут быть разбиты на две подгруппы по показателю объема государственной задолженности. Страны — экспортеры нефти, в частности Россия и Казахстан, имеют значительно более низкую задолженность (менее 20% ВВП), чем страны — импортеры нефти, в частности Армения, Беларусь и Кыргызстан, где государственная задолженность составляет около 40–50% ВВП. Далее, согласно расчетам МВФ, государственная задолженность в четырех странах может в общем считаться устойчивой, в то время как в Беларуси при неблагоприятных условиях она может продолжать увеличиваться даже в среднесрочной перспективе, что будет сдерживать усилия денежно-кредитных органов, направленные на достижение низкой и стабильной инфляции.

Таким образом, устанавливая низкий целевой показатель инфляции для ЕАЭС, нельзя забывать о соответствующих целях налогово-бюджетной политики, обеспечивающих устойчивость государственной задолженности. В рамках проекта предполагается определить оптимальный целевой показатель инфляции и сформулировать цели налогово-бюджетной политики.

5.4.2. Оптимальные методы координации денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики на протяжении бизнес-цикла

Помимо соблюдения межвременного бюджетного ограничения (то есть предотвращения фискального доминирования), одним из условий повышения макроэкономической устойчивости может быть сотрудничество между налогово-бюджетными и денежно-кредитными органами. В частности, налогово-бюджетная политика не должна носить проциклический характер (то есть не должна использовать методы налогово-бюджетного стимулирования в ситуациях, когда объем производства превышает потенциал экономики), поскольку в этом случае денежно-кредитные органы вынуждены прибегать к избыточному реагированию, возлагая чрезвычайно тяжелое бремя корректировки на частный сектор. В частности, в небольших открытых экономиках (к которым можно отнести большинство государств ЕАЭС) ужесточение денежно-кредитной политики возлагает дополнительное бремя корректировки на торговый и экспортный секторы, что может, помимо прочего, быть проблематичным с точки зрения поддержания внешней устойчивости³⁹.

³⁹См., например, работу Баркер и соавторов (Barker, Buckle, Clair, 2008).

Для того чтобы обеспечить решение вопросов устойчивости налогово-бюджетной политики и оптимальную координацию на протяжении бизнес-цикла, для государств — участников ЕАЭС необходимо определять целевые показатели структурного равновесия — циклически корректируемые показатели бюджетного равновесия, которые очищены от последствий единовременных бюджетных операций.

Если налогово-бюджетная политика проводится с учетом целевых показателей структурного равновесия, то при отсутствии экстремальных обстоятельств (например, глубокой рецессии, требующей проведения контрциклических мероприятий) бюджет остается нейтральным на протяжении всего бизнес-цикла, что позволяет денежно-кредитным органам стабилизировать экономику на частоте бизнес-цикла. Кроме того, целевые показатели структурного равновесия должны устанавливаться таким образом, чтобы обеспечить приведение государственной задолженности к устойчивому уровню. Это требует моделирования исходя из различных допущений относительно перспектив экономического роста и динамики реальных процентных ставок.

5.4.3. Некоторые аспекты проведения фискальной политики в контексте согласования макроэкономической политики в странах ЕАЭС

Эффективность проведения странами — членами интеграционного соглашения согласованной монетарной политики в значительной мере зависит от качества проведения ими фискальной политики. Часто инструменты фискальной политики являются единственным средством, доступным для реагирования на несимметричные шоки и стабилизации ситуации на внутреннем рынке (Gali, Monacelli, 2008). Например, с помощью мер жесткой экономии осуществляется внутренняя девальвация, которая приводит к снижению стоимости факторов производства. С начала глобального экономического кризиса в 2008 году к такому инструменту относительно успешно обращались страны Балтии и Ирландия, менее успешно — Испания, Португалия, Греция (ввиду отсутствия ответственных реформ⁴⁰).

Многие теоретические и эмпирические исследования подчеркивают, что подход, при котором согласованная для регионального интеграционного соглашения монетарная политика направлена на сдерживание инфляции, а фискальная политика формируется на местном уровне и нацелена на сглаживание страновых шоков, является оптимальным (Pappa, 2012; Ferrero, 2009). Однако это справедливо лишь при условии, что государства проводят добросовестную экономическую политику. Если одна из стран интеграционного соглашения реализует слишком мягкую фискальную политику (либо неэффективную политику жесткой экономии, не подкрепленную структурными реформами), которая приводит к возникновению проблемы устойчивости государственного долга, то это отражается на доступности внешнего финансирования для всего региона (Wyplosz, 2013). Наличие такого эффекта перелива увеличивает вероятность, что страна-должник будет «выкуплена», тем самым провоцируя «проблему безбилетника».

⁴⁰ См. <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1687-five-lessons-on-greece/>.

Решение данной проблемы требует введения контроля над фискальной политикой отдельной страны, направленного на недопущение возникновения угрозы для макроэкономической стабильности.

Опыт ЕС показывает, что практическая реализация подобных надгосударственных ограничений может быть затруднительна. Впервые обязательства по проведению сбалансированной фискальной политики были прописаны в Пакте стабильности и роста, вступившем в силу в 1998 году. Однако данный пакт регулярно нарушается, что приводит к его периодическому пересмотру и слабой юридической силе. Ключевая проблема выработки надгосударственного контроля связана с поиском оптимального уровня централизации процедуры принятия решений в фискальной политике и регулированием доступности экстренного финансирования (Rodden, 2002). Централизованное установление целевых или предельных параметров фискальной политики обеспечивает их исходную сбалансированность, но размывает ответственность за проведение экономической политики и подразумевает доступность централизованного экстренного финансирования. В итоге это может негативно отразиться на фискальной дисциплине и привести к фактическому невыполнению заложенных параметров. Соответственно, ряд исследований указывают, что более эффективным является подход, при котором отдельные страны сами устанавливают себе целевые параметры при полной недоступности экстренного финансирования (Rodden, 2002). Однако данный подход требует согласованной системы банковского регулирования и централизованной системы ее экстренной поддержки через инструменты монетарной политики (Wyplosz, 2013). Это позволяет избежать ситуации, возникшей в странах ЕС после кризиса 2008 года, когда банковский кризис перерос в кризис государственного долга.

Важной практической задачей согласования фискальной политики является выработка странами адекватных фискальных правил. Простое установление потолков долга и/или дефицита бюджета ведет к проциклической фискальной политике, которая не позволяет реагировать на внешние шоки (Buti, Carnot, 2012). Проблему решает установление целевых параметров относительно структурного сальдо бюджета, которое корректируется на циклическую составляющую доходов и расходов, а также на единовременные шоки (Ferreiro, 2009). Соответствующие критерии предполагаются в текущих соглашениях ЕС (Договор о стабильности, координации и управлении в экономическом и валютном союзе) и законодательстве отдельных стран ЕС (Германия). Основные затруднения при этом связаны с расчетом структурного сальдо, которое является ненаблюдаемой величиной, а методология расчета предоставляет широкие возможности по волюнтаристскому смещению конечных оценок.

Координация фискальной политики в странах ЕАЭС представляется технически сложной задачей. Ее выполнение затруднено тем аспектом проведения бюджетной политики, который связан с большой долей государства в реальном и банковском секторах в странах региона. Как следствие, в экономической политике существенную роль играют квазифискальные операции, что отражается в расхождении показателей сальдо бюджета и государственного долга. Например, в Беларуси рост государственного долга проходит при формальном сохранении положительного сальдо сектора государственных финансов за счет расходов по рефинансированию банков и реального сектора с помощью государственных долговых обязательств.

Таким образом, показатели бюджета государств — членов ЕАЭС должны быть скорректированы на квазифискальные операции перед тем, как их можно будет использовать для установления правил фискальной политики. Еще одна сложность заключается в отсутствии разработанной методологии оценки структурного сальдо бюджета в большинстве стран региона. Основными элементами методологии является расчет разрыва выпуска и эластичности отдельных статей расходов и доходов бюджета относительно данного разрыва. Достоверность соответствующих расчетов во многом зависит от качества и полноты исходных данных и субъективного фактора, неизбежного при эконометрических оценках (Шиманович, Кирхнер, 2012). Соответственно, применение структурных показателей бюджета будет давать возможности по различной интерпретации результатов и вести к фактическому обходу фискальных правил при их формальном соблюдении. В странах ЕАЭС эту проблему может смягчить лишь установление жесткого правила недопустимости экстренной финансовой помощи.

Выводы

Обзор мирового опыта различных форм координации монетарной политики между развивающимися странами показал, что все они в различной степени способствуют снижению волатильности обменных курсов и стимулируют торговлю между государствами. Региональные платежные соглашения, как наиболее простая форма координации, дают возможность сократить транзакционные издержки и могут послужить основой для развития более глубокой кооперации в области монетарной политики. К тому же данная форма практически не несет в себе издержек для государств-членов.

Создание пулов валютных резервов и региональных финансовых соглашений, объединяющих ресурсы стран-участниц, позволяет им противостоять шокам, в том числе внешним, и не давать им переливаться от одной стране к другой. При этом наличие большого якорного государства в таком соглашении может быть преимуществом для малых стран.

Региональная кооперация в форме создания банков развития и инициативы по развитию общего финансового рынка, например рынка облигаций, может способствовать проведению структурных реформ и снижению уровня долларизации за счет предоставления кредитов в национальных валютах.

В свою очередь, механизмы обменных курсов и валютные союзы, являясь формой глубокой координации, способствуют конвергенции стран, значительно снижают риск проведения политики «разори соседа», стимулируют развитие внутрорегиональной торговли. Однако данная форма требует очень высокого уровня координации монетарной политики. Поэтому целый ряд региональных инициатив, связанных с валютными союзами, например введение единой валюты, так и не были реализованы на практике.

Важнейшей предпосылкой для успешности любой из вышеназванных форм сотрудничества является стабильность валютных курсов внутри регионального экономического соглашения.

Анализ фактических режимов курсовой и денежно-кредитной политики государств — участников ЕАЭС выявил их существенные различия. Если в России, Беларуси и Кыргызстане осуществлен переход к гибкому режиму обменного курса или сохраняется гибкость и присутствует волатильность обменного курса, то в Армении обменный курс к доллару США весьма стабилен и в среднем не выходил за 2%-ный интервал в течение 2014–2016 годов. Казахстан до последнего времени использовал режим таргетирования обменного курса со скользящей привязкой, но 20 августа 2015 года девальвировал обменный курс и объявил о переходе к режиму таргетирования инфляции. Соответственно, различаются режимы ДКП: с 2015 года Беларусь перешла к монетарному таргетированию, Россия — к таргетированию инфляции, Армения также использует режим таргетирования инфляции. Классификация режима ДКП в Кыргызстане затруднительна.

Внешнеэкономические шоки и последовавшая девальвация российского рубля в конце 2014 — начале 2015 года затронули все государства ЕАЭС. Во всех странах была проведена корректировка обменного курса, ужесточена денежно-кредитная политика и применена контрциклическая бюджетно-налоговая политика (кроме Беларуси). Однако, учитывая различия режимов денежно-кредитной политики, динамика и степень реакции на шоки между странами значительно различались.

Анализ трансмиссионных механизмов ДКП показал, что разнородность структур экономики и экономической политики внутри ЕАЭС обуславливала различия в механизме монетарной трансмиссии. Каналы монетарной трансмиссии в странах ЕАЭС были выражены неотчетливо, что ограничивало возможность монетарной политики оказывать влияние на динамику фундаментальных переменных макроэкономики. Оценки показали, что наиболее эффективным каналом монетарной трансмиссии в период с конца 1990-х до середины 2015 года был канал обменного курса. Во всех странах региона обесценивание национальной валюты сопровождалось ускорением инфляции, однако в целом его влияние на экономический рост было нейтральным. Эффективно использовать этот канал могли только страны, имеющие финансовые возможности по регулированию динамики обменного курса. Отсутствие существенных резервов, необходимых для компенсации дефицита платежного баланса, возникающего вследствие вмешательства в процессы курсообразования, а также желание сохранить имеющиеся МРА подталкивали государства ЕАЭС к переходу к другим режимам курсовой и денежно-кредитной политики.

Многие страны, участвующие в евразийской интеграции, объявили о переходе в монетарной политике к таргетированию инфляции, предполагающему эффективно функционирующий канал процентной ставки. Однако исторические данные свидетельствуют о неустойчивом действии данного канала в странах ЕАЭС. Определенное влияние изменения ключевой процентной ставки центрального банка на инфляцию наблюдалось только в Беларуси, но его эффективность сдерживается высокими девальвационными ожиданиями. В случае Армении, где режим таргетирования инфляции формально действует с 2006 года, работа канала процентной ставки затрудняется слабым влиянием ставки репо на рыночные ставки и проблемой долларизации экономики. В России влияние ключевой процентной ставки, которое отмечалось в более ранних исследованиях, было в целом подчинено работе канала обменного курса и потому не носило системного характера. В Казахстане действие процентных ставок было искажено финансовым кризисом 2008–2010 годов, когда рост ставок вскрыл проблему неустойчивости банковского сектора. В Кыргызстане процентные ставки не могли оказывать существенного влияния на инфляцию из-за слабого развития финансового посредничества и преобладания в банковской системе депозитов до востребования.

Альтернативой таргетированию инфляции является монетарное таргетирование. Изменение предложения денег через денежную базу оказывает значимое влияние на динамику инфляции в странах ЕАЭС. При этом ни в одной из стран увеличение предложения денег не приводит к статистически значимому краткосрочному росту экономики, но почти всегда ведет к замедлению роста в дальнейшем.

Основной сложностью в использовании данного инструмента является ограниченный контроль центральных (национальных) банков государств — членов ЕАЭС над денежной базой. Для ряда стран это связано с высокой ролью в экономике денежных переводов, влияние которых на денежное предложение центральные власти не могут стерилизовать. Сложности также создают высокая долларизация и теневая экономика. Кроме того, динамику денежной базы могут предопределять изменения внешней конъюнктуры. Например, увеличение цен на нефть в 2000-х годах привело к росту валютных поступлений в Россию, абсорбирование которых Центральным банком привело к росту денежной базы. В Казахстане наращивание денежной базы произошло вследствие оказания поддержки банковскому сектору, пострадавшему от финансового кризиса, начавшегося в 2007 году.

Необходимой предпосылкой успешности интеграционных процессов являются наличие конвергенции между странами и усиление синхронизации бизнес-циклов. Анализ показал, что в странах ЕАЭС наблюдаются процессы реальной, номинальной и институциональной конвергенции. Однако они идут неравномерно и затрагивают не все страны экономического объединения одновременно.

Между Беларусью, Казахстаном и Россией существует реальная конвергенция догоняющего типа, где уровни ВВП на душу населения по ППС в Казахстане и Беларуси последовательно сближаются с аналогичным показателем в России. Данную конвергенцию можно охарактеризовать по скорости как среднюю. Армения также постепенно сокращает свое отставание по уровню ВВП на душу населения по ППС от России, однако это сокращение происходит крайне медленно. Кыргызстан в настоящее время практически не демонстрирует конвергенции с лидерами ЕАЭС в связи с очень низким исходным уровнем душевого дохода.

Индексы потребительских цен в странах ЕАЭС имеют тенденцию к сближению. В рамках экономического объединения можно выделить так называемую «клубную конвергенцию», когда показатели сближаются во всех странах. Данный вывод весьма благоприятен для использования в рамках ЕАЭС близких целевых ориентиров по инфляции с целью координации монетарной политики стран-членов.

Проведению эффективной монетарной политики в странах ЕАЭС препятствуют проблемы высокой долларизации, высоких инфляционных и девальвационных ожиданий, инфляционные процессы разного уровня и волатильности. Первоочередными мерами видятся следующие шаги:

- снижение инфляции в странах — членах ЕАЭС до установленного целевого уровня и последующее его поддержание в пределах установленной цели;
- снижение уровня долларизации;
- улучшение координации фискальной и денежно-кредитной политики в государствах — участниках ЕАЭС;
- создание и использование специальных фондов с целью оказания поддержки государству — партнеру по ЕАЭС, испытывающему финансовые проблемы (в том числе к такому фонду относится Евразийский фонд стабилизации и развития);

-
- кооперация в целях развития — создание (или расширение использования) международных финансовых организаций, для того чтобы способствовать экономическому благополучию в менее развитых государствах-членах, содействовать региональной интеграции и расширению торговли между странами-участницами.

Без прогресса в указанных направлениях возможности координации монетарной политики остаются ограниченными.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Банк России (2014) *Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов*. Доступно на: https://www.cbr.ru/publ/ondkr/on_2015_2016-2017.pdf.

Дмитриев А., Шугаль Н. (2006) Макроэкономическое моделирование взаимосвязей реального и денежного секторов российской экономики (часть 2). *Экономический журнал ВШЭ*, № 3. С. 420–447.

Дробышевский С., Трунин П., Каменских М. (2008) *Анализ трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики в российской экономике*. Москва: Институт экономики переходного периода.

Исмаилахунова А., Алымкулов А. (2012) Реакция на мировой финансовый кризис национальной банковской системы. Мimeo.

Каллаур П., Комков В., Черноокий В. (2005) Механизм трансмиссии денежно-кредитной политики в экономике Республики Беларусь. *Белорусский экономический журнал*, № 3. С. 4–15.

Коршун А. (2010) *Выбор оптимального правила монетарной политики в Беларуси*. Дискуссионный материал Исследовательского центра ИПМ PDP/10/05. Доступно на: <http://www.research.by/webroot/delivery/files/pdp2010r05.pdf>.

Крук Д. (2008) *Прогнозирование инфляции в контексте перехода к режиму таргетирования инфляции: роль показателя разрыва выпуска*. Рабочий материал Исследовательского центра ИПМ WP/08/10. Доступно на: <http://www.research.by/webroot/delivery/files/wp2008r10.pdf>.

Леонтьева Е. (2013) Механизм кредитно-денежной трансмиссии в России. *CEFIR NES Working Paper series*, 175. Доступно на: <https://ssrn.com/abstract=2264166>.

Мирончик Н. (2015) Теоретическое представление о монетарной трансмиссии в республике Беларусь. *Банкаўскі веснік*, № 4. С. 16–22.

Моисеев С. (2002) Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. *Финансы и кредит*, № 18. С. 38–51.

Национальный Банк Казахстана (2014) *Обзор инфляции: 4-й квартал 2014 года*. Доступно на: http://www.nationalbank.kz/cont/publish755111_27984.pdf.

Национальный Банк Казахстана (2015) *Денежно-кредитная политика Республики Казахстан до 2020 года*. Доступно на: http://www.nationalbank.kz/cont/publish305261_28968.pdf.

Национальный банк Республики Беларусь (2015а) О мерах денежно-кредитной политики по стабилизации ситуации в финансовой сфере. Пресс-релиз, 8 января. Доступно на: <http://www.nbrb.by/Press/?nId=1114>.

Национальный банк Республики Беларусь (2015b) О расширенном заседании Правления Национального банка Республики Беларусь. Пресс-релиз, 30 января. Доступно на: <http://www.nbrb.by/Press/?nId=1120>.

Сюльжина А. (2015) Инфляция в 2016 году планируется на уровне 12%. *СБ Беларусь сегодня*, 4 августа. Доступно на: <http://www.sb.by/v-belarusi/article/inflyatsiya-v-2016-godu.html>.

Хмелевская Н. (2016) Пул условных валютных резервов БРИКС в аспекте достаточности международных (золотовалютных) резервов. *Деньги и кредит*, № 2. С. 42–49.

Хорват Б., Маино Р. (2006) Механизм трансмиссии денежно-кредитной политики в экономике Беларуси. *Банкајскі веснік*, № 26 (355). С. 13–22.

Центральный (Национальный) банк Армении (2015) *Обзор инфляции. Программа денежно-кредитной политики. 2-й квартал, 2015 г.* Доступно на: <https://www.cba.am/RU/ppperiodicals/RusGnach%202–15.pdf>.

Шиманович Г., Кирхнер Р. (2012) *Оценка структурного сальдо консолидированного бюджета Беларуси.* Аналитическая записка Исследовательского центра ИПМ РР/04/2012. Доступно на: <http://www.research.by/webroot/delivery/files/pp2012r04.pdf>.

Ball, L. (2014) The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent. *IMF Working Paper*, 14/92. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1492.pdf>.

Barker, F. C., Buckle, R. A. and St. Clair, R. W. (2008) Roles of Fiscal Policy in New Zealand. *New Zealand Treasury Working Paper*, 08/02. Available at: <http://www.treasury.govt.nz/publications/research-policy/wp/2008/08–02/twp08–02.pdf>.

Barro, R. J. (1995) Inflation and Economic Growth. *NBER Working Paper*, 5326. Available at: <http://www.nber.org/papers/w5326.pdf>.

Blanchard, O. (2004) Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil. *NBER Working Paper*, 10389. Available at: <http://www.nber.org/papers/w10389.pdf>.

Bogetić, Ž. and Mladenović, Z. (2006) Inflation and the Monetary Transmission Mechanism in Belarus, 1996–2001. *International Research Journal of Finance and Economics*, 1, pp. 1–20.

Bordon, A. R. and Weber, A. (2010) The Transmission Mechanism in Armenia: New Evidence from a Regime Switching VAR Analysis. *IMF Working Paper*, WP/10/270. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10270.pdf>.

Breitung, J., Bruggemann, R. and Lutkepohl, H. (2004) Structural Vector Autoregressive Modeling and Impulse Responses. In: Lutkepohl, H. and Kratzig, M. (eds.) *Applied Time Series Econometrics*. Cambridge: Cambridge University Press. Pp. 159–196.

Broda, C. and Yeyati, E. L. (2006) Endogenous Deposit Dollarization. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 38 (4), pp. 963–988.

Buti, M. and Carnot, N. (2012) The EMU Debt Crisis: Early Lessons and Reforms. *Journal of Common Market Studies*, 50 (6), pp. 899–911.

Carney, M. (2014) *The Economics of Currency Unions*. Speech at a lunch hosted by the Scottish Council for Development & Industry, Edinburgh, 29 January, Bank of England. Available at: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2014/speech706.pdf>.

Central Bank of Armenia (CBA) (2015a) *Board of CBA Minutes “On the Refinancing Rate of June 23, 2015”*. Available at: <https://www.cba.am/EN/pmessagesannouncements/minutes%20June%202015.pdf>.

Central Bank of Armenia (CBA) (2015b) *Monetary Bulletin (June 2015)*. Available at: <https://www.cba.am/EN/pperiodicals/tex-06.15-eng.pdf>.

Commission of the European Communities (1990) One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union. *European Economy*, 44, October. Available at: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication7454_en.pdf.

Dabla-Norris, E. and Floerkemeier, H. (2006) Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Armenia: Evidence from VAR Analysis. *IMF Working Paper*, 06/248. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06248.pdf>.

Demiralp, S. and Hoover, K. D. (2003) Searching for the Causal Structure of a Vector Autoregression. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 65, pp. 745–767.

Edwards, R. (1985) *International Monetary Collaboration*. Dobbs Ferry, New York: Transnational Publishers.

Egert, B. and MacDonald, R. (2009) Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the Surveyable. *Journal of Economic Surveys*, 23 (2), pp. 277–327.

Ferrero, A. (2009) Fiscal and Monetary Rules for a Currency Union. *Journal of International Economics*, 77 (1), pp. 1–10.

Gali, J. and Monacelli, T. (2008) Optimal Monetary and Fiscal Policy in a Currency Union. *Journal of International Economics*, 76 (1), pp. 116–132.

Ghosh, A. R., Ostry, J. D. and Qureshi, M. S. (2014) Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment. *IMF Working Paper*, 14/11. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1411.pdf>.

Hoover, K. D., Demiralp, S. and Perez, S. J. (2009) Empirical Identification of the Vector Autoregression: The Causes and Effects of US M2. In: Castle, J. L. and Shephard, N. (eds.) *The Methodology and Practice of Econometrics*. Oxford: Oxford University Press. Pp. 37–58.

International Monetary Fund (2007) Eastern Caribbean Currency Union: 2006 Regional Discussion — Staff Report. *IMF Country Report*, 07/96, March. Washington, DC: International Monetary Fund.

International Monetary Fund (2014a) *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/nft/2014/areaers/ar2014.pdf>.

International Monetary Fund (2014b) Republic of Kazakhstan. *IMF Country Report*, 14/242. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr14242.pdf>.

International Monetary Fund (2015) Kyrgyz Republic. *IMF Country Report*, 15/113. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr15113.pdf>.

International Monetary Fund (2016) Republic of Armenia. *IMF Country Report*, 16/246. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16246.pdf>.

Isakova, A. (2008) Monetary Policy Efficiency in the Economies of Central Asia. *Czech Journal of Economics and Finance*, 58 (11–12), pp. 525–553.

Ize, A. and Yeyati, E. L. (2003) Financial Dollarization. *Journal of International Economics*, 59, pp. 323–347.

Jamilov, R. (2012) Channels of Monetary Transmission in the CIS. The Central Bank of the Republic of Azerbaijan. *MPRA Paper*, 39568. Available at: https://mpra.ub.uni-muenchen.de/39568/1/MPRA_paper_39568.pdf.

Jenish, N. and Kyrgyzbaeva, A. (2012) On the Possibility of Inflation Targeting in Kyrgyzstan. *EERC Working Paper*, 12/10. Available at: https://eercnetwork.com/default/download/creator/working_papers/file/d37184be1658b99c22c9909f3c148b0910f97741.pdf.

Juhász, R. (2008) The Optimal Rate of Inflation and the Inflation Target: International Experience and the Hungarian Perspective. *MNB Bulletin*, 3 (2), pp. 30–37.

Kim, S. and Roubini, N. (2000) Exchange Rate Anomalies in the Industrial Countries: A Solution with a Structural VAR Approach. *Journal of Monetary Economics*, 45 (3), pp. 561–586.

Maslov, A. (2012) Inflationary Handicap of the Monetary Transmission Mechanism: Evidence from Russia. *Journal of Economic Regulation*, 4 (3), pp. 109–124.

Mishra, P. and Montiel, P. J. (2013) How Effective is Monetary Transmission in Low-Income Countries? A Survey of the Empirical Evidence. *Economic Systems*, 37 (2), pp. 187–216.

Ocampo, J. A. (2006) Regional Financial Cooperation: Experiences and Challenges. In: Ocampo, J. A. (ed.) *Regional Financial Cooperation*. Washington, DC: Brookings Institution Press. Pp. 1–39.

Ocampo, J. A. and Titelman, D. (2009) Subregional Financial Cooperation: The South American Experience. *Journal of Post-Keynesian Economics*, 32 (2), pp. 249–268.

Ostry, J. D., Ghosh, A. R. and Chamon, M. (2012) Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies. *IMF Staff Discussion Note*, 12/01. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1201.pdf>.

- Pappa, E. (2012) Fiscal Policy in the European Monetary Union. *Els Opusclesdel CREI*, 32.
- Rodden, J. (2002) The Dilemma of Fiscal Federalism: Grants and Fiscal Performance around the World, *American Journal of Political Science*, 46 (3), pp. 670–687.
- Rose, A. (2008) Is EMU Becoming an Optimum Currency Area? The Evidence on Trade and Business Cycle Synchronization, *Mimeo*. Available at: <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/emumetaecb.pdf>.
- Rosero, L. D. (2014) Regional Pooling of International Reserves: The Latin American Reserve Fund in Perspective. *Latin American Policy*, 5 (1), pp. 62–86.
- Sims, C. A., Stock, J. H. and Watson, M. W. (1990) Inference in Linear Time Series Models with Some Unit Roots. *Econometrica*, 58 (1), pp. 13–144.
- Spirtes, P., Glymour, C. and Scheines, R. (2000) *Causation, Prediction, and Search*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Tulip, P. (2014) Fiscal Policy and the Inflation Target. *Reserve Bank of Australia Discussion Papers*, 2014–02. Available at: <http://www.rba.gov.au/publications/rdp/2014/pdf/rdp2014-02.pdf>.
- UNCTAD (2007) *Trade and Development Report, 2007*. Available at: http://unctad.org/en/docs/tdr2007_en.pdf.
- Williamson, J. (ed.) (1994) *Estimating Equilibrium Exchange Rates*. Washington, DC: Institute of International Economics.
- Wyplosz, Ch. (2013) Europe's Quest for Fiscal Discipline. *Economic papers*, 498. Available at: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/pdf/ecp498_en.pdf.

ПРИЛОЖЕНИЕ. ИСХОДНЫЕ ДАННЫЕ ДЛЯ АНАЛИЗА КАНАЛОВ
МОНЕТАРНОЙ ТРАНСМИССИИ

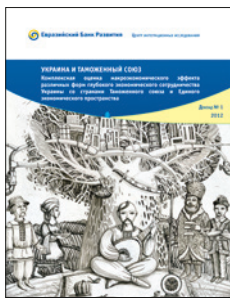
Основным источником данных для анализа каналов монетарной трансмиссии была база данных международной финансовой статистики МВФ (IFS). В случае отсутствия в базе необходимой информации были использованы данные, взятые из национальных статистических источников — публикаций статистических комитетов и центральных (национальных) банков. В анализе были использованы переменные, описывающие динамику реального ВВП, инфляции, денежных агрегатов, денежной базы, обменного курса, ключевой процентной ставки центрального банка и других процентных ставок.

Переменная	Период	Описание	Источник	Примечание
Армения				
gdp	1998q1–2015q2	Реальный ВВП в ценах 2005 г.	Национальная статистическая служба Армении	Для 1998–2004, 2012–2015 гг. расчет по темпам роста
cpi	1995q1–2015q2	Индекс потребительских цен, 2010 г. = 100%	IFS	
ner	1995q1–2015q2	Номинальный обменный курс к USD, среднее значение за квартал	IFS	
cbr	1995q1–2015q2	Ставка репо, конец периода	IFS	
ibr	1995q4–2015q2	Ставка межбанковского рынка, средняя за квартал	IFS	
lor	1995q1–2015q2	Ставка по краткосрочным кредитам, средняя за квартал	IFS, Центральный банк Армении	
m1, m2, m2x	1995q1–2015q2	Денежные агрегаты, конец периода	IFS, Центральный банк Армении до 2001 г.	
mb	1995q1–2015q2	Денежная база, конец периода	Центральный банк Армении	
Беларусь				
rgdp	1995q1–2014q4	Реальный ВВП в ценах 2009 г.	Национальный статистический комитет Беларуси (Белстат)	
cpi	1995q1–2014q4	Индекс потребительских цен, 2009 г. = 100%	Белстат	
ner	1995q1–2014q4	Номинальный средневзвешенный обменный курс к USD, среднее значение за квартал	Национальный банк Беларуси	Для 2011 г. скорректирован с учетом множественности курсов

Таблица А. Переменные и источники данных

Переменная	Период	Описание	Источник	Примечание
NIRR	1995q1–2014q4	Ставка рефинансирования, средняя за квартал	Национальный банк Беларуси	
m2	1995q1–2014q4	Денежный агрегат M2, среднее значение за квартал	Национальный банк Беларуси	
mb	1995q1–2014q4	Денежная база, среднее значение за квартал	Национальный банк Беларуси	
Казахстан				
gdp	1995q1–2015q2	Реальный ВВП в ценах 2000 г.	Комитет по статистике	Для 2014–2015 гг. расчет по кумулятивным темпам роста
cri	1995q1–2015q2	Индекс потребительских цен, 2010 г. = 100%	IFS	
ner	1995q1–2015q2	Номинальный обменный курс к USD, среднее значение за квартал	IFS	
cbr	1995q1–2015q2	Ставка репо, конец периода	IFS	
lor	1996q4–2015q2	Ставка по кредитам юрлицам на 1–3 месяца, конец периода	Национальный Банк Казахстана	
m1, m2, m3	1995q4–2015q2	Денежные агрегаты, конец периода	IFS	
mb	1995q4–2015q2	Денежная база, конец периода	IFS	
Кыргызстан				
gdp	2000q1–2015q2	Реальный ВВП в ценах 2000 г.	Национальный статистический комитет	Для 2014–2015 гг. расчет по кумулятивным темпам роста
cri	1995q1–2015q2	Индекс потребительских цен, 2010 г. = 100%	IFS	
ner	1995q1–2015q2	Номинальный обменный курс к USD, среднее значение за квартал	IFS	
cbr	1998q4–2015q2	Ставка репо, конец периода	IFS	
ibr	1997q2–2015q2	Ставка межбанковских кредитов, по последней операции в квартале	Национальный банк Кыргызстана	
lor	1996q1–2015q2	Ставка по новым кредитам на 1–3 месяца, конец периода	Национальный банк Кыргызстана	
m2x	1995q3–2015q2	Денежные агрегаты, конец периода	IFS, Национальный банк	До 2005 г. сумма денег и квазиденег (НБКР)
mb	1995q3–2015q2	Денежная база, конец периода	IFS, Национальный банк	До 2003 г. резервные деньги (IFS)

Переменная	Период	Описание	Источник	Примечание
Россия				
gdp	1995q1–2015q2	Реальный ВВП в ценах 2008 г.	Федеральная служба государственной статистики	
cri	1995q1–2015q2	Индекс потребительских цен, 2010 г. = 100%	IFS	
ner	1995q1–2015q2	Номинальный обменный курс к USD, среднее значение за квартал	IFS	
cbr	1995q1–2015q2	Ставка рефинансирования и репо, конец периода	Центральный банк России	С 2013q3 ставка репо
ibr	1995q1–2015q2	Ставка однодневного межбанковского кредитования (MIACR-IG), средняя за период	IFS, Центральный банк России	
lor	1995q1–2015q2	Ставка по новым кредитам на 1–3 месяца, конец периода	IFS	
m2, m3	1995q2–2015q2	Денежные агрегаты, конец периода	IFS	
mb	1995q2–2015q2	Денежная база, конец периода	IFS	
Цена на нефть				
oil	1995q1–2015q2	Индекс цены на нефть (WTI), 2009 г. = 100%	IFS	

**Доклад № 1**

Комплексная оценка макроэкономического эффекта различных форм глубокого экономического сотрудничества Украины со странами Таможенного союза и Единого экономического пространства в рамках ЕврАзЭС

Целью исследования стало определение макроэкономического эффекта создания Таможенного союза и Единого экономического пространства России, Беларуси и Казахстана, определение состояния и перспектив развития интеграционных связей Украины со странами Таможенного союза.

На русском и английском языках.

www.eabr.org/r/research/analytcs/centre/projects/ukraine/

**Доклад № 2**

Развитие региональной интеграции в СНГ и Центральной Азии: обзор литературы

Работа обобщает как международные исследования в области региональной интеграции на территории бывшего Советского Союза, так и русскоязычные материалы.

На русском и английском языках.

www.eabr.org/r/research/analytcs/centre/projects/CIS_CentralAsia/

**Доклад № 3**

Трудовая миграция в ЕАП: анализ экономического эффекта и институционально-правовых последствий соглашений Единого экономического пространства в области трудовой миграции

В докладе содержится анализ экономического и социального эффекта соглашений ЕАП в области трудовой миграции, их влияния на интенсивность трудовых миграционных процессов, на рынок и производительность труда, а также на развитие хозяйственной деятельности в регионе и укрепление региональных экономических связей.

www.eabr.org/r/research/analytcs/centre/projects/labour_migration/

**Доклад № 4**

Интеграционный барометр ЕАБР — 2012

Доклад представляет результаты комплексного исследования интеграционных предпочтений и ориентаций населения стран постсоветского пространства, основанного на мониторинговом изучении общественного мнения по вопросам интеграции.

На русском и английском языках.

http://www.eabr.org/r/research/centre/projects/CII/integration_barometer/

**Доклад № 5**

Риски для государственных финансов государств — участников СНГ в свете текущей мировой нестабильности

Авторы доклада на основе богатого эмпирического материала раскрывают одну из актуальных проблем — влияние повышенной турбулентности в мировой экономике на государственные финансы стран СНГ.

<http://www.eabr.org/r/research/centre/projects/CII/risks/>

**Доклад № 6**

Мониторинг взаимных инвестиций в СНГ

Мониторинг взаимных инвестиций поможет компаниям ориентироваться в бизнес-пространстве стран региона, а государствам — продвигать взаимовыгодную отраслевую кооперацию.

На русском и английском языках.

http://www.eabr.org/r/research/centre/projects/CII/invest_monitoring/

**Доклад № 7**

Таможенный союз и приграничное сотрудничество Казахстана и России

В докладе представлен анализ торговых и производственных связей приграничных регионов РФ и РК, определены основные игроки и инвесторы, а также наиболее привлекательные секторы экономики.

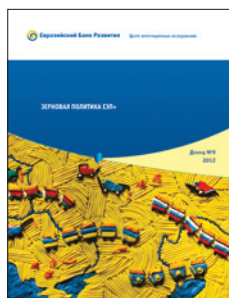
http://www.eabr.org/r/research/centre/projects/CII/KAZ_RUS/

**Доклад № 8**

Единая торговая политика и решение модернизационных задач ЕАП

В докладе проанализированы основные экономические риски, возникающие при согласовании участниками ЕАП внешнеторговой политики, сформулированы предложения по направлениям Единой торговой политики ЕАП и определены меры ее согласованной реализации.

http://www.eabr.org/r/research/centre/projects/CII/trade_policy/

**Доклад № 9**

Зерновая политика ЕАП+

В докладе «Зерновая политика ЕАП+» с системной точки зрения рассмотрены тенденции развития зернового сектора и действующих политик развития и регулирования зернового рынка стран — участниц ЕАП, Украины и ряда других стран регионального зернового сектора.

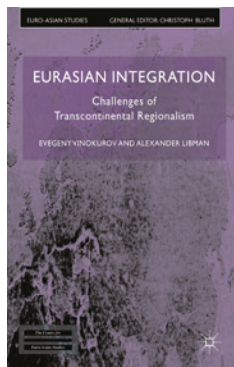
http://www.eabr.org/r/research/centre/projects/CII/grain_policy/

**Евразийская континентальная интеграция**

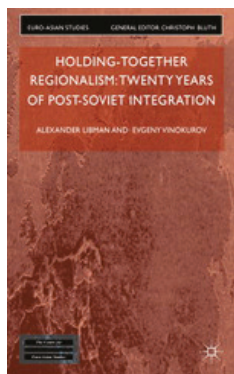
Е. Винокуров, А. Либман

«Винокуров и Либман собрали и обработали гигантский объем информации по евразийской экономической интеграции. Их книга на высоком научном уровне и в доступной форме раскрывает тему, лежащую в основе глобальной экономической и политической трансформации в XXI веке».

Йоханнес Линн, Брукингский институт
<http://www.eabr.org/r/research/centre/monographs/>



Eurasian Integration: Challenges of Transcontinental Regionalism
 Evgeny Vinokurov, Alexander Libman
 Basingtoke: Palgrave Macmillan
 В книге анализируются интеграционные процессы Евразийского континента. Характерной чертой данной монографии является континентальный подход к исследованию, рассматривающий наиболее быстро растущие регионы мира, а также экономические и политические связи в Евразии, находящиеся в процессе становления и до сих пор не подвергнутые глубокому анализу. В фокусе исследования — экономические связи на субнациональном, национальном и транснациональном уровнях.
<http://www.eabr.org/r/research/centre/monographs/>

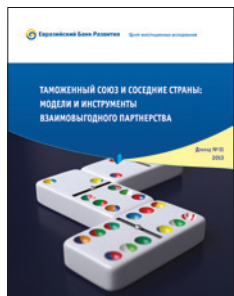


Holding-Together Regionalism: Twenty Years of Post-Soviet Integration
 Evgeny Vinokurov, Alexander Libman
 Basingtoke: Palgrave Macmillan
 В течение всего лишь одного поколения постсоветский политический и социально-экономический ландшафт претерпел огромные изменения. Спустя 20 лет после распада СССР авторы книги предлагают подробный обзор, анализ, а также объяснение одного из самых сложных и запутанных вопросов постсоветской эры — вопроса интеграции этого тесно взаимосвязанного региона.
<http://www.eabr.org/r/research/centre/monographs/>

2013 год



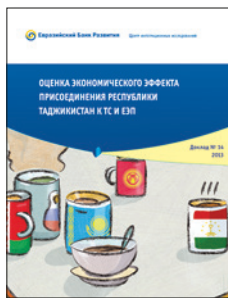
Доклад № 10
Технологическая кооперация и повышение конкурентоспособности в ЕЭП
 В докладе оценивается состояние технологической кооперации и корпоративной интеграции между экономиками ЕЭП и формулируются предложения, направленные на повышение конкурентоспособности ЕЭП в системе международного разделения труда.
http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/technological_coordination/



Доклад № 11
Таможенный союз и соседние страны: модели и инструменты взаимовыгодного партнерства
 Доклад предлагает широкую палитру подходов к выстраиванию гибкого и прагматичного интеграционного взаимодействия между ТС/ЕЭП и странами Евразийского континента.
http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/cu_and_neighbors/



Доклад № 13
Последствия вступления Кыргызстана в Таможенный союз и ЕЭП для рынка труда и человеческого капитала страны
 Работа фокусируется на анализе трудовой миграции из Кыргызстана, а также на эффектах возможного вступления Кыргызстана в ЕЭП применительно к потокам трудовых ресурсов, объемам денежных переводов, конъюнктуре рынка труда и подготовке кадров.
http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/labor_migration_kyrgyzstan_cu/



Доклад № 14
Оценка экономического эффекта присоединения Таджикистана к ТС и ЕЭП
 Доклад содержит детальный экономический анализ с применением различных моделей и методов.
http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/Tajikistan_CU_SES/



Доклад № 15
Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ — 2013
 Доклад содержит новые результаты совместного исследовательского проекта Центра интеграционных исследований ЕАБР и Института мировой экономики и международных отношений РАН, нацеленного на ведение и развитие базы данных мониторинга взаимных прямых инвестиций в странах СНГ и Грузии. Представлена общая характеристика взаимных инвестиций в СНГ по состоянию на конец 2012 года.
 На русском и английском языках.
http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/invest_monitoring/



Доклад № 16
Интеграционный барометр ЕАБР — 2013
 Доклад представляет результаты комплексного исследования интеграционных предпочтений и ориентаций населения стран постсоветского пространства, основанного на мониторинговом изучении общественного мнения по вопросам интеграции.
 На русском и английском языках.
http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/integration_barometer/



Доклад № 17
Приграничное сотрудничество регионов России, Беларуси и Украины
 Сотрудничество приграничных регионов трех государств имеет большой потенциал, однако границы и существующие барьеры являются серьезным фактором фрагментации экономического пространства в регионе.
<http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/project16/>



Доклад № 18
Экономическая и технологическая кооперация в разрезе секторов ЕЭП и Украины
 Авторы доклада изучили систему отраслевых и межотраслевых связей между экономиками стран ЕЭП и Украиной и пришли к выводу, что кооперационные связи между предприятиями сохранились практически во всех сегментах обрабатывающих производств, а в некоторых отраслях машиностроения это сотрудничество носит базальтернативный характер.
 На русском и английском языках.
<http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/project17/>

**Доклад № 19****Мониторинг прямых инвестиций Беларуси, Казахстана, России и Украины в странах Евразии**

Проект МПИ-Евразия расширяет границы еще одного исследования Центра интеграционных исследований ЕАБР — Мониторинга взаимных прямых инвестиций в странах СНГ. *На русском и английском языках.*

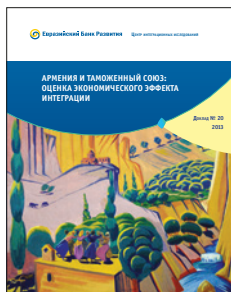
<http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/project18/>

**Доклад № 25****Интеграционный барометр ЕАБР — 2014**

Результаты третьей волны исследования предпочтений населения стран СНГ по различным аспектам евразийской интеграции позволяют сделать вывод: идет дальнейшее оформление и кристаллизация «интеграционного ядра» Евразийского экономического союза (ЕАЭС). Участие в опросе приняли более 13 тысяч граждан 10 стран СНГ и Грузии — от одной до двух тысяч человек в каждой стране.

На русском и английском языках.

http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=42459&linked_block_id=0

**Доклад № 20****Армения и Таможенный союз: оценка экономического эффекта интеграции**

Целью исследования являются анализ и общая оценка макроэкономического эффекта в различных сценариях взаимодействия Армении с Таможенным союзом.

На русском и английском языках.

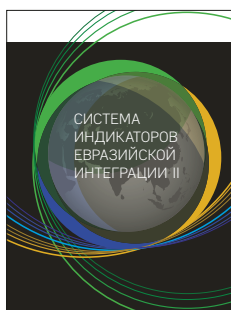
<http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/project19/>

**Доклад № 26****Мониторинг взаимных инвестиций СНГ — 2014**

Пятый отчет о результатах многолетнего исследовательского проекта, посвященного мониторингу взаимных прямых инвестиций в странах СНГ и Грузии. Доклад содержит детальные сведения по масштабам и структуре взаимных инвестиций стран СНГ к концу 2013 года. В докладе представлена информация о важнейших тенденциях первой половины 2014 года, включая ситуацию на Украине и ее влияние на российские прямые инвестиции в этой стране. Также в докладе представлен анализ перспектив взаимных прямых инвестиций стран Евразийского экономического союза.

На русском и английском языках.

http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=42828&linked_block_id=0

2014 год**Система индикаторов евразийской интеграции**

СИЕИ представляет собой комплексную систему оценки статистики и динамики региональной интеграции, состоящую из ряда индексов, охватывающих различные аспекты экономической, политической и социальной интеграции.

На русском и английском языках.

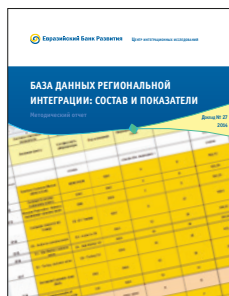
http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/siei/index.php?id_16=37608projectsandreportsCIS/siei/index.php?id_16=37610

**Доклад № 23****Количественный анализ экономической интеграции Европейского союза и Евразийского экономического союза: методологические подходы**

Целью доклада является обсуждение и анализ экономической интеграции в Евразии как в континентальном масштабе «от Лиссабона до Шанхая», так и в измерении ЕС-ЕАЭС «от Лиссабона до Владивостока».

На русском и английском языках.

<http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/project20/>

**Доклад № 27****База данных региональной интеграции**

Данный проект имеет прикладной характер и представляет собой создание регулярно обновляемой специализированной базы данных наиболее значимых экономических региональных интеграционных объединений (РИО) и соглашений, действующих в мире.

На русском и английском языках.

http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=41398&linked_block_id=0

**Доклад № 24****Мобильность пенсий в рамках Евразийского экономического союза и СНГ**

В докладе эксперты оценили перспективы внедрения в регионе эффективных механизмов, призванных решить проблемы пенсионного обеспечения трудовых мигрантов.

<http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/project21/>

**Доклад № 28****Мониторинг прямых инвестиций Беларуси, Казахстана, России и Украины в странах Евразии — 2014**

Второй отчет о результатах многолетнего исследовательского проекта, посвященного мониторингу прямых инвестиций Беларуси, Казахстана, России и Украины в Евразии вне СНГ. Доклад содержит детальные сведения по масштабам и структуре прямых инвестиций четырех крупнейших экономик СНГ в Евразии вне СНГ к концу 2013 года.

На русском и английском языках.

http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=45023&linked_block_id=0



Доклад № 29

Оценка экономических эффектов отмены нетарифных барьеров в ЕАЭС

ЦИИ ЕАБР впервые дал развернутую оценку влияния нетарифных барьеров (НТБ) на взаимную торговлю в ЕАЭС и рекомендации по их устранению. В ходе исследования НТБ разбивались на две группы. К первой были отнесены такие нетарифные барьеры, как санитарные и фитосанитарные меры, технические барьеры в торговле, квоты, запреты и меры количественного контроля. Ко второй — меры ценового контроля и меры, влияющие на конкуренцию.

На русском и английском языках.

http://eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=47861&linked_block_id=0



Доклад № 32

Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ — 2015

Согласно шестому докладу многолетнего исследовательского проекта, падение объемов взаимных прямых иностранных инвестиций (ПИИ) стран СНГ на конец 2014 года составило \$6.3 млрд, или 12% к уровню предыдущего года. Одним из главных факторов обвала всех взаимных ПИИ в СНГ является дестабилизация экономической и политической ситуации в Украине. При этом на фоне значимого сокращения инвестиционной активности в СНГ молодое интеграционное объединение — Евразийский экономический союз (ЕАЭС) — демонстрирует стабильность. Даже в условиях девальвации национальных валют взаимные ПИИ в регионе ЕАЭС в течение 2014 года увеличились с \$24.8 млрд до \$25.1 млрд. Во многом положительная динамика инвестиционных потоков в ЕАЭС объясняется взаимодействием и укреплением интеграционного взаимодействия.

На русском и английском языках.

http://eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=48975



Доклад № 30

Оценка влияния нетарифных барьеров в ЕАЭС: результаты опросов предприятий

Доклад представляет читателю результаты первого этапа исследования, посвященного оценке экономических эффектов отмены нетарифных барьеров (НТБ) в торговле между государствами — участниками Таможенного союза. В исследовании представлены результаты опросов и интервью с экспортирующими товары и услуги на рынки Таможенного союза предприятиями и компаниями Беларуси, Казахстана и России.

На русском и английском языках.

http://eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=47862&linked_block_id=0



Доклад № 33

Интеграционный барометр ЕАБР — 2015

Результаты четвертой волны исследования интеграционных предпочтений в странах СНГ позволяют сделать вывод о том, что идет дальнейшее укрепление «интеграционного ядра» ЕАЭС. В Казахстане, России и Кыргызстане уровень одобрения ЕАЭС зафиксирован у 78–86% населения. При этом интерес населения Беларуси и Армении к евразийской интеграции за последний год снизился. Таковы результаты ежегодного исследования Центра интеграционных исследований Евразийского банка развития (ЦИИ ЕАБР) «Интеграционный барометр ЕАБР». В 2015 году участие в опросе приняли более 11 тыс. граждан в девяти странах региона СНГ: Армении, Беларуси, Грузии, Казахстане, Кыргызстане, Молдове, России, Таджикистане и Украине.

На русском и английском языках.

http://eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=48996&linked_block_id=0

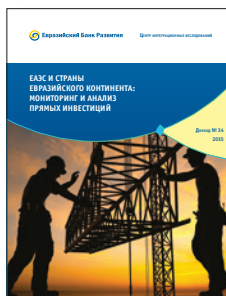


Доклад № 31

Трудовая миграция и трудоемкие отрасли в Кыргызстане и Таджикистане: возможности для человеческого развития в Центральной Азии

Настоящее исследование посвящено анализу миграционных потоков, трудового и производственного потенциала региона Центральной Азии на примере Кыргызстана и Таджикистана. В фокусе исследования — поиск возможностей репероентации указанных экономик с экспорта рабочей силы на экспорт трудоемких товаров и услуг.

http://eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=48785&linked_block_id=0



Доклад № 34

ЕАЭС и страны Евразийского континента: мониторинг и анализ прямых инвестиций

Доклад посвящен новым результатам проекта мониторинга прямых инвестиций в Евразии. В фокусе исследования — прямые капиталовложения в Россию, Беларусь, Казахстана, Армении, Кыргызстана, Таджикистана и Украины во всех странах Евразии за пределами СНГ и Грузии, а также встречные прямые инвестиции Австрии, Нидерландов, Турции, Ирана, Индии, Вьетнама, Китая, Республики Корея и Японии в названных семи странах СНГ.

На русском и английском языках.

http://eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=49141&linked_block_id=0

**Доклад № 35****Система анализа и макроэкономического прогнозирования Евразийского экономического союза**

Совместный доклад Евразийской экономической комиссии и Евразийского банка развития

В данной работе подводятся итоги совместной деятельности ЕАБР и ЕЭК по созданию системы прогнозирования развития экономик стран ЕАЭС с учетом социальной компоненты. Результатом проекта стал комплекс моделей, охвативший пять стран. Он позволяет анализировать экономические процессы, строить прогнозы, а также разрабатывать предложения и рекомендации по проведению оптимальной экономической политики в рамках ЕАЭС.

На русском и английском языках.

http://eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=49198&linked_block_id=0

**Доклад № 39****Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ – 2016**

Согласно седьмому докладу многолетнего исследовательского проекта, в странах СНГ сохраняется понижающийся тренд в динамике объема накопленных взаимных прямых инвестиций. По итогам 2015 года падение данного показателя составило \$2.2 млрд, или 5%. Основной причиной снижения выступает девальвация национальных валют и, соответственно, переоценка компаниями ранее осуществленных инвестиций. При этом компании держатся за свои проекты за рубежом, надеясь на лучшие времена и не продавая активы за бесценок.

На русском и английском языках.

http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/invest_monitoring/index.php?id_16=49587

**Доклад № 36****Либерализация финансового рынка Республики Беларусь в рамках ЕАЭС**

В свете формирования общего финансового рынка в рамках ЕАЭС данное исследование освещает международный опыт либерализации доступа на национальный финансовый рынок иностранных поставщиков и снятия ограничений в области трансграничного движения капитала, а также выявляет риски, с которыми может столкнуться Беларусь.

На русском и английском языках.

http://eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=49256

**Доклад № 40****Интеграционный барометр ЕАБР – 2016**

В настоящем докладе отражены результаты пятой волны исследовательского проекта «Интеграционный барометр ЕАБР».

В 2016 году в общенациональных опросах приняли участие более 8.5 тысячи человек в семи странах региона СНГ: Армении, Беларуси, Казахстане, Кыргызстане, Молдове, России, Таджикистане. Респонденты ответили в среднем на 20 вопросов, касающихся евразийской интеграции и отношения к ряду направлений экономического, политического и социокультурного взаимодействия стран региона.

На русском и английском языках.

http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/integration_barometer/index.php?id_16=49597

**Доклад № 37****Региональные организации: типы и логика развития**

Доклад представляет читателям результаты работы в рамках постоянного проекта ЦИИ ЕАБР «Мировой опыт региональной интеграции». В проекте поставлена задача системного изучения региональных интеграционных объединений по всему миру с целью применения полученных выводов для совершенствования процессов евразийской интеграции.

http://eabr.org/r/research/centre/projectsCII/regional_integration

**Доклад № 41****ЕАЭС и страны Евразийского континента: мониторинг и анализ прямых инвестиций – 2016**

Доклад посвящен новым результатам проекта мониторинга прямых инвестиций в Евразии, который является дополнением к ведущему с 2011 года мониторингу взаимных инвестиций стран СНГ. В исследовании представлен анализ прямых капиталовложений России, Беларуси, Казахстана, Армении, Кыргызстана, Азербайджана, Таджикистана и Украины во всех странах Евразии за пределами СНГ и Грузии.

На русском и английском языках.

http://eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=49718&linked_block_id=0

**Доклад № 38****Европейский союз и Евразийский экономический союз: долгосрочный диалог и перспективы соглашения**

В докладе отражены предварительные результаты концептуального анализа и поиска практических способов развития экономических отношений Европейского союза (ЕС) и Евразийского экономического союза (ЕАЭС). Работа проводится Международным институтом прикладного системного анализа (IIASA, Австрия) и Центром интеграционных исследований Евразийского банка развития (ЦИИ ЕАБР) в рамках совместного проекта «Вызовы и возможности экономической интеграции в рамках европейского и евразийского пространств».

На русском и английском языках.

http://www.eabr.org/r/research/centre/projectsCII/projects_cii/index.php?id_4=49506&linked_block_id=0

ISBN: 978-5-906-157-33-1



9 785906 157331



ЕВРАЗИЙСКАЯ
ЭКОНОМИЧЕСКАЯ
КОМИССИЯ

