

КОЛЕБАНИЯ ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ В ЕАЭС В 2014–2015 ГОДАХ: АНАЛИЗ И РЕКОМЕНДАЦИИ



КОЛЕБАНИЯ ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ В ЕАЭС В 2014–2015 ГОДАХ: АНАЛИЗ И РЕКОМЕНДАЦИИ

Доклад № 44



Центр интеграционных исследований

Санкт-Петербург

2017

УДК 336.1+332.1
ББК 65.049.65.26

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:	М.А. Тринда

Авторы: к.э.н. М. В. **Демиденко** (ЦИИ ЕАБР), М. **Ковач**, PhD (OGResearch),
Д. А. **Коршунов**, MBA (ЦИИ ЕАБР), к.э.н. И. В. **Пелипась**, к.э.н. И. Э. **Тоцицкая**
(Исследовательский центр ИПМ).

Руководитель проекта – к.э.н. М. В. **Демиденко** (ЦИИ ЕАБР), demidenko_mv@eabr.org.

Колебания валютных курсов в ЕАЭС в 2014–2015 годах: анализ и рекомендации. –
СПб.: ЦИИ ЕАБР, 2017. – 78 с.

ISBN 978-5-906157-36-2

В докладе анализируются последствия шока от падения цен на сырье для экономик государств – членов Евразийского экономического союза и принятые странами меры монетарной политики для стабилизации экономики. На этой основе оцениваются механизмы, которые позволили бы снизить волатильность обменных курсов. На базе ряда методик определяются направления монетарной политики, следуя которым можно было бы снизить волатильность макропоказателей экономик ЕАЭС.

Электронная версия доклада доступна на сайте Евразийского банка развития:
<https://eabr.org/analytics/integration-research/cii-reports/>.

УДК 336.1+332.1
ББК 65.049.65.26

ISBN 978-5-906157-36-2

© Евразийский банк развития, 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 14.06.2017.
Гарнитура Helvetica, Petersburg. Формат 205x260 мм. Тираж 400 экз.
Отпечатано в типографии «Моби Дик». ООО «Первый издательско-полиграфический холдинг», Санкт-Петербург, ул. Менделеевская, 9.

СОДЕРЖАНИЕ

СПИСОК ТАБЛИЦ И РИСУНКОВ	4
АКРОНИМЫ И СОКРАЩЕНИЯ.	6
АНАЛИТИЧЕСКОЕ РЕЗЮМЕ	7
ВВЕДЕНИЕ	12
1. АНАЛИЗ ПОСЛЕДСТВИЙ ШОКА ПАДЕНИЯ НЕФТЯНЫХ ЦЕН НА ЭКОНОМИКИ ГОСУДАРСТВ – ЧЛЕНОВ ЕАЭС	14
1.1. Анализ макроэкономических последствий от падения цен на нефть	14
1.2. Предпринятые меры монетарной политики для стабилизации экономики.	24
1.3. Анализ динамики и взаимного влияния курсов национальных валют в государствах – членах ЕАЭС	26
2. КУРСОВАЯ ПОЛИТИКА В ГОСУДАРСТВАХ – ЧЛЕНАХ ЕАЭС: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ	40
2.1. Причины изменений валютных курсов: теоретический аспект	40
2.2. Варианты проведения курсовой политики в государствах – членах ЕАЭС: модельные расчеты	41
3. УРОКИ КРИЗИСА 2014–2015 ГОДОВ ПО СГЛАЖИВАНИЮ РЕЗКИХ ВЗАИМНЫХ КОЛЕБАНИЙ КУРСОВ НАЦИОНАЛЬНЫХ ВАЛЮТ	56
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	68
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	70
ПРИЛОЖЕНИЕ	72

СПИСОК ТАБЛИЦ И РИСУНКОВ

Таблица 1.1. Прямые инвестиции резидентов Российской Федерации за рубеж, \$ млн (по данным платежного баланса – сальдо операций)	21
Таблица 1.2. Объемы накопленных прямых инвестиций резидентов Российской Федерации за рубеж, \$ млн.	22
Таблица 1.3. Меры монетарной политики государств – членов ЕАЭС по стабилизации экономики в 2014–2015 годах	24
Таблица 1.4. Коэффициент корреляции между изменениями обменных курсов к доллару США в годовом исчислении	30
Таблица 1.5. Средние коэффициенты корреляции обменных курсов к доллару США (скользящее окно)	31
Таблица 1.6. Среднеквадратическое отклонение обменных курсов по отношению к российскому рублю.	32
Таблица 1.7. Эффект переноса номинального обменного курса на инфляцию в государствах – членах ЕАЭС (на основе структурной VAR)	36
Таблица 2.1. Факторы, влияющие на волатильность обменного курса.	40
Таблица 3.1. Режимы валютного курса крупнейших стран – экспортеров нефти и доля топливно-энергетических товаров в структуре экспорта, % (на май 2014 года)	59
Таблица П1. Переменные и источники данных	72
Таблица П2. Спецификации SVAR	73
Рисунок А. Динамика ВВП государств – членов ЕАЭС, %	8
Рисунок В. Динамика экспорта государств – членов ЕАЭС в Россию в текущих ценах год к году, %	8
Рисунок 1.1. Динамика ВВП государств – членов ЕАЭС, %	15
Рисунок 1.2. Динамика валового накопления основного капитала, %	15
Рисунок 1.3. Динамика расходов домашних хозяйств на конечное потребление на душу населения, %	16
Рисунок 1.4. Денежные переводы в государства – члены ЕАЭС, \$ млрд	16
Рисунок 1.5. Денежные переводы государств – членов ЕАЭС, % ВВП	17
Рисунок 1.6. Динамика экспорта государств – членов ЕАЭС в текущих ценах год к году, %	17
Рисунок 1.7. Динамика экспорта в постоянных ценах год к году, %	18
Рисунок 1.8. Динамика экспорта государств – членов ЕАЭС в Россию в текущих ценах год к году, %	18
Рисунок 1.9. Динамика импорта государств – членов ЕАЭС в текущих ценах год к году, %	19
Рисунок 1.10. Динамика импорта в постоянных ценах год к году, %	19
Рисунок 1.11. Сальдо текущего счета, \$ млрд	20
Рисунок 1.12. Сальдо текущего счета, % ВВП	20
Рисунок 1.13. Инфляция, % декабрь к декабрю	23
Рисунок 1.14. Дефицит/профицит бюджета сектора государственного управления, % ВВП.	23
Рисунок 1.15. Валовой долг органов государственного управления, % ВВП	24
Рисунок 1.16. Номинальный обменный курс по отношению к доллару США, % (нормализованные данные, август 2014 года = 100)	28
Рисунок 1.17. Реальные эффективные обменные курсы, % (август 2014 года = 100%, положительные значения означают укрепление курса)	28
Рисунок 1.18. Обменные курсы по отношению к доллару США (нормализованное среднее значение за период = 100).	29

Рисунок 1.19. Коэффициент корреляции обменных курсов к доллару США (двухгодичное скользящее окно)	32
Рисунок 1.20. Среднеквадратическое отклонение обменных курсов по отношению к российскому рублю, %	33
Рисунок 1.21. Функции импульсных откликов индекса потребительских цен и номинального обменного курса на шок номинального обменного курса	34
Рисунок 1.22. Влияние снижения цены на нефть на динамику номинальных обменных курсов в государствах – членах ЕАЭС	38
Рисунок 1.23. Влияние роста номинального обменного курса российского рубля на динамику номинальных обменных курсов в государствах – членах ЕАЭС	39
Рисунок 2.1. Импульсные реакции для Армении: реакция на комплексный ретроспективный шок в рамках разных режимов обменного курса	43
Рисунок 2.2. Импульсные реакции для Беларуси: реакция на комплексный ретроспективный шок в рамках разных режимов обменного курса	44
Рисунок 2.3. Импульсные реакции для Казахстана: реакция на комплексный ретроспективный шок в рамках разных режимов обменного курса	45
Рисунок 2.4. Импульсные реакции для Кыргызстана: реакция на комплексный ретроспективный шок в рамках разных режимов обменного курса	46
Рисунок 2.5. Общая дисперсия в рамках разных режимов обменного курса в Армении	50
Рисунок 2.6. Общая дисперсия в рамках разных режимов обменного курса в Беларуси	50
Рисунок 2.7. Общая дисперсия в рамках разных режимов обменного курса в Казахстане	51
Рисунок 2.8. Общая дисперсия в рамках разных режимов обменного курса в Кыргызстане	51
Рисунок 2.9. Армения: разность между показателями условной дисперсии для промежуточного режима и режима привязки для инфляции, п. п.	52
Рисунок 2.10. Армения: разность между показателями условной дисперсии для промежуточного режима и режима привязки для ВВП, п. п.	52
Рисунок 2.11. Беларусь: разность между показателями условной дисперсии для промежуточного режима и режима привязки для инфляции, п. п.	53
Рисунок 2.12. Беларусь: разность между показателями условной дисперсии для промежуточного режима и режима привязки для ВВП, п. п.	53
Рисунок 2.13. Казахстан: разность между показателями условной дисперсии для промежуточного режима и режима привязки для инфляции, п. п.	54
Рисунок 2.14. Казахстан: разность между показателями условной дисперсии для промежуточного режима и режима привязки для ВВП, п. п.	54
Рисунок 2.15. Кыргызстан: разность между показателями условной дисперсии для промежуточного режима и режима привязки для инфляции, п. п.	55
Рисунок 2.16. Кыргызстан: разность между показателями условной дисперсии для промежуточного режима и режима привязки для ВВП, п. п.	55
Рисунок 3.1. Цена барреля нефти марки Brent, \$, и курс российского рубля к доллару США (дневные данные)	56
Рисунок 3.2. Реальные эффективные обменные курсы в Норвегии и России (август 2014 года = 100%, рост значения означает укрепление курса)	58
Рисунок 3.3. Курс российского рубля в зависимости от цен на нефть, \$, при наличии и отсутствии покупок валюты Минфином	60

АКРОНИМЫ И СОКРАЩЕНИЯ

ABE – азиатская валютная единица

АСЕАН (ASEAN) – Ассоциация государств Юго-Восточной Азии
(Association of South-East Asia Nations)

ВВП – валовой внутренний продукт

ВНОК – валовое накопление основного капитала

ДКП – денежно-кредитная политика

ЕАБР – Евразийский банк развития

ЕАЭС – Евразийский экономический союз

ЕС – Европейский союз

ЕЭК – Евразийская экономическая комиссия

ИПЦ – индекс потребительских цен

МВФ – Международный валютный фонд

НБК – Национальный Банк Казахстана

НБКР – Национальный банк Кыргызской Республики

НОР – норма обязательного резервирования

НППС – непокрытый паритет процентных ставок

НЭОК – номинальный эффективный обменный курс

ППС – паритет покупательной способности

ЦБ РФ – Центральный банк Российской Федерации (Банк России)

ЦИИ ЕАБР – Центр интеграционных исследований Евразийского банка развития

ECU (European Currency Unit) – европейская валютная единица

IFS (International Statistics Database) – База данных международной
финансовой статистики

SVAR (Structural Vector Autoregression) – структурная векторная авторегрессия

VAR (Vector Autoregression) – векторная авторегрессия

WDI (World Development Indicators) – Показатели мирового развития

WEO (World Economic Outlook) – Обзор мировой экономики

Аналитическое резюме

Ввиду зависимости экономик государств – членов ЕАЭС от российской экономики обвал цен на нефть во второй половине 2014 года оказал влияние на все государства – члены Евразийского экономического союза. Для России и Казахстана оно напрямую было связано с резким ухудшением условий торговли, в частности сокращением доходов от экспорта углеводородов; на Армению и Кыргызстан оказали влияние вторичные эффекты: их экономики зависят от торговли с Россией и Казахстаном и денежных переводов, поступающих оттуда; Беларусь же ощутила сокращение спроса на основном экспортном рынке – России, а также снижение доходов от экспорта тех продуктов, которые вырабатывались из российской нефти.

В 2014 году у всех государств, входящих в ЕАЭС, отмечалось замедление роста экономики, которое продолжилось в 2015 году, перейдя в спад в Беларуси и России. Передача российских шоков экономикам других государств Союза происходила по нескольким каналам.

Во-первых, **рецессия в России привела к сокращению спроса на импортные товары и услуги, что негативно отразилось на объемах взаимной торговли.** В 2014–2015 годах наблюдалось резкое падение поставок на российский рынок товаров из Армении, Беларуси и Казахстана. Единственной страной, увеличившей в 2015 году экспорт в Россию, был Кыргызстан, что отчасти связано со вступлением страны в ЕАЭС.

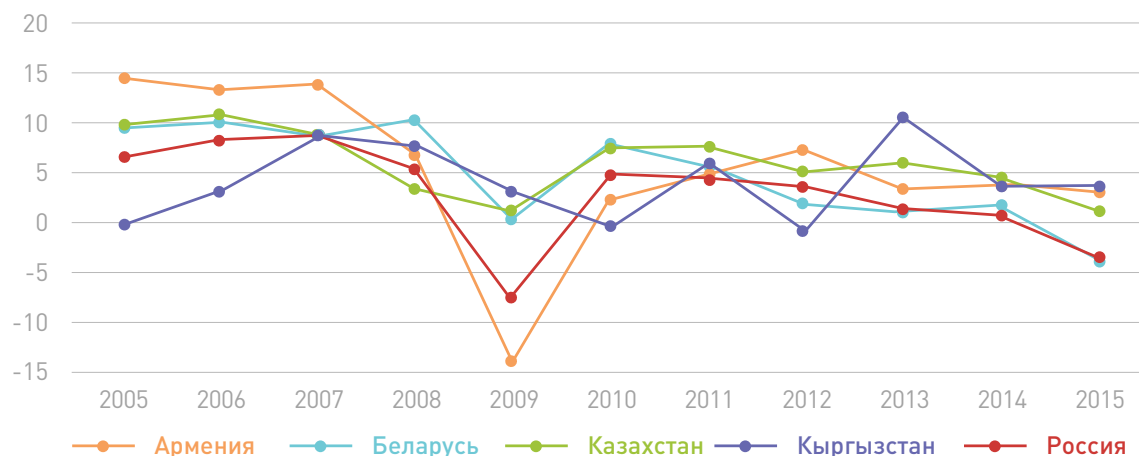
Во-вторых, помимо сокращающегося внутреннего спроса, **на объем товарооборота также негативно повлияла рассогласованная динамика обменных курсов национальных валют в 2014–2015 годах.** Коррекция номинальных обменных курсов происходила в разные периоды времени, что сказывалось на конкурентоспособности экспорта отдельных стран на рынке ЕАЭС и увеличивало макроэкономическую волатильность.

В-третьих, **негативные явления, наблюдаемые в экономиках государств Союза, отразились на потоках взаимных инвестиций.** Прямые иностранные инвестиции России в Беларусь в форме участия в капитале сократились в 2013–2015 годах в 3.7 раза, в Казахстан – в 2.3 раза, в Армению – снизились в 2015 году по сравнению с 2014 годом на 38.5% после роста в 2013–2014 годах¹. Прямые инвестиции Казахстана в экономику Кыргызстана также существенно сократились. При этом если в 2014 году снижение составило 11% (\$5.6 млн по сравнению с предыдущим периодом), то в 2015 году произошло двукратное падение (с \$46.7 млн в 2014 году до \$25.7 млн в 2015 году). В то же время вклады российских инвесторов в кыргызские компании выросли в 17.7 раза и были направлены в основном в энергетический сектор. Негативные тенденции динамики взаимных прямых инвестиций также подтверждаются данными ЦИИ ЕАБР о накопленных объемах ПИИ российских компаний в страны ЕАЭС.

¹ Стоит отметить, что влияние санкций на доступ потенциальных инвесторов к международным рынкам капитала также могло отрицательно сказаться на динамике инвестиций.

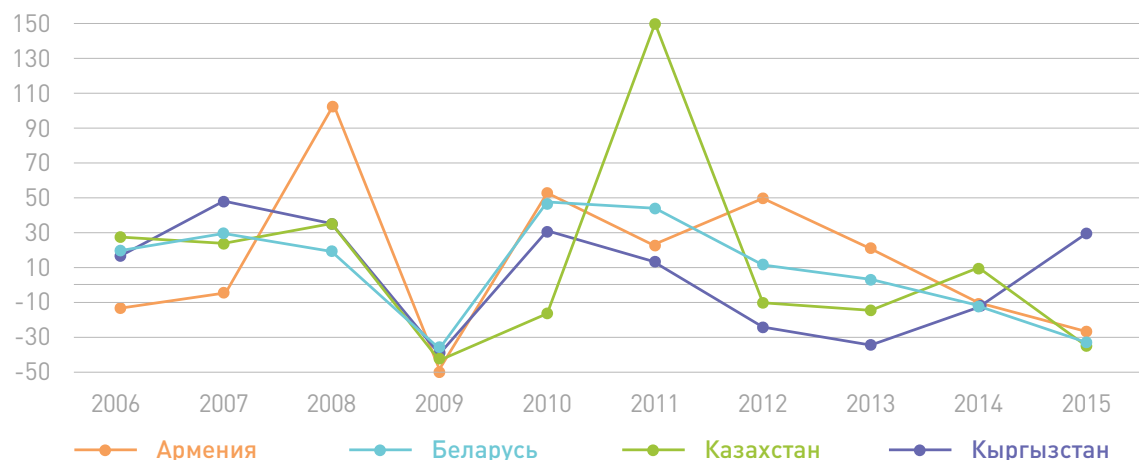
КОЛЕБАНИЯ ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ В ЕАЭС В 2014–2015 ГОДАХ:
АНАЛИЗ И РЕКОМЕНДАЦИИ

Рисунок А.
Динамика ВВП
государств – членов
ЕАЭС, %



Источник: составлено авторами на основе данных МВФ, COMTRADE.

Рисунок В.
Динамика экспорта
государств – членов
ЕАЭС в Россию
в текущих ценах
год к году, %



Источник: составлено авторами на основе данных МВФ, COMTRADE.

В-четвертых, **наблюдалось сокращение денежных переводов физическим лицам из-за рубежа, и в первую очередь из России.** Сумма денежных переводов физических лиц, осуществленных через системы денежных переводов, из России в Армению в 2015 году составила \$682 млн (против \$1416 млн в 2014 году), в Кыргызстан – \$1083 млн (против \$2026 млн годом ранее). **Несмотря на падение переводов в номинальном выражении наибольшая доля их по-прежнему приходится на переводы из России.** Так, в Армении и Кыргызстане – странах ЕАЭС с самым большим отношением переводов к ВВП – в 2015 году денежные переводы из России составили 67 и 79% общего их объема соответственно.

Для стабилизации экономики и смягчения воздействия внешних шоков государства ЕАЭС использовали меры монетарной политики. Подробные данные в разрезе

по странам и направлениям мер политики приведены в таблице 1.3. В то же время объем мер, период их реализации и эффективность различались по странам. Это отчасти было связано с силой воздействия и характером внешних шоков, а также с различиями в подходах к денежно-кредитной политике.

Анализ изменений валютных курсов в долгосрочной, среднесрочной и краткосрочной перспективе показал существенную взаимосвязь обменных курсов государств – участников ЕАЭС, которая, как отмечалось ранее, была нарушена в 2014–2015 годах. Их долгосрочная динамика в общем была однонаправленной. Достаточно высокая корреляция и низкая волатильность обменных курсов указывают на высокую степень сходства в поведении обменных курсов и меньшую подверженность давлению асимметричных шоков, что означает возможность проводить согласованную курсовую политику.

Все государства – члены ЕАЭС в той или иной степени отреагировали на обвал нефтяных цен в 2014 году ростом номинальных обменных курсов, при этом скорость такой реакции и время ее начала различались по странам. Россия перешла к плавающему курсу в конце 2014 года. Казахстан шел путем постепенных небольших корректировок номинального обменного курса до перехода на новую, более гибкую денежно-кредитную политику в августе 2015 года. Армения выбрала новый уровень мягкой привязки к доллару США после периода высокой волатильности обменного курса в последние месяцы 2014 года. Беларусь отказалась от скользящей привязки и после резкой девальвации отпустила свой рубль в сравнительно свободное плавание в начале 2015 года, в то время как Кыргызстан девальвировал свой сом плавно в последнем квартале 2014 года. **Данные свидетельствуют о том, что различные подходы к монетарной политике в рассматриваемых государствах приводили к рассогласованной краткосрочной динамике номинальных и реальных обменных курсов в результате резких изменений внешней конъюнктуры. Это вело к существенной макроэкономической волатильности в отдельных странах и создавало проблемы во взаимной торговле между участниками Союза.**

Модельные расчеты вариантов курсовой политики в странах ЕАЭС

В работе анализировалось, **какая монетарная политика и какой режим обменного курса будут способны минимизировать макроэкономическую волатильность** для государств ЕАЭС. С этой целью было исследовано функционирование различных режимов обменного курса, которые представляют разные уровни координации в сфере монетарной политики. Анализу были подвергнуты следующие режимы: (1) базовый режим, отражающий реакцию монетарной политики на инфляцию и (в меньшей степени) на динамику обменного курса доллара США; (2) промежуточный режим: в дополнение к условиям базового режима монетарная политика реагирует на динамику обменного курса российского рубля; (3) режим привязки: обменные курсы привязываются к корзине валют ЕАЭС. Во всех случаях применение разных режимов моделировалось только в отношении четырех меньших по размеру стран. При этом для России использовалось допущение, что политика преследует стандартные монетарные цели в рамках режима гибкого курсообразования.

Полученные результаты указывают на то, что в **Армении, Кыргызстане и Казахстане лучшие результаты дает промежуточная форма координации в денежно-кредитной сфере**, в рамках которой монетарная политика определенным образом реагирует на обменный курс российского рубля, но основное внимание уделяется инфляции.

Привязка обменных курсов к единой корзине валют государств – членов ЕАЭС на текущем этапе может спровоцировать рост волатильности ВВП и инфляции в трех государствах-участниках: Армении, Кыргызстане и Казахстане. Несмотря на исчезновение в этом случае внутренних финансовых шоков, будут иметь место рост отрицательного влияния волатильности цен на ресурсно-сырьевые товары и усиление влияния внешних шоков на экономику стран, что компенсирует полученный положительный эффект.

Беларусь, согласно нашему анализу, является исключением: в ней минимальные показатели волатильности ВВП и инфляции достигаются в рамках режима привязки обменного курса. Это объясняется тем, что в Беларуси в исторической ретроспективе внутренние шоки монетарной политики были намного сильнее, чем в остальных странах (на что указывают, помимо прочего, повторяющиеся периоды девальваций и очень высокой инфляции). Привязка обменного курса в этих условиях помогает «импортировать» доверие участников рынка к монетарной политике.

На основании этого мы считаем, что на данном этапе реализация режима таргетирования инфляции, формулирование правил монетарной политики с учетом реакции (помимо стандартных внутренних целей) на динамику обменного курса российского рубля могут помочь снизить уровень макроэкономической волатильности.

Предложения по сглаживанию резких взаимных колебаний курсов национальных валют в ЕАЭС

Далее рассматривалось, какие согласованные действия в области монетарной политики государства – члены Евразийского союза могли бы предпринять для сглаживания резких взаимных колебаний национальных валют. **Было проанализировано осуществление трех групп действий, разделяемых по времени их возможного внедрения (имплементации).**

К первой группе относится соблюдение всеми государствами-членами количественных критериев по инфляции, дефициту бюджета и уровню госдолга, заложенных в Договоре о ЕАЭС, влияющих на экономическую стабильность и в том числе на обменный курс, а также разработка ряда других критериев, в частности по международным резервам и уровню долларизации экономики.

В качестве меры, реализуемой в среднесрочной перспективе, в области построения общего финансового рынка предлагается создание в рамках объединения региональной платежной/клиринговой системы. Это будет способствовать расширению использования национальных валют в расчетах при взаимной торговле и снижению издержек, связанных с операциями на валютном рынке.

Следующей мерой может стать также создание специальных инструментов мониторинга, таких как **единая расчетная региональная денежная единица и соответствующие показатели отклонения от нее национальных валют**. Это даст возможность создать систему оценки степени взаимного монетарного сближения государств Союза, позволяющую отслеживать отклонения в динамике движения обменных курсов национальных валют по сравнению со средним показателем по Евразийскому союзу и получить информацию об относительной конкурентоспособности экспорта.

Если будет наблюдаться конвергенция показателей отклонения, это будет свидетельствовать об относительной стабильности взаимных колебаний обменных курсов валют. **В таком случае в качестве меры, реализуемой в долгосрочной перспективе, может быть рассмотрено создание регионального механизма, подобного Европейскому механизму валютных курсов, в форме общей корзины валют с заданным коридором колебания относительно нее.**

Введение

Шоки, с которыми столкнулись государства – члены Евразийского союза вследствие ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры в 2014–2015 годах, привели к замедлению роста экономик, перешедшему в ряде стран в спад, к сокращению взаимной торговли и инвестиций, а также к девальвации национальных валют. Шоки, воздействующие на основные экономики региона, достаточно быстро вызвали вторичные негативные эффекты в других странах.

Для стабилизации экономики и смягчения воздействия внешних шоков государства-участники использовали меры монетарной политики, которые различались по объему и времени реализации. Уровень эффективности проводимой монетарной политики и механизм ее трансмиссии между странами также различались. На этом фоне имели место усиление волатильности и рассогласованная динамика взаимных обменных курсов национальных валют, что негативно сказалось на конкурентоспособности экспортных товаров, поставляемых на внутренний рынок ЕАЭС.

Наблюдаемые в экономиках рассматриваемых стран процессы, вызванные падением цен на сырьевые товары и, в частности, на нефть, стали причиной возобновления обсуждения вопроса о сотрудничестве в денежно-кредитной сфере. Договор о Евразийском экономическом союзе предусматривает координацию между сторонами в области параметров основных макроэкономических показателей, определяющих устойчивость экономического развития. В частности, при формировании экономической политики государствами-членами уровень инфляции в годовом выражении не должен превышать более чем на 5 процентных пунктов уровень инфляции в государстве-члене, в котором этот показатель имеет наименьшее значение². Однако вопрос о возможности и целесообразности проведения скоординированных действий с целью сглаживания резких взаимных колебаний курсов национальных валют в ЕАЭС остается открытым.

Данная работа ставит своей целью проанализировать последствия «нефтяного шока» 2014–2015 годов в экономиках государств-участников, а также изучить, могло ли проведение государствами-членами более согласованной монетарной политики способствовать снижению макроэкономической волатильности. Изложение построено следующим образом: в первой главе анализируются последствия шока от падения цен на сырье для экономик государств – членов Евразийского союза и принятые государствами-членами меры монетарной политики для стабилизации экономики, а также взаимосвязи между валютными курсами в ЕАЭС.

² В данном докладе не рассматривались вопросы «качества» критериев макроэкономической устойчивости Договора о ЕАЭС а также возможной необходимости их пересмотра. Однако, эти вопросы не снимаются с повестки дня. Так, например, критерий по инфляции в настоящее время привязан не к среднему (как в еврозоне), а к наименьшему показателю среди пяти стран ЕАЭС. Таким образом, когда в 2015 году к Союзу присоединилась Армения, у которой в тот период была дефляция, все остальные государства – члены Союза автоматически оказались в положении нарушителей. В 2016 году ситуация повторилась. Более того, по итогам 2016 года в России инфляция сложилась на уровне 5.4%, а в Армении дефляция на уровне 1.1%. То есть отклонение инфляции от цели Центрального банка в России (4%) – стране-нарушителе соответствующего критерия ЕАЭС – было меньше (1.4 п.п.), чем в Армении (5.1 п.п.), в которой монетарные власти также заявляют о необходимости достижения цели по инфляции в 4%.

Во второй главе исследуются различные подходы к проведению монетарной политики и вопросы выбора режима обменного курса. В том числе на основе моделей ЕАБР – ЕЭК для четырех стран Союза устанавливается, какие типы монетарной политики могли бы создать наиболее благоприятные условия для роста экономики. В третьей главе содержатся выводы и рекомендации.

1. Анализ последствий шока падения нефтяных цен на экономики государств – членов ЕАЭС³

1.1. Анализ макроэкономических последствий от падения цен на нефть

В 2014 году отмечалось замедление роста экономик всех государств – членов ЕАЭС, которое продолжилось в 2015 году, перейдя в спад в Беларуси и России. Падение цен на нефть, начавшееся с июля 2014 года и составившее к концу года более 50%, оказало влияние (через различные каналы) на все государства Евразийского экономического союза. Для России и Казахстана оно непосредственно было связано с сокращением доходов от экспорта углеводородов, доминирующих в поставках на внешние рынки. Армения и Кыргызстан в силу тесных связей с Россией и Казахстаном также почувствовали на себе влияние негативных тенденций. В свою очередь, на Беларусь оказало влияние как сокращение спроса в России на основные экспортные товары, так и снижение доходов от поставок на внешние рынки нефтепродуктов, вырабатываемых из российской нефти.

Негативные тенденции в динамике ВВП были обусловлены во многом снижением инвестиционной активности. В Беларуси и России начиная с 2014 года отмечалось резкое, намного превысившее падение ВВП, сокращение валового накопления основного капитала (ВНОК). Согласно данным WDI⁴, оно достигло в 2015 году 15.9 и 7.6% соответственно. Снижение инвестиций в основной капитал в этих двух странах составило в 2015 году 15 и 8.4% соответственно. В Армении отрицательная динамика валового накопления основного капитала отмечалась с 2008 года, и в 2014–2015 годах снижение ВНОК замедлилось. В Казахстане и Кыргызстане валовое накопление основного капитала росло, в том числе за счет иностранных инвестиций. В первой из вышеназванных стран инвестиции осуществлялись в горнодобывающую промышленность, строительство и инфраструктурные проекты в рамках реализации государственной программы «Нурлы Жол», при этом темпы роста ВНОК замедлялись. В Кыргызстане, наоборот, в 2014 году наблюдался существенный рост ВНОК, в том числе за счет иностранных инвестиций в объекты по добыче полезных ископаемых, однако в 2015 году темп его прироста существенно замедлился.

Вследствие снижения реальных доходов населения в странах ЕАЭС и уменьшения поступления денежных переводов отмечалось резкое снижение расходов домашних хозяйств на конечное потребление и, как следствие, замедление темпов роста (рисунок 1.3). В 2014 году рост расходов домохозяйств отмечался только в Беларуси, однако в 2015 году он сменился падением на 2.7%.

³ Более подробно анализ внешнеэкономической конъюнктуры ЕАЭС и влияния внешних шоков на экономики стран – участниц ЕАЭС представлен в ежеквартальных макроэкономических обзорах ЕАБР (http://eabr.org/r/research/publication/macroeconomics_region/makromonitor_cis/).

⁴ Данные World Bank National Accounts Data и OECD National Accounts data files.

1. АНАЛИЗ ПОСЛЕДСТВИЙ ШОКА ПАДЕНИЯ НЕФТЯНЫХ ЦЕН НА ЭКОНОМИКИ ГОСУДАРСТВ – ЧЛЕНОВ ЕАЭС

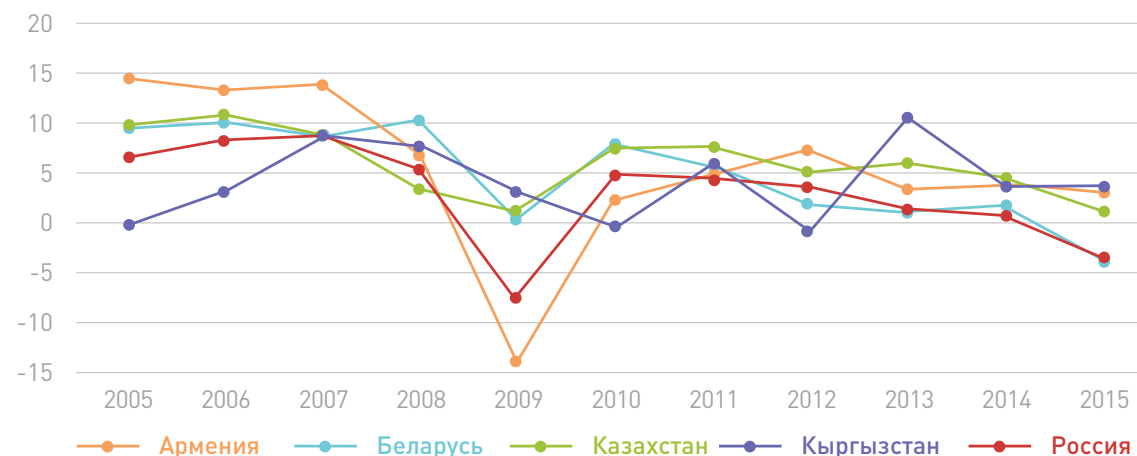


Рисунок 1.1.
Динамика ВВП
государств –
членов ЕАЭС, %

Примечание: в целях сопоставимости данных по странам используются данные WEO, которые могут отличаться от данных национальных статистических органов вследствие проводимых корректировок ВВП.

Источник: составлено авторами на основе данных МВФ.

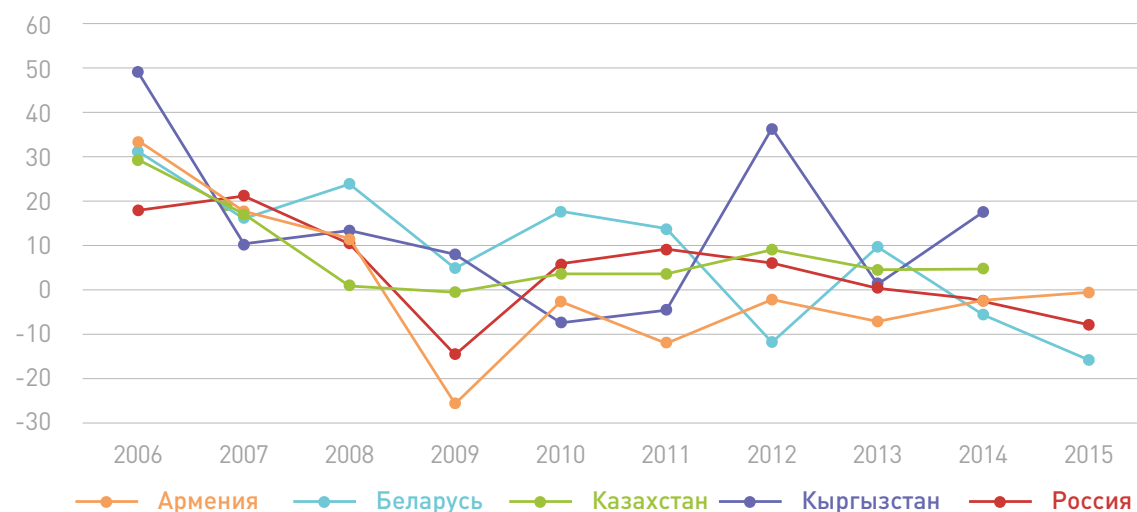


Рисунок 1.2.
Динамика валового
накопления
основного
капитала, %

Примечание: в целях сопоставимости данных по странам используются данные WDI, которые могут отличаться от данных национальных статистических органов вследствие проводимых корректировок ВВП.

Источник: Всемирный банк, WDI.

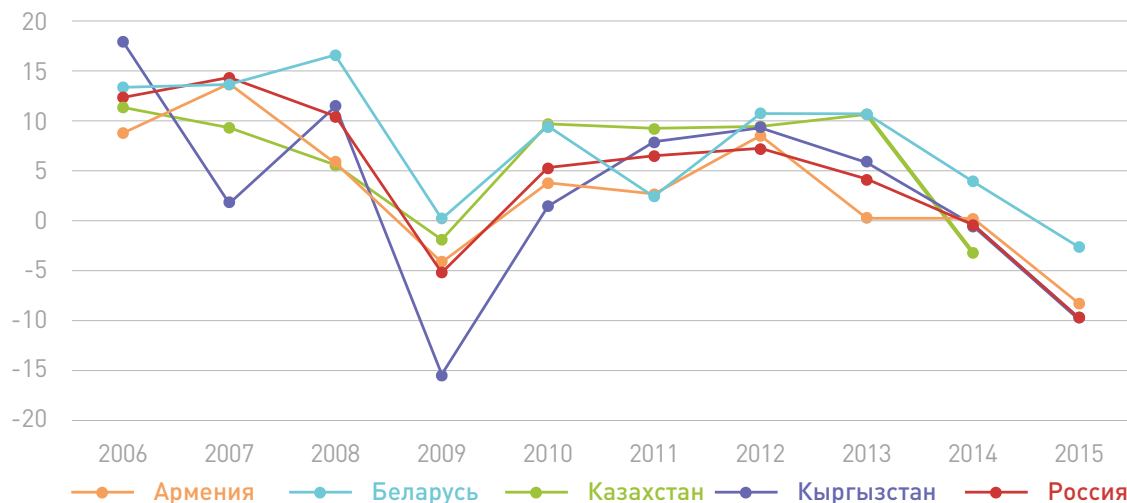
В России и Армении сокращение расходов домашних хозяйств на конечное потребление в расчете на душу населения было еще более значительным и составило 9.7 и 8.3% соответственно⁵.

Одним из факторов снижения расходов домашних хозяйств стало сокращение денежных переводов (рисунки 1.4 и 1.5). Особенно четко эта связь

⁵ Данные World Bank National Accounts Data и OECD National Accounts data files.

КОЛЕБАНИЯ ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ В ЕАЭС В 2014–2015 ГОДАХ:
АНАЛИЗ И РЕКОМЕНДАЦИИ

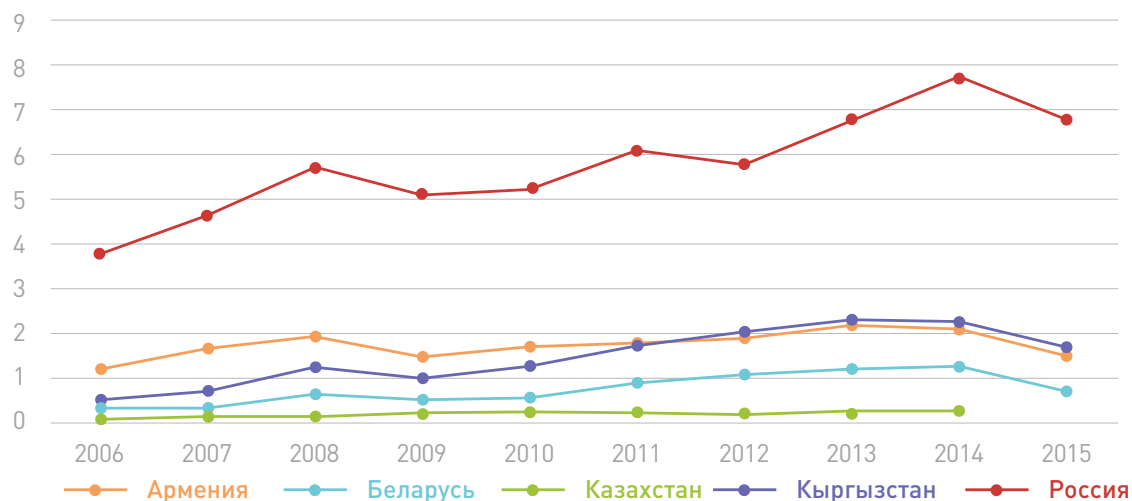
Рисунок 1.3.
Динамика расходов домашних хозяйств на конечное потребление на душу населения, %



Примечание: в целях сопоставимости данных по странам используются данные WDI, которые могут отличаться от данных национальных статистических органов вследствие проводимых корректировок ВВП.

Источник: Всемирный банк, WDI.

Рисунок 1.4.
Денежные переводы в государства – члены ЕАЭС, \$ млрд



Источник: Всемирный банк.

прослеживалась у Армении, официальные переводы в которую сократились с \$2.19 млрд в 2013 году до \$1.49 млрд в 2015 году. С учетом того, что они имеют очень большую значимость для экономики страны, их сокращение с 19.7% ВВП в 2013 году до 14.1% не могло не отразиться на потреблении домашних хозяйств и показателе роста в целом. У Кыргызстана, который входит в первую десятку стран мира по отношению денежных переводов из-за рубежа к ВВП, данный показатель в 2013–2015 годах снизился с 31.1 до 25.7%.

1. АНАЛИЗ ПОСЛЕДСТВИЙ ШОКА ПАДЕНИЯ НЕФТЯНЫХ ЦЕН НА ЭКОНОМИКИ ГОСУДАРСТВ – ЧЛЕНОВ ЕАЭС

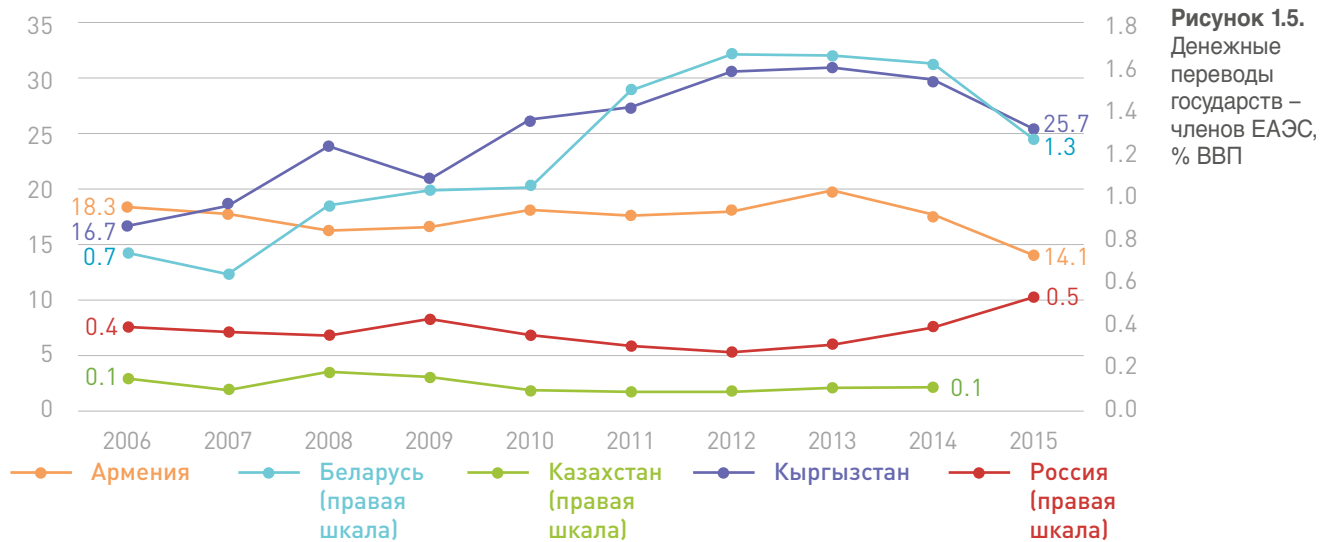


Рисунок 1.5.
Денежные переводы государств – членов ЕАЭС, % ВВП

Источник: Всемирный банк.

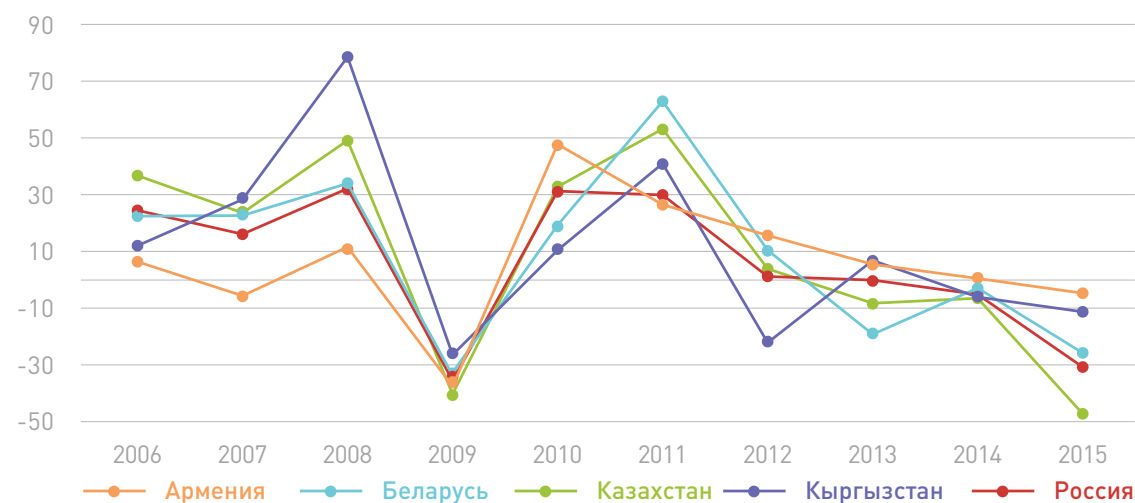


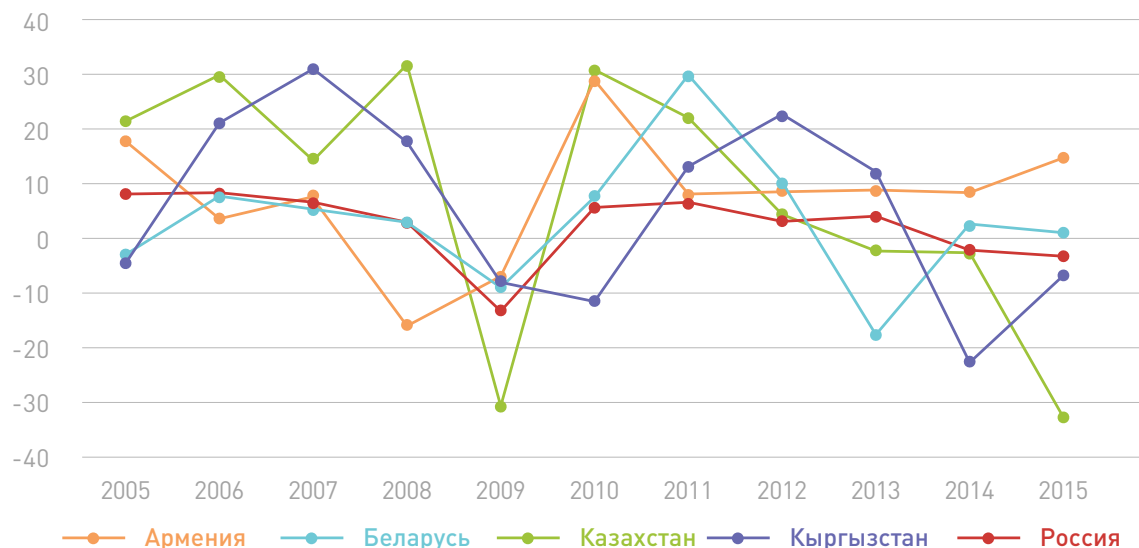
Рисунок 1.6.
Динамика экспорта государств – членов ЕАЭС в текущих ценах год к году, %

Источник: COMTRADE.

Одной из основных причин сокращения денежных переводов стало снижение их поступления из России. Сумма денежных переводов физических лиц, осуществленных через системы денежных переводов, из России в Армению в 2015 году составила \$682 млн, в Кыргызстан – \$1083 млн. Для сравнения: в 2014 году сумма денежных переводов из РФ в Армению и Кыргызстан составляла \$1416 млн и \$2026 млн. **Несмотря на падение переводов в номинальном выражении, наибольшая доля их по-прежнему приходится на переводы из России.** Так, в Армении и Кыргызстане – странах ЕАЭС с самым большим отношением переводов

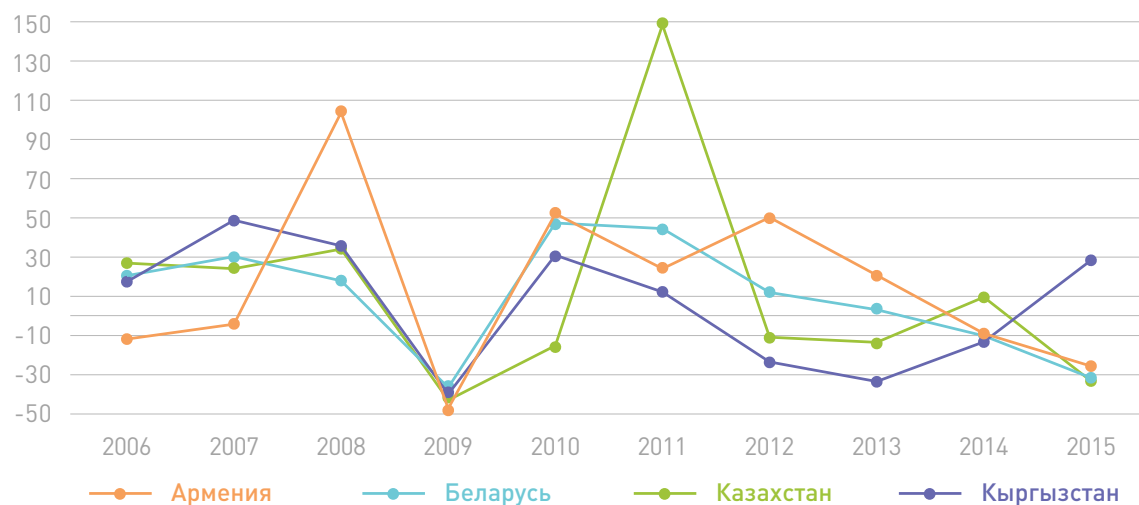
КОЛЕБАНИЯ ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ В ЕАЭС В 2014–2015 ГОДАХ:
АНАЛИЗ И РЕКОМЕНДАЦИИ

Рисунок 1.7.
Динамика экспорта
в постоянных ценах
год к году, %



Источник: составлено авторами на основе данных МВФ.

Рисунок 1.8.
Динамика экспорта
государств –
членов ЕАЭС
в Россию в текущих
ценах год к году, %



Источник: COMTRADE.

к ВВП – в 2015 году денежные переводы из России составили 67 и 79% общего объема переводов.

Падение цен на сырьевые товары, и в первую очередь на нефть, отразилось на внешней торговле практически всех участников экономического объединения (рисунки 1.6–1.9). Стоимостные объемы экспорта Беларуси и России упали на 26.1 и 30.9%, у Казахстана они сократились почти наполовину (42.7%). В Беларуси это было связано как с падением цен на сырьевые товары – нефтепродукты и энергоносители, так и с уменьшением спроса на основном экспортном рынке промышленных

1. АНАЛИЗ ПОСЛЕДСТВИЙ ШОКА ПАДЕНИЯ НЕФТЯНЫХ ЦЕН НА ЭКОНОМИКИ ГОСУДАРСТВ – ЧЛЕНОВ ЕАЭС

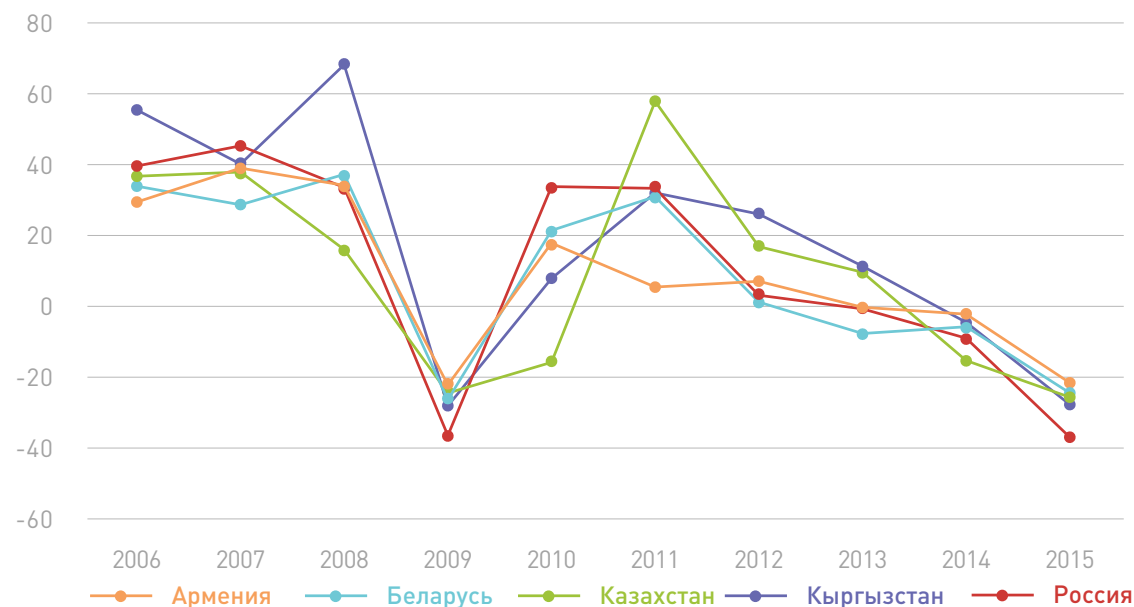


Рисунок 1.9.
Динамика импорта государств – членов ЕАЭС в текущих ценах год к году, %

Источник: COMTRADE.

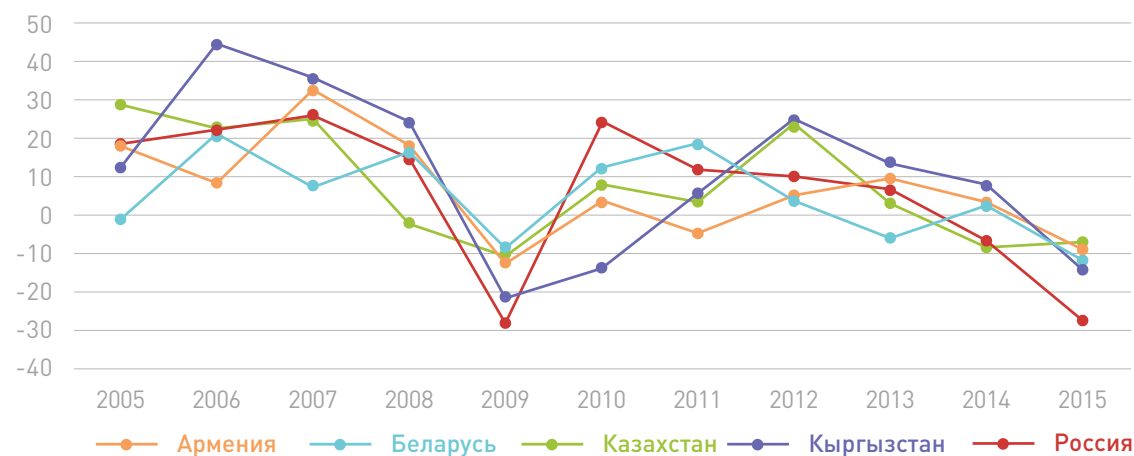


Рисунок 1.10.
Динамика импорта в постоянных ценах в постоянных ценах год к году, %

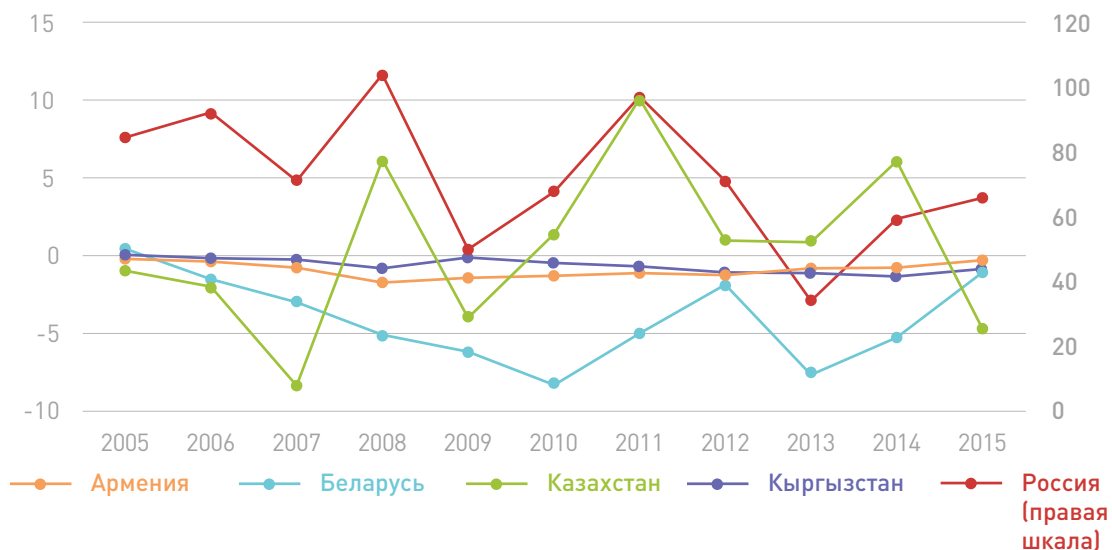
Источник: составлено авторами на основе данных МВФ.

товаров – России. У Кыргызстана⁶ и Армении⁷ поставки товаров на внешние рынки сократились в относительно меньшей степени и во многом были связаны с неблагоприятной экономической ситуацией на основных экспортных рынках партнеров по ЕАЭС. **На динамику экспорта оказывал влияние как ценовой фактор, так и сокращение его физических объемов.** Наибольшим оно было у Казахстана, где снижение

⁶ У Кыргызстана экспорт сократился в 2014 году на 6.1%, в 2015 году – на 10.7% в основном за счет уменьшения поставок в страны СНГ.

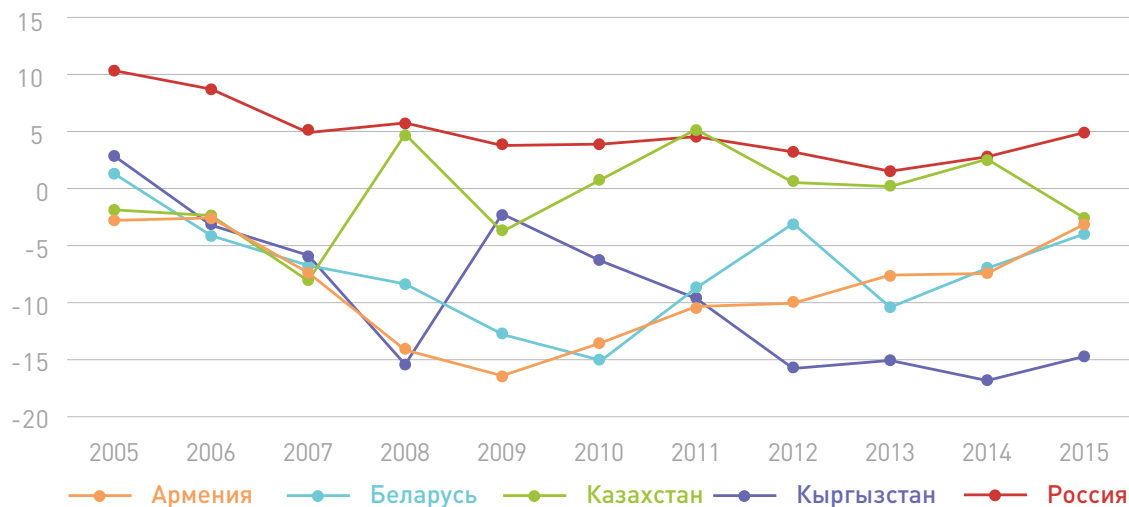
⁷ У Армении в 2014 году отмечался рост экспорта, который в 2015 году сменился спадом, составившим 4.7%.

Рисунок 1.11.
Сальдо текущего
счета, \$ млрд



Источник: составлено авторами на основе данных МВФ.

Рисунок 1.12.
Сальдо текущего
счета, % ВВП



Источник: составлено авторами на основе данных МВФ.

объемов экспорта товаров и услуг в натуральном выражении в 2015 году достигло 32%, тогда как в 2014 году снижение составляло 2.6% (рисунок 1.7).

Взаимная торговля государств – членов ЕАЭС оказалась под влиянием сокращения спроса на основном экспортном рынке – России, что привело к резкому падению поставок на него товаров из Армении, Беларуси и Казахстана (рисунок 1.8). Единственной страной, увеличившей в 2015 году поставки на российский рынок, был Кыргызстан. Существенный рост экспорта в Россию отмечался по таким группам товаров, как обувь, пластмассы и изделия из них, продукция химической промышленности. Однако общий экспорт Кыргызстана сократился на 10.4%, при этом без учета золота падение было еще более существенным и составило 21%.

Влияние на взаимную торговлю также оказало и то, что страны в 2014–2015 годах в разное время и в разной степени проводили девальвацию национальных валют, что сказывалось на конкурентоспособности экспортных товаров на рынках стран – партнеров по ЕАЭС.

Сокращение внутреннего спроса и падение цен на энергоносители привели к снижению объемов импорта в страны ЕАЭС, темпы падения которого резко ускорились в 2015 году. Наибольшее сокращение импорта наблюдалось в России. Это было связано в том числе с резкой девальвацией, а также с запретом на ввоз импортных продуктов из ряда государств, введенным Россией в августе 2014 года. В России сокращение импорта в большей степени было обусловлено снижением его физических объемов (рисунок 1.9), что, как уже отмечалось выше, отчасти явилось следствием российского продовольственного эмбарго. В Беларуси импорт снижался почти в равной степени как за счет ценового фактора, так и вследствие снижения его физических объемов. В остальных государствах – членах ЕАЭС на динамику импорта в большей степени оказали влияние цены.

Не наблюдалось ухудшение сальдо текущего счета как в абсолютном выражении, так и в процентах ВВП, поскольку снижение экспорта компенсировалось сокращением импорта, практически во всех рассматриваемых государствах – членах ЕАЭС, за исключением Казахстана (рисунки 1.11 и 1.12).

Негативные явления, в особенности рост неопределенности и отсутствие свободного доступа к внешнему финансированию, наблюдаемые в экономиках государств – членов ЕАЭС, отразились на потоках взаимных инвестиций. Например, прямые иностранные инвестиции России в Беларусь в форме участия в капитале сократились в 2013–2015 годах в 3.7 раза, в Казахстан – в 2.3 раза, в Армению – снизились в 2015 году по сравнению с 2014 годом на 38.5% после роста в 2013–2014 годах⁸. В то же время вклады российских инвесторов в уставные фонды кыргызских компаний выросли в 17.7 раза и были направлены в основном в энергетический сектор.

	2012	2013	2014	2015
Армения	130	94	272	156
в т. ч. участие в капитале	74	52	223	137
Беларусь	470	863	609	736
в т. ч. участие в капитале	251	168	155	46
Казахстан	845	671	657	680
в т. ч. участие в капитале	170	199	113	85
Кыргызстан	-2	11	43	159
в т. ч. участие в капитале	2	9	42	159

Таблица 1.1.
Прямые инвестиции резидентов Российской Федерации за рубеж, \$ млн (по данным платежного баланса – сальдо операций)

Источник: Центральный банк России.

⁸ Как уже отмечалось, во многом это могло быть связано с ограниченным доступом инвесторов из России к международным рынкам капитала из-за санкций.

Негативные тенденции в части взаимных инвестиций также подтверждаются данными ЦИИ ЕАБР о накопленных объемах ПИИ российских компаний в страны ЕАЭС (таблица 1.2). Наибольшее снижение – 19.3% по итогам 2015 года – накопленные российские ПИИ продемонстрировали в Казахстане. Объяснение этому – значимая девальвация тенге и последующая переоценка активов, а не прекращение проектов. В Беларуси сокращение накопленных российских инвестиций составило 2.4%, а в Армении и Кыргызстане был отмечен их рост соответственно на 0.8 и 16.2%.

Таблица 1.2.
Объемы
накопленных
прямых
инвестиций
резидентов
Российской
Федерации за
рубеж, \$ млн

	2012	2013	2014	2015
Армения	2628	2836	3031	3056
Беларусь	8325	8257	8503	8297
Казахстан	10167	8731	8788	7095
Кыргызстан	716	752	698	811

Источник: ЦИИ ЕАБР (2016).

Для обеспечения макроэкономической стабильности центральные банки государств принимали меры по сдерживанию инфляции. В Армении и Беларуси в 2013–2015 годах не наблюдалось существенных изменений индекса потребительских цен, который постепенно снижался, в том числе вследствие снижения цен на импортируемые энергоносители. В Армении это также было связано со значительным снижением цен на некоторые продовольственные товары. В Кыргызстане после скачка в 2014 году, связанного с ростом цен на импортируемые товары и, в частности, казахскую пшеницу, а также с повышением цен на услуги ЖКХ, инфляция существенно замедлилась. В то же время в Казахстане и России отмечалось заметное ускорение инфляции, обусловленное в том числе и ослаблением курсов национальных валют.

На фоне сокращения доходов практически во всех анализируемых странах (за исключением Кыргызстана) наблюдалась тенденция роста дефицита бюджета сектора государственного управления в процентах ВВП (рисунок 1.14). В Беларуси и Казахстане, у которых в 2014 году был профицит, в 2015 году бюджет также стал дефицитным, при этом в Казахстане данный показатель изменился существенно (с 1.8% в 2014 году до -5.3% в 2015 году). Это стало следствием проблем, возникших у нефтяного сектора, на который приходится практически половина доходов бюджета. Резкое падение долларовой выручки от продаж нефти при фиксированном валютном курсе не дало сработать автоматическому компенсаторному механизму, увеличивающему доходы бюджета за счет ослабления тенге, как следствие – дефицит бюджета вырос очень резко. Следует также иметь в виду, что в Беларуси в связи с большой долей государства в реальном и банковском секторах существенную роль играли квазифискальные операции. При этом часть расходов, например по рефинансированию банков и реального сектора, осуществлялась с помощью государственных долговых обязательств. В результате при наличии положительного сальдо бюджета наблюдался рост государственного долга.

1. АНАЛИЗ ПОСЛЕДСТВИЙ ШОКА ПАДЕНИЯ НЕФТЯНЫХ ЦЕН НА ЭКОНОМИКИ ГОСУДАРСТВ – ЧЛЕНОВ ЕАЭС

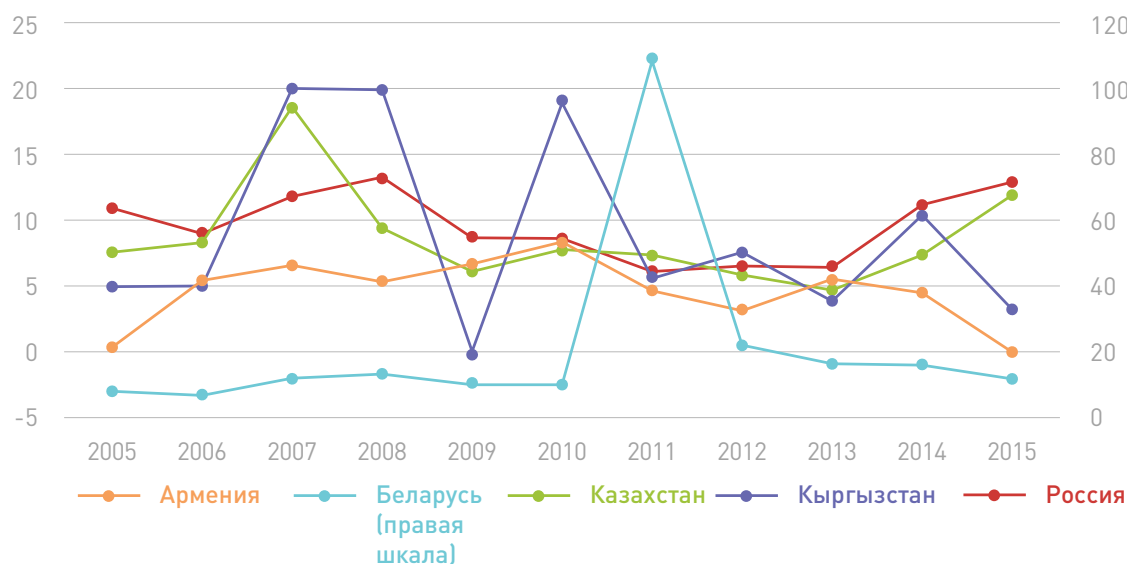


Рисунок 1.13.
Инфляция, %
декабрь к декабрю

Источник: составлено авторами на основе данных МВФ.

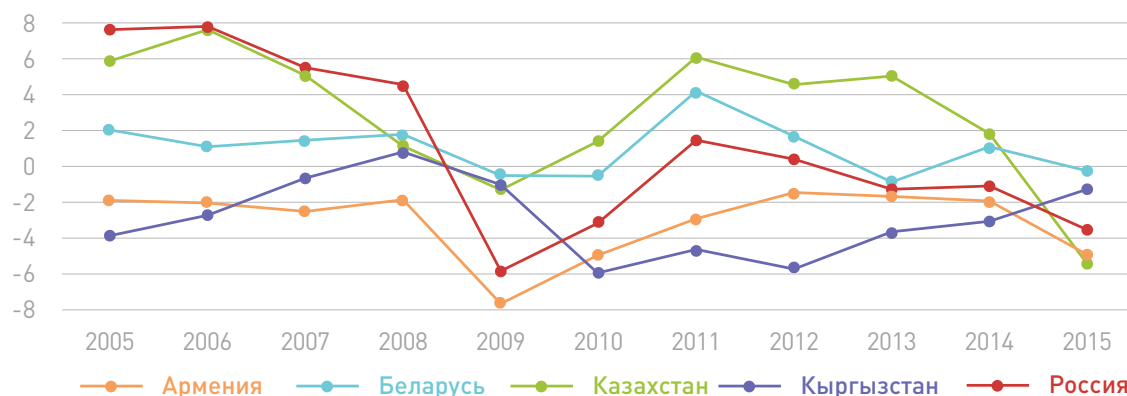


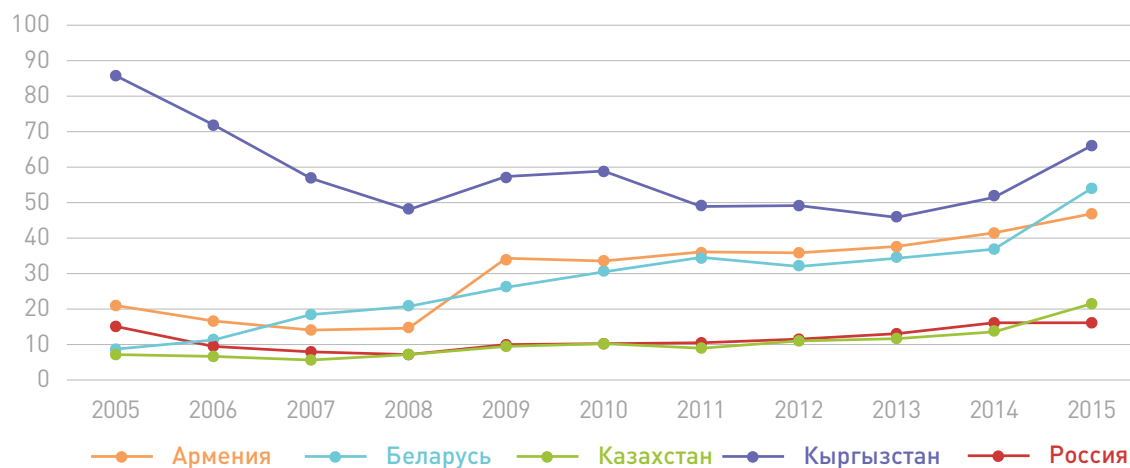
Рисунок 1.14.
Дефицит/профицит
бюджета сектора
государственного
управления, % ВВП

Источник: составлено авторами на основе данных МВФ.

У всех стран Евразийского союза, за исключением России, также отмечался рост относительного показателя валового долга органов государственного управления⁹. Наиболее заметным он был у Кыргызстана и Беларуси, увеличившись в 2013–2015 годах на 19.9 и 19.3% пункта соответственно (рисунок 1.15). При этом в Кыргызстане отношение валового долга органов государственного управления к ВВП было самым высоким среди государств ЕАЭС – 66%. В целом в Армении, Беларуси и Кыргызстане данный показатель находится на достаточно высоком уровне, который приблизился и даже

⁹ Валовой долг органов государственного управления обычно рассчитывается как набор обязательств, которые требуют выплаты или выплат процентов и/или основной суммы должником кредитору на дату или даты в будущем. Он включает в себя долговые обязательства в виде СДР (специальные права заимствования), валюты и депозиты, долговые ценные бумаги, кредиты, страхование и т.д. (https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/weodata/weoselser.aspx?c=913&t=1#sGGXWDG_NGDP).

Рисунок 1.15.
Валовой
долг органов
государственного
управления, % ВВП



Источник: составлено авторами на основе данных МВФ, Всемирного банка.

преодолеет принятый в ЕС согласно Маастрихтскому договору критический порог в 60% ВВП.

1.2. Предпринятые меры монетарной политики для стабилизации экономики

В 2014–2015 годах все государства ЕАЭС использовали меры денежно-кредитной политики (ДКП) для стабилизации экономики и смягчения воздействия внешних шоков (таблица 1.3). В то же время объем мер и время их реализации различались по странам. Это отчасти было связано с силой и характером внешних шоков и их воздействия. Например, если в России и Казахстане они напрямую были связаны со снижением цен на нефть, то в Армении и Кыргызстане явились следствием трансмиссии шоков из двух вышеназванных стран через каналы внешней торговли и денежных переводов. В Беларуси шок в первую очередь был связан с резким сокращением инвестиционного и потребительского спроса на российском рынке, однако снижение цен на нефть также оказывало негативное влияние на экономику страны. Между странами также наблюдались различия в механизмах денежно-кредитной трансмиссии.

Воздействие внешних шоков в первую очередь проявилось на валютном рынке. Поэтому центральные/национальные банки практически всех государств – членов Евразийского союза использовали массированные валютные интервенции для поддержания обменного курса национальной валюты. Например, Национальный банк Беларуси только в декабре 2014 года потратил почти \$0.8 млрд из резервов на стабилизацию белорусского рубля (на 01.12.2014 международные резервные активы составляли \$5.8 млрд, на 01.01.2015 они снизились до \$5.06 млрд); чистая продажа иностранной валюты Национальным банком Кыргызстана в 2014 году составила \$0.5 млрд; Центральный банк России продал \$27 млрд в октябре 2014 года и \$12 млрд –

Таблица 1.3. Меры монетарной политики государств – членов ЕАЭС по стабилизации экономики в 2014–2015 годах

	Ограничение инфляции	Процентный канал	Воздействие на ставки денежного рынка	Операции по управлению ликвидностью	Стимулирование предоставления банками кредитов	Режим валютного курса	Стабилизация динамики валютного курса
Армения	С января 2006 года – переход на таргетирование инфляции	В конце декабря 2014 года ставка рефинансирования была повышена с 6.75 до 8.5%, а в начале 2015 года – до 10.5%, к концу 2015 года – снижена до 8.75%	Для достижения операционного ориентира Центральный банк Армении использует инструменты регулирования ликвидности банков, в основном 7-дневное РЕПО	С конца ноября 2014 года процентная ставка ломбардного РЕПО была повышена с 8.25 до 21%, а в конце года – незначительно снижена, до 20%. В 2015 году она постепенно снизилась до 12%	—	Плавающий обменный курс. После корректировки с начала 2015 года курс драма к доллару США не выходил за пределы 2%-ного диапазона	Валютные интервенции: чистая продажа иностранной валюты в декабре 2014 года, январе – марте, мае и августе 2015 года
Беларусь	С 2015 года – режим монетарного таргетирования. В качестве промежуточного ориентира ДКП установлен прирост широкой денежной массы (агрегат М3) на уровне не более 30% (декабрь 2015 года к декабрю 2014 года)	Ставка рефинансирования была повышена в январе 2015 года с 20 до 25% и оставалась на этом уровне весь 2015 год	Коридорная система инструментов регулирования ликвидности. Основной объем ликвидности предоставляется (изымается) через еженедельные аукционы, проводимые сроком на 7 дней в форме конкурса процентных ставок	В декабре 2014 года ставки по операциям предоставления ликвидности (кредит «овернайт», сделки своп), формирующие верхнюю границу коридора процентных ставок, были увеличены с 24 до 50% годовых. Процентные ставки, формирующие нижнюю границу (депозит «овернайт»), сохранились на уровне 17% годовых	—	В начале 2015 года Национальный банк Беларуси отказался от привязки курса белорусского рубля к доллару США и возобновил его привязку к корзине иностранных валют, в структуре которой российский рубль занимает 40%, а удельные веса доллара и евро составляют по 30%	Валютные интервенции. В результате проведения валютных интервенций в декабре 2014 года объем золотовалютных резервных активов снизился на \$760.8 млн. Начиная с 2015 года – минимизация интервенций Национального банка на валютном рынке и установление курса на основе складывающегося баланса спроса и предложения
Казахстан	С 20 августа 2015 года – переход на таргетирование инфляции	Уровень ставки рефинансирования в 2014 году был неизменным и составлял 5.5% в годовом выражении. В сентябре 2015 года Национальный Банк объявил о введении базовой ставки – целевой ставки по однодневным операциям на денежном рынке на уровне 12%, 2 октября 2015 года – повысил ее до 16%	В 2014 году ставки денежного рынка отличались высокой волатильностью. В декабре 2014 года уровень ставок на межбанковском рынке приближался к 100% годовых. С августа 2015 года была введена стандартная коридорная система регулирования ликвидности. Ставки по операциям постоянного доступа по предоставлению и изъятию ликвидности, формирующие верхний и нижний пределы колебаний ставок денежного рынка, были установлены на уровне 17 и 7% соответственно. В ноябре 2015 года НБК резко сократил предоставление ликвидности и перестал поддерживать коридор процентных ставок в заявленном диапазоне. В результате рост ставок на денежном рынке достигал в отдельные дни 300%. С 24 декабря 2015 года Национальный Банк снова начал предоставлять краткосрочную ликвидность на денежном рынке	Предоставление краткосрочной тенговой ликвидности банкам посредством операций обратного РЕПО. В июле 2014 года НБК начал предоставлять банкам тенговую ликвидность посредством операций долгосрочных валютно-процентных свопов. В 2014 году, в периоды избытка краткосрочной ликвидности, НБК проводил операции по привлечению депозитов и выпуску краткосрочных нот (в сентябре-октябре). В сентябре 2015 года НБК начал проводить операции на открытом рынке по предоставлению ликвидности посредством аукционов по покупке ценных бумаг с обратной продажей по базовой ставке	—	Скользкая привязка до августа 2015 года. Девальвация тенге к доллару в феврале 2014 года выросла на 20%. С декабря 2014 года по июль 2015 года обменный курс тенге к доллару США ослаблялся в пределах 2%-ного коридора (режим таргетированного обменного курса). В августе 2015 года – ослабление курса тенге к доллару на 35.5%. Переход с 20 августа 2015 года на режим плавающего обменного курса	Валютные интервенции до ноября 2015 года
Кыргызстан	Поставлена задача снижения инфляции с выходом в среднесрочной перспективе на целевой показатель 5–7%	С сентября 2014 года по январь 2015 года учетная ставка выросла с 6.5 до 11%, в 2015 году снизилась до 8%, а к концу 2015 года снова выросла до 10%	Использование коридорной системы инструментов регулирования ликвидности. Стерилизация избыточной ликвидности за счет эмиссии нот. Выдача кредитов рефинансирования. В 2014 году были внедрены дополнительные инструменты по изъятию и предоставлению ликвидности – семидневные кредиты и депозиты «овернайт»	Изменение «коридора» процентных ставок вокруг учетной ставки: 27 октября 2014 года было принято решение о повышении ставок по депозитам «овернайт» с 2 до 4%, по кредитам «овернайт» – с 9 до 10.5%; 24 ноября было принято решение о повышении ставок по депозитам «овернайт» до 4.5%, по кредитам «овернайт» – до 11%; 29 декабря было принято решение о повышении ставок по кредитам «овернайт» до 11.5%	—	Управляемое плавание	Валютные интервенции: объем операций НБКР по продаже иностранной валюты на валютных торгах за 2014 год составил \$536.7 млн, а по покупке – \$20.5 млн. В 2015 году чистая продажа составила \$322.2 млн
Россия	С 2015 года – переход на режим таргетирования инфляции	Повышение ключевой ставки Центральным банком РФ до 17% годовых. С начала 2015 года – постепенное снижение ключевой ставки	Использование коридорной системы инструментов регулирования ликвидности с основными инструментами – аукционами РЕПО и депозитными аукционами	Для ограничения спекулятивных настроений в ноябре 2014 года был введен лимит на предоставление рублевой ликвидности с помощью операций «валютный своп» (с 12 ноября по 14 декабря 2014 года – \$2 млрд в эквиваленте). Для удовлетворения спроса кредитных организаций на рефинансирование Банк России использовал преимущественно аукционы РЕПО, а среднесрочная потребность в ликвидности регулировалась за счет изменения объема предложения средств на аукционах. Банк России увеличивал предложение на кредитных аукционах под залог нерыночных активов. Максимальный срок предоставления средств в рамках кредитных аукционов был увеличен с 12 до 18 месяцев. Введение инструментов предоставления ликвидности в иностранной валюте (сделки «валютный своп» по продаже долларов США за рубли и аукционы РЕПО в иностранной валюте)	Для стимулирования выдачи банками долгосрочных кредитов на финансирование инвестиционных проектов Банком России был введен особый механизм рефинансирования кредитных организаций под залог прав требований по таким кредитам	Банк России отказался от использования интервала допустимых значений рублевой стоимости бивалютной корзины: с ноября 2014 года осуществлен переход на плавающий обменный курс	Масштабные валютные интервенции в марте*, октябре и декабре 2014 года. Применение более консервативного подхода к определению объемов предложения средств на аукционах по предоставлению ликвидности банковскому сектору

Источник: Центральный банк Республики Армения, Национальный банк Республики Беларусь, Национальный Банк Казахстана, Национальный банк Кыргызской Республики, Центральный банк Российской Федерации.

* Интервенция в марте в размере \$22 млрд не была связана с теми процессами, которые наблюдались в конце года и были обусловлены падением цен на нефть и девальвацией курса российского рубля. В марте регулятору пришлось прибегнуть к крупной продаже валюты из-за опасений инвесторов в связи с ситуацией на Украине и в Крыму.

в декабре 2014 года (объем операций по продаже долларов США в 2014 году составил \$78.9 млрд¹⁰). Однако продолжительность использования странами данного инструмента ДКП различалась. Если Беларусь и Россия практически отказались от него с начала 2015 года, осуществляя переход к плавающему обменному курсу, то остальные страны продолжили использовать его в разной степени для стабилизации динамики курса в рамках режима управляемого плавания или скользящей привязки. Кыргызстан продал в 2015 году на чистой основе \$322 млн. Объем валютных интервенций в Казахстане составил в 2014 году \$22 млрд, а в 2015 году – \$17.7 млрд. При этом тенге существенно девальвировался дважды – в феврале 2014 года (20%) и августе 2015 года (35.5%) – и только после этого перешел в режим свободного плавания.

Свободное плавание обменного курса помогло сохранить валютные резервы России, а ослабление рубля предотвратило снижение финансовых резервов правительства. Сальдо бюджета не расширилось, поскольку резкая девальвация рубля компенсировала часть выпадающих доходов бюджета по причине снижения долларовых цен на нефть. К концу 2015 года иностранные валютные резервы ЦБ РФ оставались высокими на уровне около 16 месяцев импорта. Это выгодно отличает денежно-кредитную и фискальную политику России от опыта других региональных экспортеров нефти, таких как Казахстан и Азербайджан, которые поддерживали фиксированные обменные курсы, несмотря на падение цен на нефть, на протяжении 2014 и большей части 2015 года, тем самым истощая свои резервы и существенно увеличивая дефицит бюджета, прежде чем позволить своим валютам девальвировать. Казахстан потерял около 15% от общего объема резервов, в том числе иностранных активов из своего фонда национального благосостояния, который снизился с \$100.8 млрд на конец 2014 года до \$91.3 млрд на конец 2015 года. В то же время сальдо бюджета ухудшилось с профицита в размере 0.9% ВВП до дефицита почти в 6% ВВП.

На фоне сильного ослабления национальных валют и усиления инфляционных ожиданий центральные банки всех стран, за исключением Казахстана, повысили ставки рефинансирования/ключевые ставки с целью сжатия ликвидности в банковском секторе и уменьшения спекулятивных мотивов на валютном рынке. Например, в России ЦБ резко повысил ставку, чтобы повысить спрос на рубль и ограничить спекулятивные атаки на него, а также избежать массового побега из депозитов. И это действительно помогло, рынок стабилизировался к концу декабря, а рублевые депозиты даже выросли. Для воздействия на ставки денежного рынка были также повышены ставки по операциям предоставления ликвидности. Например, в Беларуси ставки по сделкам кредит «овернайт» и своп, формирующим верхнюю границу коридора процентных ставок, были увеличены с 24 до 50%, а ставки по депозитам «овернайт» сохранились на уровне 17%. В Армении с ноября 2014 года до конца года ставка ломбардного РЕПО была повышена с 8.5 до 21%.

Национальный Банк Казахстана сохранил ставку рефинансирования на уровне 5.5%, а основным инструментом, формирующим ликвидность банков, являлись валютные интервенции. При этом ставка рефинансирования оказалась полностью

¹⁰ <http://www.cbr.ru/archive/?PrtId=valint>.

оторванной от ставок денежного рынка, которые в 2014 году имели высокую волатильность, приблизившись, например, в декабре к 100% годовых. В сентябре 2015 года Национальный Банк Казахстана объявил о введении базовой ставки – целевой ставки по однодневным операциям на денежном рынке – и стал использовать стандартную коридорную систему регулирования ликвидности. Однако в ноябре 2015 года он резко сократил предоставление ликвидности и перестал поддерживать заявленный коридор процентных ставок. Это привело к быстрому росту ставок на денежном рынке, которые достигали в отдельные дни 300%. С конца декабря 2015 года Национальный Банк Казахстана вернулся к предоставлению краткосрочной ликвидности на денежном рынке.

Для регулирования ликвидности национальные банки также осуществляли эмиссию нот и выдавали кредиты рефинансирования. Для ограничения спекулятивных настроений Центральный банк России ввел лимит на предоставление рублевой ликвидности с помощью операций «валютный своп», который был установлен на уровне \$2 млрд в рублевом эквиваленте в период наибольшей турбулентности на валютном рынке, наблюдавшейся в конце 2014 года. Для предоставления ликвидности в иностранной валюте были введены сделки «валютный своп» по продаже долларов США за рубли и проводились аукционы РЕПО в иностранной валюте¹¹.

В целях снижения стоимости кредитных ресурсов были изменены нормы обязательного резервирования. Центральный банк Армении снизил в 2014 году нормы обязательного резервирования (НОР) по привлеченным драмовым средствам с 4 до 2%, а в 2015 году – до 0% по долгосрочным средствам. В Беларуси с 1 февраля 2015 года резервные требования по привлеченным средствам в иностранной валюте были снижены с 12.5 до 10%. В Кыргызстане норматив обязательных резервов по депозитам в национальной валюте был снижен с 8.5 до 4% и в целях снижения долларизации кредитов и депозитов были введены дифференцированные значения НОР (более высокие по иностранной валюте – 12%). В России и Казахстане подобные меры не принимались.

1.3. Анализ динамики и взаимного влияния курсов национальных валют в государствах – членах ЕАЭС

В последнем квартале 2014 года ЕАЭС попал под воздействие серии шоков. Главным шоком стал шок цен на нефть, возникший в результате обрушения цен на сырую нефть примерно с \$100 до менее чем \$50 с июля по декабрь 2014 года. Этот шок привел к резкому ухудшению условий торговли для стран – экспортеров нефти и вызвал резкое обесценение российского рубля. Помимо нефтяного шока, одним из факторов, приведших к почти 80%-ному росту курса рубля по отношению к доллару США, стали введенные против России коллективным Западом финансовые и технологические санкции.

¹¹ Еще одним важным инструментом (хотя и косвенным) было введение ЦБ России регулятивных послаблений по учету валютных активов, что позволило многим банкам снизить объемы резервирования и высвободить ликвидность.

Динамика номинальных и реальных обменных курсов в условиях падения цен на нефть в 2014–2015 годах

Различия наблюдались не только в качестве и силе экономических шоков, но и в реакции государств – участников ЕАЭС на эти шоки. Казахстан шел путем постепенных небольших корректировок номинального обменного курса до перехода на новую, более гибкую денежно-кредитную политику в августе 2015 года. Армения выбрала новый уровень мягкой привязки к доллару США после периода высокой волатильности обменного курса в последние месяцы 2014 года. Беларусь отказалась от скользящей привязки и после резкой девальвации отпустила свой рубль в сравнительно свободное плавание, в то время как Кыргызстан плавно девальвировал свой сом в последнем квартале 2014 года. На рисунке 1.16 представлены данные по динамике номинальных обменных курсов, выраженных в долларах США, в разных государствах Союза за период, предшествующий резкому снижению цен на нефть и до декабря 2016 года (использовались данные по месяцам).

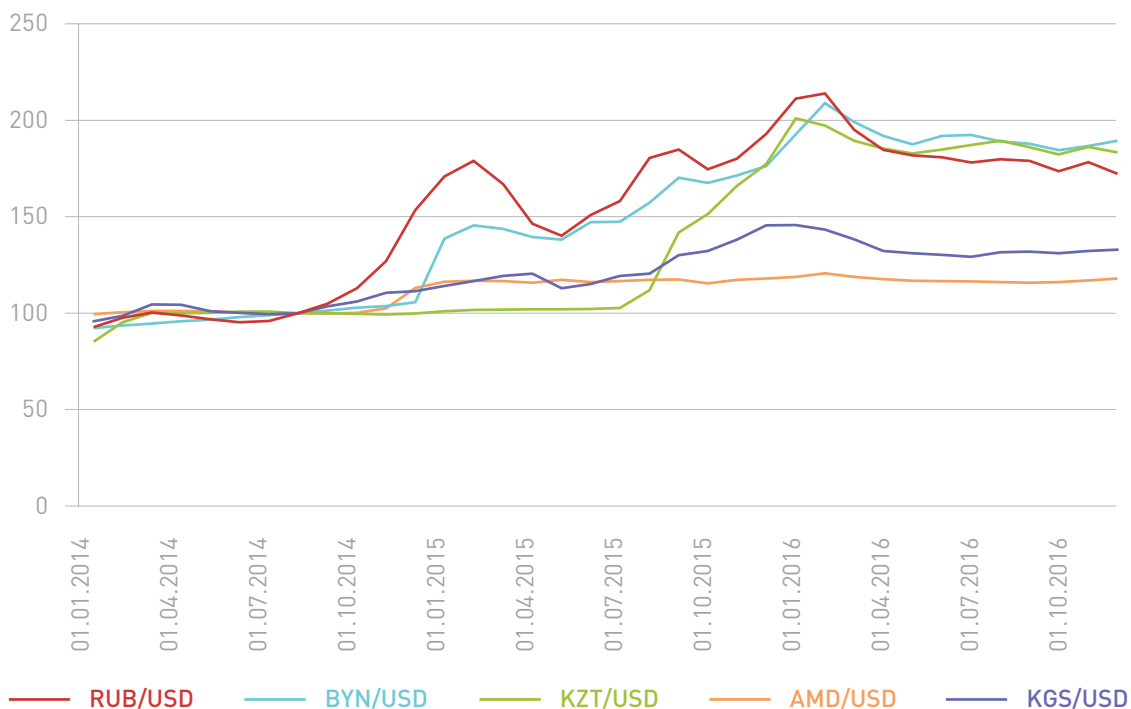
В целом между номинальными обменными курсами всех стран ЕАЭС имела место достаточно сильная корреляция, и их динамика в общем была однонаправленной. Однако корректировка курсов вследствие нефтяного шока происходила далеко не синхронно.

Все государства – члены Евразийского союза в той или иной степени отреагировали на существенное снижение цен на нефть в 2014 году ростом номинальных обменных курсов, при этом скорость такой корректировки и время ее начала в отдельных странах были различными. Наибольшая синхронность в динамике номинальных обменных курсов отмечалась между Россией и Беларусью (тем не менее здесь также имело место определенное отставание в реакции Беларуси на нефтяной шок и ослабление российского рубля по отношению к белорусскому). В Казахстане девальвация национальной валюты произошла с существенным отставанием от России и Беларуси, хотя в конечном счете ее темпы были весьма высокими. В итоге к середине 2016 года курсы в России, Казахстане и Беларуси показали схожий результат: номинальные курсы стабилизировались на уровне 185–195% относительно их уровня в августе 2014 года. Кыргызстан и особенно Армения реагировали на повышение цен на нефть через динамику обменных курсов своих валют значительно слабее (рисунок 1.16).

Различия в динамике номинальных обменных курсов привели к рассогласованию между краткосрочными реальными обменными курсами. При отсутствии синхронности в динамике реальных обменных курсов у Казахстана и России в итоге обе страны отреагировали на шок одинаково: к концу 2016 года реальный обменный курс обесценился на 18% относительно его уровня в августе 2014 года (рисунок 1.17). Между другими странами ЕАЭС различия в снижении реальных обменных курсов были существенными. Данные результаты вполне ожидаемы, и они укладываются в следующую схему: чем больше доходов получала страна от высоких цен на нефть, тем сильнее обесценился реальный курс, показывающий снижение уровня доходов страны.

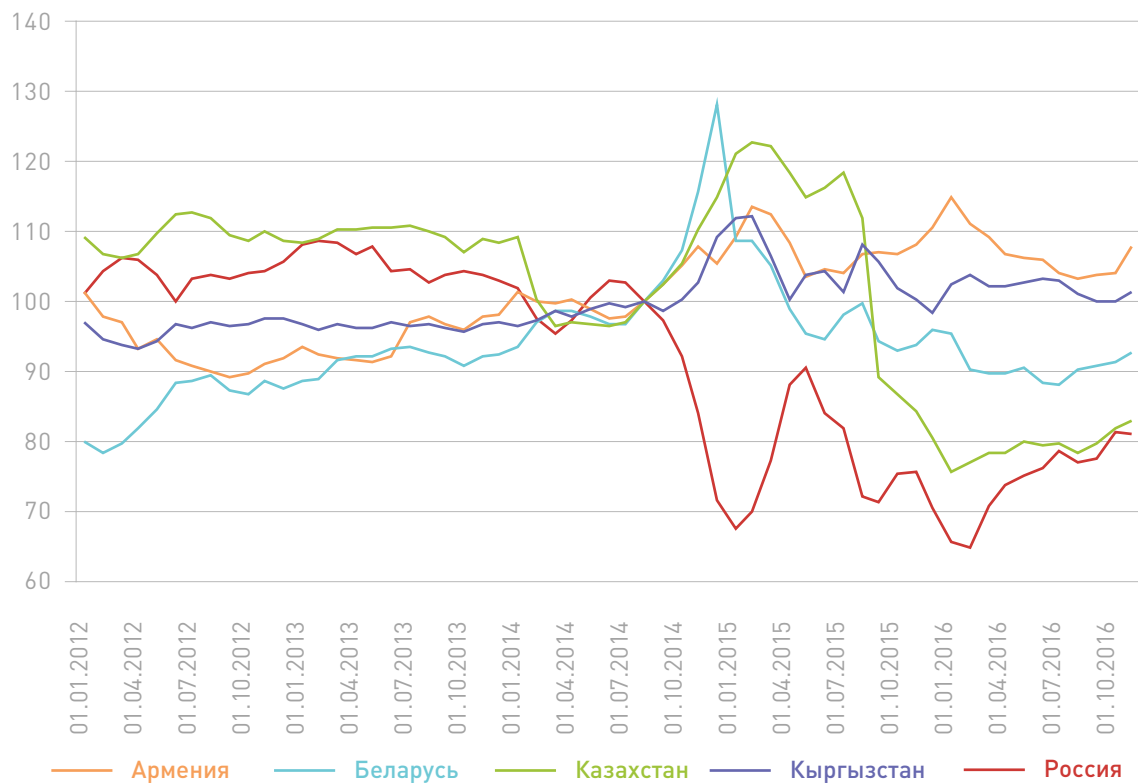
КОЛЕБАНИЯ ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ В ЕАЭС В 2014–2015 ГОДАХ:
АНАЛИЗ И РЕКОМЕНДАЦИИ

Рисунок 1.16.
Номинальный обменный курс по отношению к доллару США, % (нормализованные данные, август 2014 года = 100)



Источник: расчеты авторов.

Рисунок 1.17.
Реальные эффективные обменные курсы, % (август 2014 года = 100%, положительные значения означают укрепление курса)



Источник: расчеты авторов.

1. АНАЛИЗ ПОСЛЕДСТВИЙ ШОКА ПАДЕНИЯ НЕФТЯНЫХ ЦЕН НА ЭКОНОМИКИ ГОСУДАРСТВ – ЧЛЕНОВ ЕАЭС

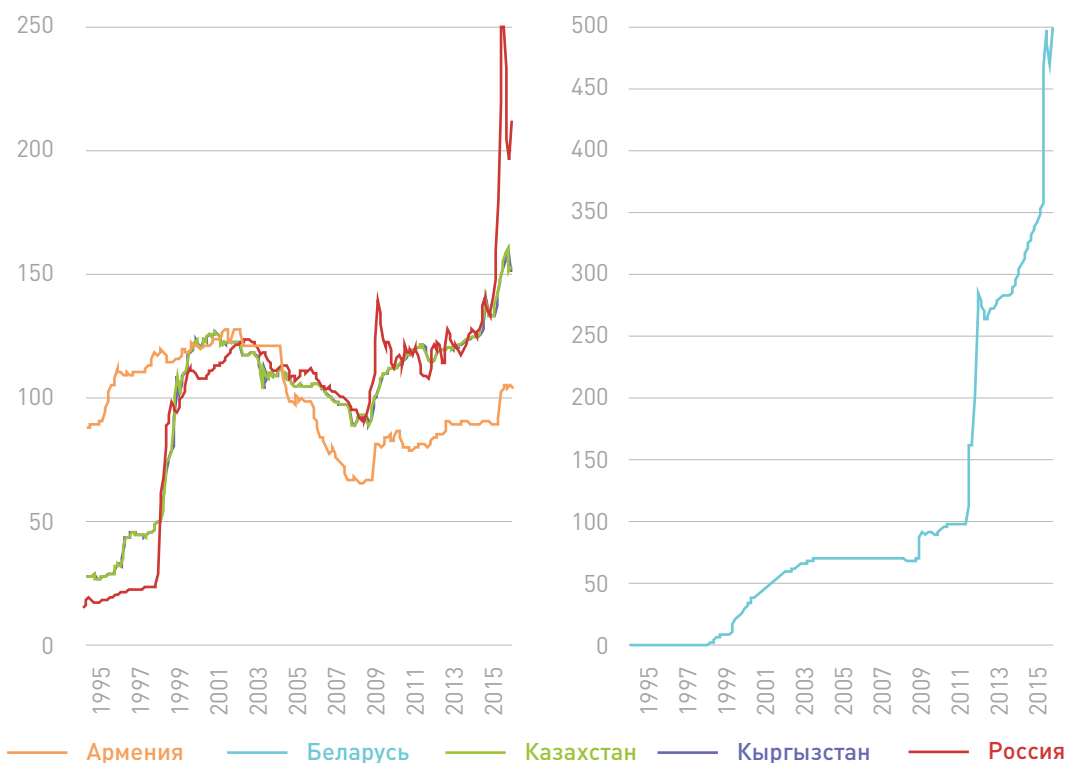


Рисунок 1.18.
Обменные курсы
по отношению
к доллару США
(нормализованное
среднее значение
за период = 100)

Источник: данные центральных банков, расчеты авторов.

Можно сделать вывод, что не в последнюю очередь различные подходы к монетарной политике в рассматриваемых государствах приводили к рассогласованной краткосрочной динамике номинальных и реальных обменных курсов, вызванных резкими изменениями внешней конъюнктуры, в частности снижением цен на нефть. Это вело к существенной макроэкономической волатильности в отдельных странах, снижало конкурентоспособность экспорта и создавало проблемы во взаимной торговле между государствами – членами ЕАЭС.

Долгосрочная согласованность обменных курсов

Аналогичное изменение обменных курсов двух валют по отношению к третьей (базовой) валюте указывает на то, что экономики соответствующих стран подвержены влиянию схожих факторов и реагируют на них схожим образом. На рисунке 1.18 показаны обменные курсы денежных единиц рассматриваемых стран по отношению к доллару США с 1995 по 2015 год. Почти все страны испытывали обесценение обменных курсов на протяжении всего анализируемого периода. Только армянский драм резко подорожал в середине этого периода и сейчас лишь немного обесценен по сравнению с его началом. Таким образом, по своей трендовой динамике армянский драм отличается от остальных валют.

Высокая степень сходства в динамике обменных курсов указывает на меньшую подверженность давлению асимметричных шоков, что означает возможность проводить согласованную курсовую политику. В таблице 1.4 показана корреляция изменений валютных курсов в годовом исчислении, период наблюдений – с января 1997 года по июнь 2015 года. Видно, что армянский драм демонстрирует самый низкий уровень корреляции с другими валютами. Это означает, что в более долгосрочной перспективе Армения может реагировать на внешние шоки иначе, чем остальные страны. С другой стороны, наблюдается высокий уровень корреляции между кыргызским сомом и казахстанским тенге, а также российским рублем. Белорусский рубль также коррелирует с тремя вышеупомянутыми валютами, но в меньшей степени.

Таблица 1.4.
Коэффициент корреляции между изменениями обменных курсов к доллару США в годовом исчислении

	Армения	Беларусь	Кыргызстан	Казахстан	Россия
Армения	1	0.39	0.47	0.4	0.33
Беларусь		1	0.77	0.67	0.67
Кыргызстан			1	0.82	0.80
Казахстан				1	0.59
Россия					1

Примечание: данные за период с января 1997 года по июнь 2015 года.

Источник: расчеты авторов, данные центральных банков.

Этот анализ проделан в отношении годовых изменений за весь период и, таким образом, носит долгосрочный характер. Если мы посмотрим на те же данные в среднесрочной перспективе, то получим немного другую картину. На рисунке 1.19 представлены данные по коэффициенту корреляции между обменным курсом соответствующей валюты к доллару США, с одной стороны, и обменным курсом российского рубля к доллару США – с другой. Расчет коэффициента корреляции на схеме производился с использованием скользящего окна из двадцатичетырехмесячных наблюдений (двухгодичное окно).

Полученные результаты указывают на то, что наивысший уровень корреляции характерен для казахстанского тенге. Это означает, что внешние факторы влияют на эту валюту примерно так же, как на российский рубль. Это неудивительно, учитывая, что и Россия, и Казахстан являются экспортёрами нефти, в то время как остальные страны выступают в качестве импортёров нефти. По сравнению с предыдущими расчетами (см. таблицу 1.4) довольно высокий уровень корреляции демонстрирует и армянский драм. Белорусский рубль и кыргызский сом показывали несколько непродолжительных периодов низкой и негативной корреляции. Это означает, что эти валюты подвержены определенным специфическим шокам, и указывает на асимметрию в динамике их обменных курсов. Соответственно, степень согласованности обменных курсов кыргызской и белорусской валют в среднесрочной перспективе сравнительно ниже, чем у других стран. Однако что касается белорусского рубля, то, как будет показано ниже, для этой валюты характерны внутренние монетарные и инфля-

ционные шоки, и при более тесной динамике белорусского рубля с российским данные шоки могут быть нивелированы. Средние значения коэффициентов корреляции для двухгодичного и четырехгодичного скользящих окон представлены в таблице 1.5.

	Армения	Беларусь	Кыргызстан	Казахстан
Двухгодичное окно	0.56	0.44	0.55	0.79
Четырехгодичное окно	0.67	0.44	0.67	0.84

Таблица 1.5.
Средние коэффициенты корреляции обменных курсов к доллару США (скользящее окно)

Источник: расчеты авторов, данные центральных банков.

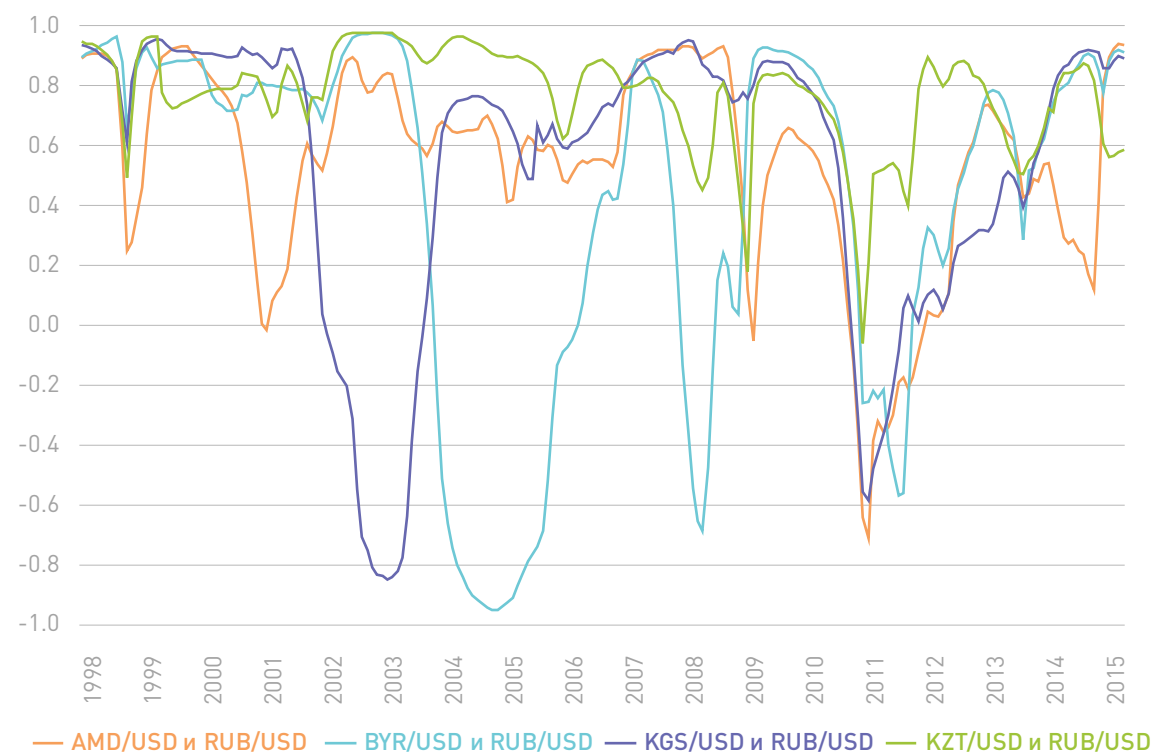
Подводя итоги анализа согласованности обменных курсов, отметим, что казахстанский тенге демонстрирует самый высокий уровень корреляции с российским рублем. Динамика обменных курсов белорусской и кыргызской валют (по отношению к доллару США) схожа с динамикой обменного курса российского рубля, но это сходство проявляется в основном на более длинных временных отрезках. Армянский драм хорошо коррелирует с российским рублем в среднесрочной перспективе, но эта корреляция ослабевает на более длинных временных горизонтах.

Волатильность обменных курсов

Следующий показатель, который может быть использован для оценки риска возникновения асимметричных шоков, это показатель волатильности обменных курсов. Низкая волатильность обменных курсов является аргументом в пользу возможного проведения согласованной курсовой политики. На рисунке 1.20 представлены данные по среднеквадратическому отклонению обменных курсов валют соответствующих стран по отношению к российскому рублю для одногодичного скользящего окна. Сводные статистические показатели сведены в таблицу 1.6.

Очевидно, что из всей выборки самый высокий уровень волатильности обменного курса за последние двадцать лет зарегистрирован у белорусского рубля. Наивысшие показатели волатильности для всех стран выявлены в начале периода наблюдений. Даже если произвести расчет среднеквадратического отклонения на более короткой выборке (с 2000 года), белорусский рубль по-прежнему демонстрирует самый высокий уровень волатильности. Уровни волатильности казахстанского тенге и кыргызского сома на протяжении последних двадцати лет сопоставимы и относятся к числу самых низких. Армянский драм также страдал от высокой волатильности в начале периода наблюдений, но в его случае среднеквадратическое отклонение несколько выше, чем у двух предыдущих валют. В силу резкой девальвации рубля в 2014–2015 годах уровни волатильности обменных курсов валют всех рассматриваемых стран за последний год возросли. Тем не менее в целом за последние двадцать лет волатильность снизилась.

Рисунок 1.19. Коэффициент корреляции обменных курсов к доллару США (двухгодичное скользящее окно)



Источник: расчеты авторов, данные центральных банков.

Таблица 1.6. Среднеквадратическое отклонение обменных курсов по отношению к российскому рублю

	Армения	Беларусь	Кыргызстан	Казахстан
Период с 1997 г.	6.7	10.7	5.3	5.6
Период с 2000 г.	4.3	6.9	3.1	2.6

Источник: расчеты авторов, данные центральных банков.

Подводя итоги, можно отметить, что обменные курсы валют развивающихся государств – участников ЕАЭС демонстрируют положительную тенденцию к сокращению уровня волатильности. К наименее волатильным валютам относятся казахстанский тенге и кыргызский сом, наиболее волатилен белорусский рубль. Повышение уровня волатильности всех валют, связанное с недавними колебаниями обменного курса российского рубля, указывает на значительное влияние рубля в этом регионе.

Влияние обменных курсов на инфляцию: эффекты переноса

Одним из традиционных методов оценки эффекта переноса номинального обменного курса на инфляцию является оценка при помощи структурных векторных авторегрессионных моделей (SVAR). В работе были использованы модели, характеризующие монетарную трансмиссию в государствах ЕАЭС,

1. АНАЛИЗ ПОСЛЕДСТВИЙ ШОКА ПАДЕНИЯ НЕФТЯНЫХ ЦЕН
НА ЭКОНОМИКИ ГОСУДАРСТВ – ЧЛЕНОВ ЕАЭС

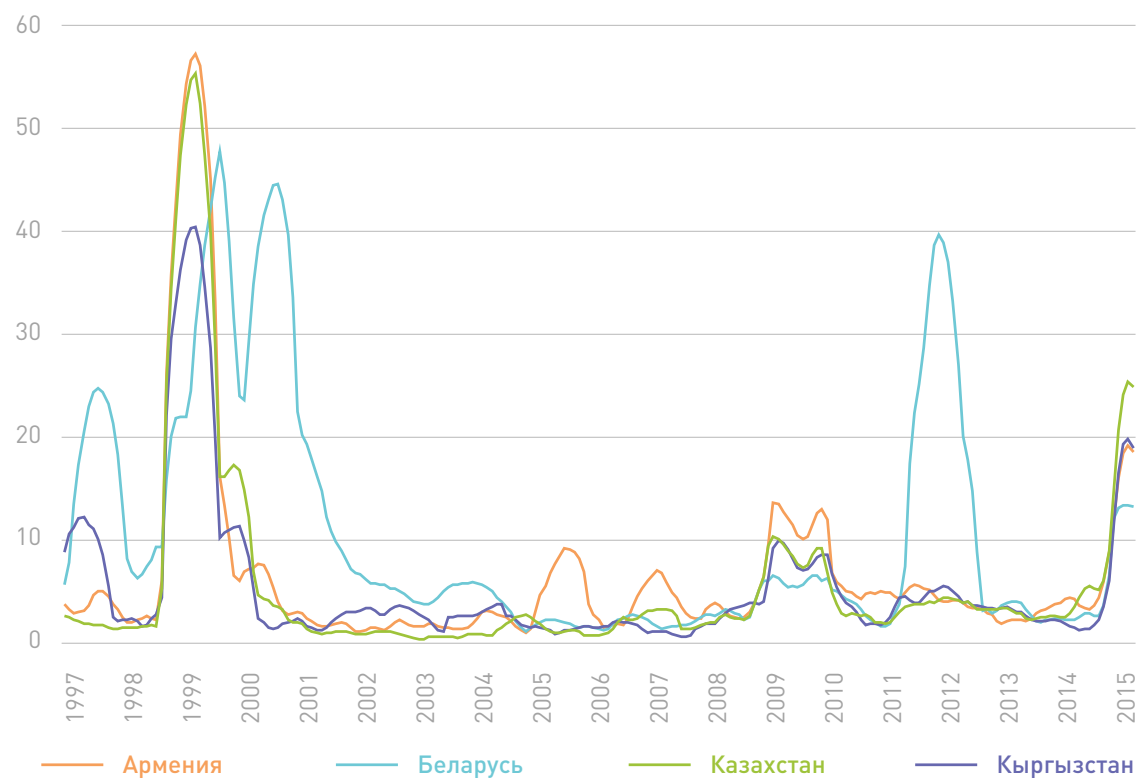


Рисунок 1.20.
Среднеквадратическое отклонение обменных курсов по отношению к российскому рублю, %

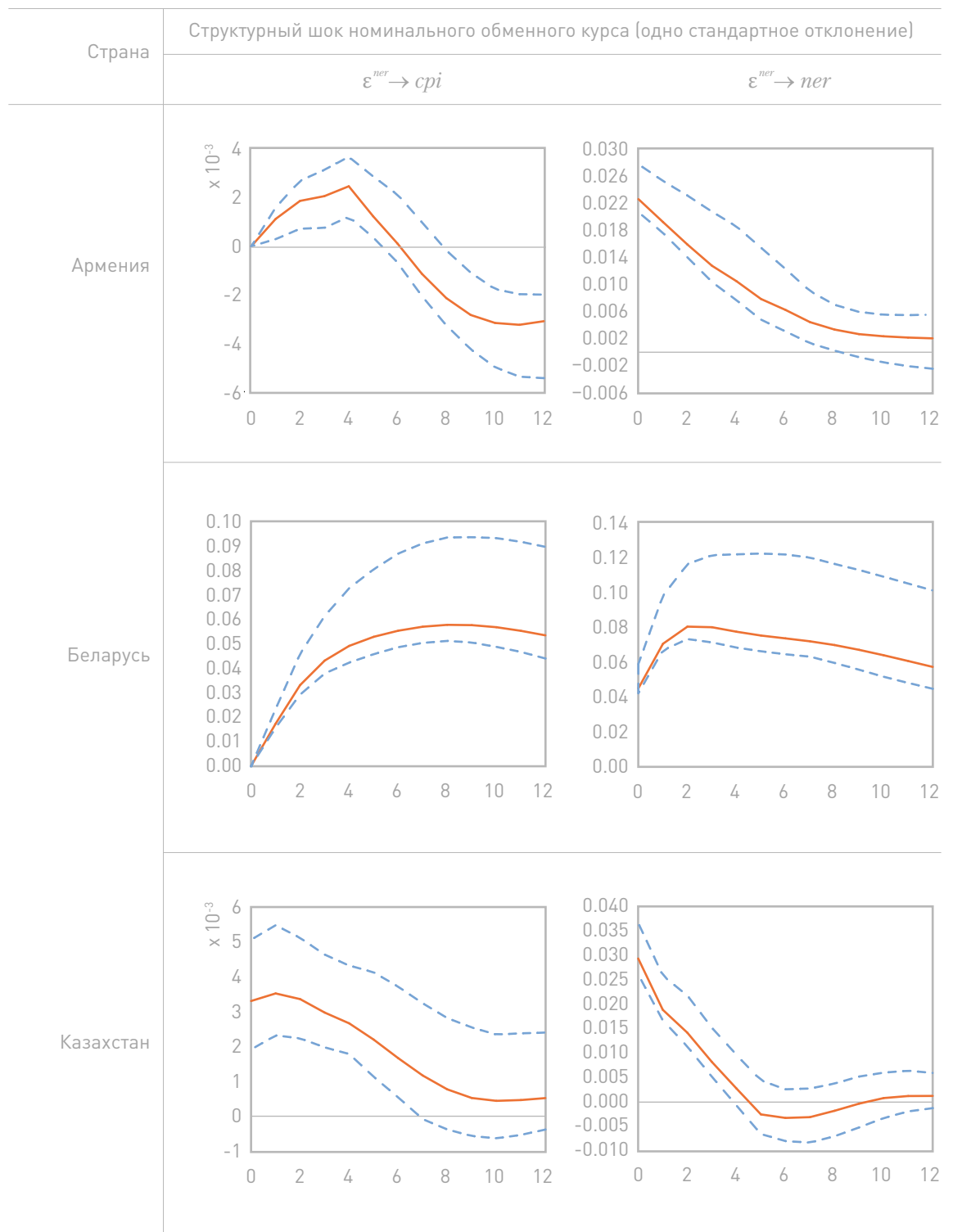
Источник: расчеты авторов, данные центральных банков.

для расчета коэффициентов эффекта переноса номинального обменного курса на инфляцию. Суть данного подхода подробно изложена в докладе ЕАБР и ЕЭК (Демиденко и др., 2017). Для оценки эффекта переноса номинального обменного курса на индекс потребительских цен использовалось соотношение значений функции импульсного отклика индекса потребительских цен и номинального обменного курса на структурный шок номинального обменного курса. Основным источником данных для анализа каналов монетарной трансмиссии была база данных международной финансовой статистики МВФ (IFS). В анализе были использованы квартальные данные, описывающие динамику реального ВВП, инфляции, денежной базы, обменного курса, ключевой процентной ставки центрального банка (см. Приложение, таблица П1), которые при необходимости корректировались на сезонность. Спецификации SVAR, использованные для оценки эффекта переноса номинального обменного курса на индекс потребительских цен, представлены в Приложении (таблица П2).

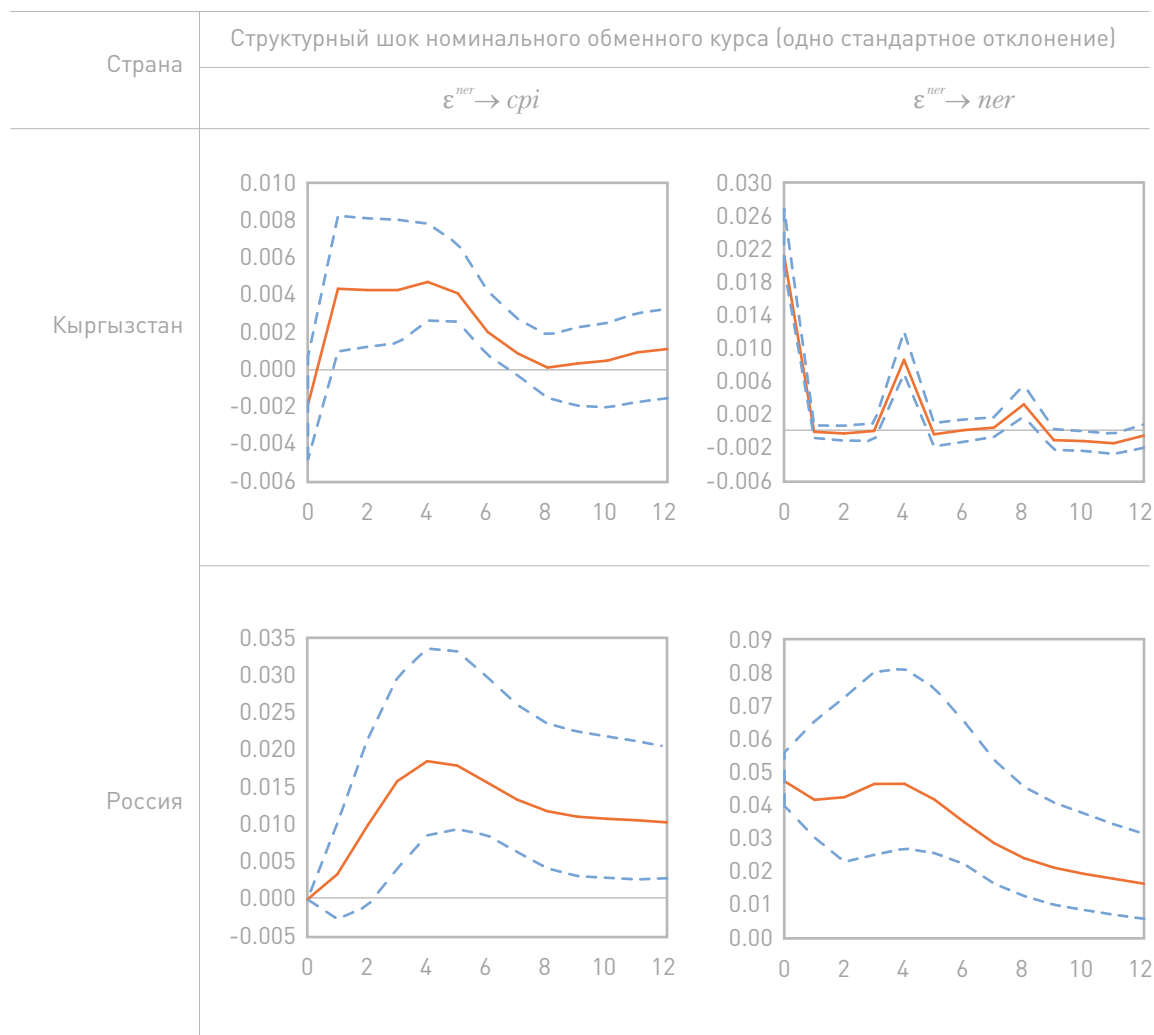
На рисунке 1.21 представлены соответствующие функции импульсного отклика для индекса потребительских цен и номинального обменного курса (полученные на основе структурных VAR; статистическая значимость откликов определяется доверительными интервалами, обозначенными пунктирными линиями).

КОЛЕБАНИЯ ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ В ЕАЭС В 2014–2015 ГОДАХ:
АНАЛИЗ И РЕКОМЕНДАЦИИ

Рисунок 1.21.
Функции импульсных откликов индекса потребительских цен и номинального обменного курса на шок номинального обменного курса



1. АНАЛИЗ ПОСЛЕДСТВИЙ ШОКА ПАДЕНИЯ НЕФТЯНЫХ ЦЕН
НА ЭКОНОМИКИ ГОСУДАРСТВ – ЧЛЕНОВ ЕАЭС



Источник: расчеты авторов.

Полученные результаты положены в основу расчета эффекта переноса номинального обменного курса на индекс потребительских цен. Такой расчет проводился только в том случае, когда значения функций импульсного отклика были статистически значимыми как для отклика индекса потребительских цен, так и для отклика номинального обменного курса. В принципе эффект переноса может быть определен за любой период времени. Он был рассчитан для государств – членов ЕАЭС в краткосрочном периоде (за один квартал) и в долгосрочном периоде (кумулятивно за четыре квартала). Полученные результаты представлены в таблице 1.7.

Таблица 1.7.
Эффект переноса номинального обменного курса на инфляцию в государствах – членах ЕАЭС (на основе структурной VAR)

Страна	Кумулятивный отклик на шок номинального обменного курса (одно стандартное отклонение)				Эффект переноса	
	индекса потребительских цен		номинального обменного курса			
	I квартал	IV квартал	I квартал	IV квартал	I квартал	IV квартал
Армения	0.0011	0.0025	0.0192	0.0105	0.057	0.238
Беларусь	0.0173	0.0491	0.0704	0.0773	0.246	0.635
Казахстан	0.0035	0.0030	0.0189	0.0083	0.185	0.361 ^{а)}
Кыргызстан	–	0.0047	–	0.0087	–	0.540 ^{б)}
Россия	–	0.0185	–	0.0465	–	0.398 ^{в)}

Примечания:

^{а)} представлен эффект переноса за три квартала, поскольку значение функции импульсного отклика для номинального обменного курса в IV квартале является статистически незначимым;

^{б)} представлен эффект переноса только за IV квартал, поскольку значения функции импульсного отклика для номинального обменного курса в I–II кварталах являются статистически незначимыми;

^{в)} представлен эффект переноса только за IV квартал, поскольку значения функции импульсного отклика для индекса потребительских цен в I–II кварталах являются статистически незначимыми (см. рисунок 1.21).

Источник: расчеты авторов.

Динамика обменного курса оказывала различное влияние на изменение индекса потребительских цен в странах ЕАЭС. В краткосрочном периоде наименьший коэффициент эффекта переноса наблюдался в Армении, а наибольший – в Беларуси. Для России и Кыргызстана краткосрочные эффекты не могли быть рассчитаны из-за незначимости соответствующих значений функций импульсного отклика за один квартал. Что касается кумулятивного эффекта переноса за один год (долгосрочный период), то наибольшее значение коэффициента эффекта переноса имело место в Беларуси и Кыргызстане, а наименьшее – в Армении. Различия между странами в величинах коэффициентов переноса номинального обменного курса на индекс потребительских цен могут быть обусловлены удельным весом импорта в ВВП, уровнем долларизации экономики, а также проводимой монетарной политикой.

Оценка взаимного влияния курсов национальных валют в государствах – членах ЕАЭС в условиях шока цен на нефть

Для оценки взаимного влияния курсов национальных валют в государствах – членах ЕАЭС использовались стандартная векторная авторегрессия, включающая индексы номинальных обменных курсов для доллара США в качестве эндогенных переменных, а также индекс цены на нефть в качестве экзогенной переменной. Для оценки модели использовались месячные данные за период с января 1995 года по июнь 2016 года.

Динамика номинальных обменных курсов стран Союза в определенной мере вза-

имосвязана, однако сила такого взаимного влияния проявлялась только в некоторых случаях. В частности, на номинальный обменный курс в Армении статистически значимое влияние оказывала динамика курса в России; на номинальный обменный курс в Беларуси влияли курсы в России и Казахстане; номинальный обменный курс Казахстана испытывал влияние России и Кыргызстана; в Кыргызстане – Казахстана и России; на номинальный обменный курс в России в определенной степени влияли обменные курсы в Беларуси, Казахстане. Наиболее значимые результаты представлены на рисунках 1.22 и 1.23.

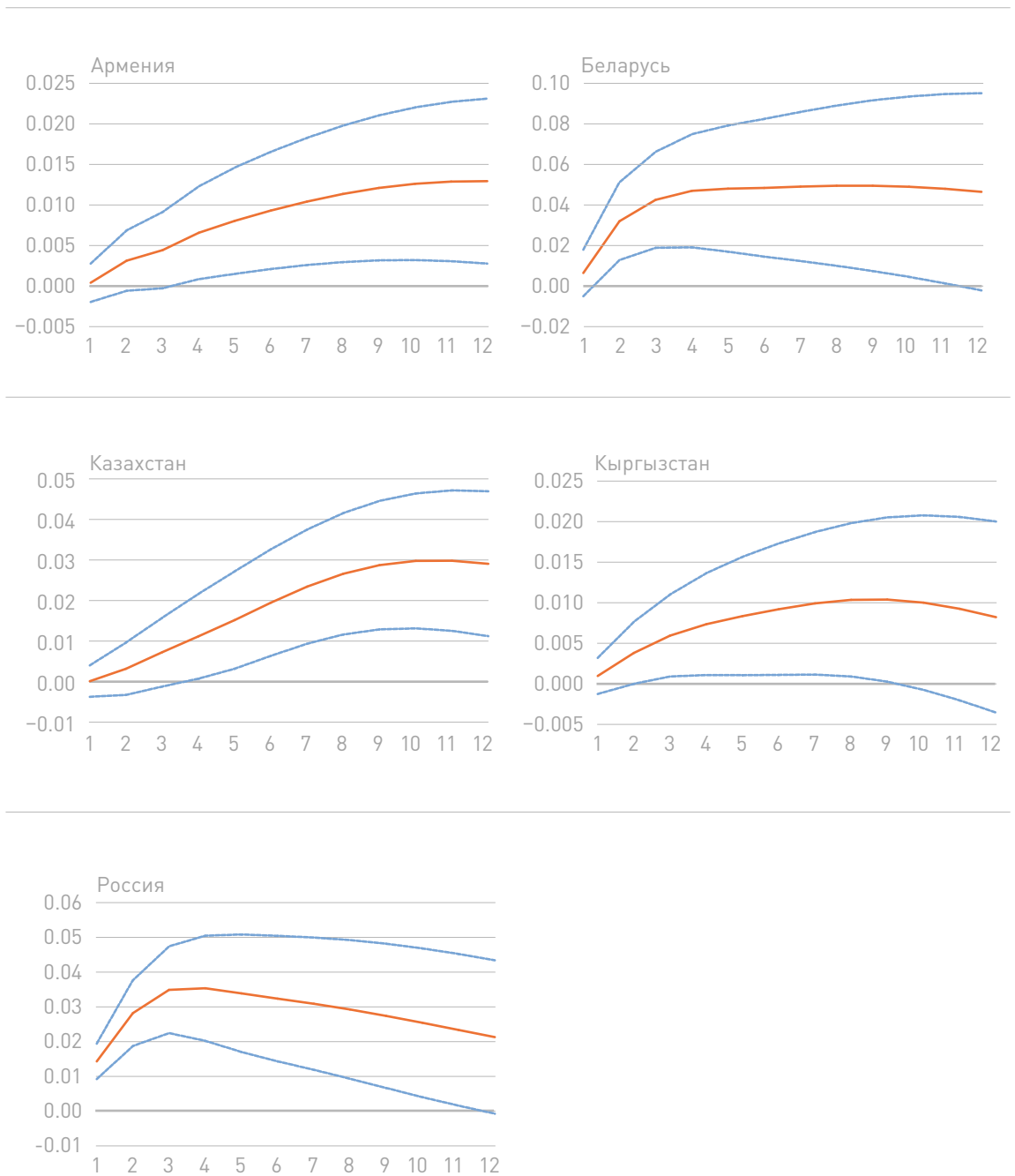
Снижение цены на нефть влияло на номинальные курсы валют во всех государствах-участниках (рисунок 1.22). Наибольшее давление на номинальный курс от снижения цены на нефть имело место в Беларуси и России, а также в Казахстане (происходило с запозданием в несколько месяцев). В Армении и Кыргызстане такое влияние было существенно ниже.

Ослабление номинального курса российского рубля вследствие снижения цен на нефть оказывало статистически значимое влияние на динамику номинальных обменных курсов во всех государствах, входящих в ЕАЭС (рисунок 1.23). При этом наибольшее влияние испытывала Беларусь, на втором месте – Казахстан, затем Кыргызстан и Армения. Таким образом, шоки, вызванные изменением цены на нефть, транслировались на динамику номинальных обменных курсов государств-участников. Кроме того, отмечались взаимное влияние и совместная коррекция обменных курсов отдельных стран. Однако все это происходило в условиях различий в проводимой монетарной политике, не позволивших полностью скоординировать действия по адаптации номинальных обменных курсов, что вызывало волатильность макроэкономических параметров и оказало влияние на конкурентные позиции государств – членов ЕАЭС и их взаимную торговлю.

КОЛЕБАНИЯ ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ В ЕАЭС В 2014–2015 ГОДАХ:
АНАЛИЗ И РЕКОМЕНДАЦИИ

Рисунок 1.22.
Влияние снижения
цены на нефть
на динамику
номинальных
обменных курсов
в государствах –
членах ЕАЭС

Обобщенный отклик на снижение цены на нефть
(одно стандартное отклонение)



Источник: расчеты авторов.

1. АНАЛИЗ ПОСЛЕДСТВИЙ ШОКА ПАДЕНИЯ НЕФТЯНЫХ ЦЕН НА ЭКОНОМИКИ ГОСУДАРСТВ – ЧЛЕНОВ ЕАЭС

Обобщенный отклик на рост номинального курса российского рубля
(одно стандартное отклонение)

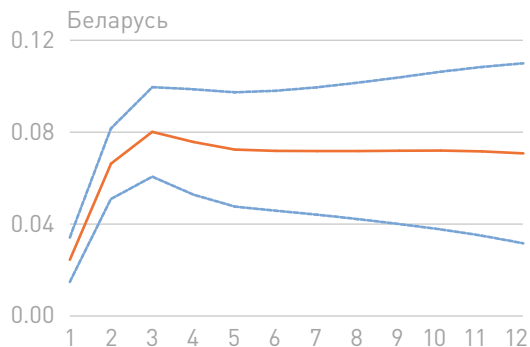
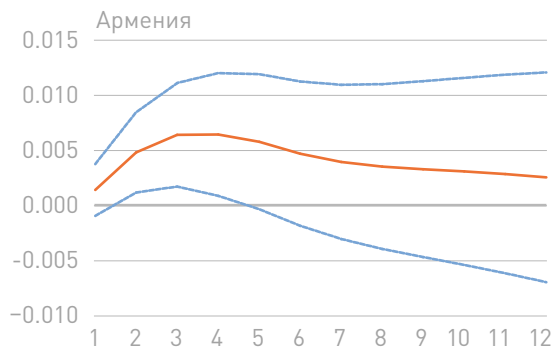
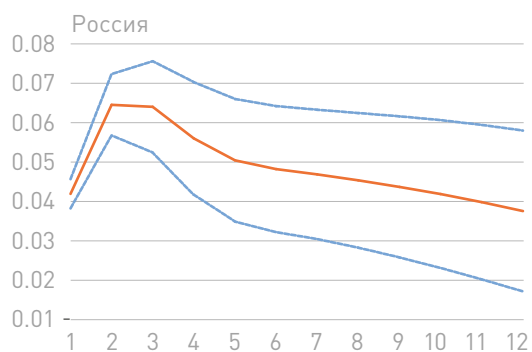
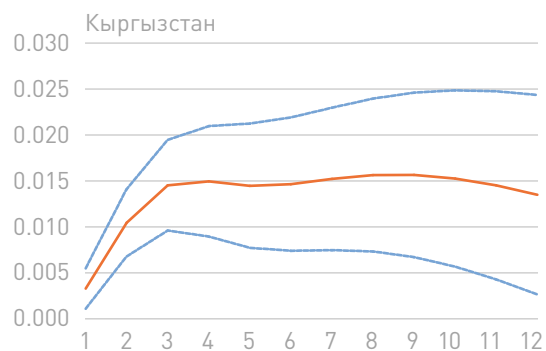
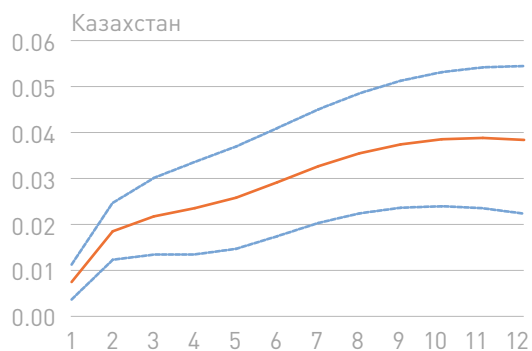


Рисунок 1.23.
Влияние роста номинального обменного курса российского рубля на динамику номинальных обменных курсов в государствах – членах ЕАЭС



Источник: расчеты авторов.

2. Курсовая политика в государствах – членах ЕАЭС: теоретические и практические аспекты

2.1. Причины изменений валютных курсов: теоретический аспект

Анализу факторов, оказывающих влияние на волатильность обменного курса, уделялось большое внимание как в теоретических, так и в эмпирических исследованиях. Набор рассматриваемых в литературе факторов достаточно обширен, и до сих пор ведутся дискуссии как о характере их воздействия на изменения курса, так и о методах анализа и используемых моделях. Например, по-прежнему существуют различные мнения относительно взаимосвязи между изменениями обменного курса и основными макроэкономическими показателями. В качестве основной причины колебаний курса называются «новости» (Dornbusch, 1978; Frenkel, 1981), а также шоки, возникающие на самих валютных рынках вследствие изменения риск-премии, закладываемой в обменный курс (Farrant, Peersman, 2006). В самом общем виде факторы, оказывающие воздействие на курс валюты, подразделяют на четыре группы: экономические, неэкономические, долгосрочные и краткосрочные. При этом степень их влияния на колебания обменного курса различна и зависит от специфики конкретной страны.

Таблица 2.1.
Факторы, влияющие на волатильность обменного курса

Экономические факторы	
Краткосрочные	Долгосрочные
Темпы экономического роста	Уровень экономического развития
Инфляция	Степень внешнеторговой открытости страны
Монетарная политика	Конкурентоспособность экономики
Налогово-бюджетная политика, дефицит бюджета	Размер внешнего долга
Процентные ставки в стране и за рубежом	Режим обменного курса
Сальдо текущего счета	Степень независимости центрального банка
Сальдо счета операций с капиталом	
Степень открытости счета операций с капиталом	
Валютные спекуляции	
Международные резервные активы (в месяцах импорта)	
Неэкономические факторы	
Политические риски	
Факторы «мягкой силы» (демографические, психологические, институциональные)	
Стихийные бедствия	

Источник: составлено авторами по Benita, Lauterbach (2007); Canales-Kriljenko, Habermeier (2004); Cevik, Harris, Yilmaz (2015).

Одним из факторов, влияющих на колебания обменного курса, является его режим. Согласно исследованию, проведенному по 85 развитым и развивающимся странам (Canales-Kriljenko, Habermeier, 2004), **при плавающем обменном курсе его волатильность является существенно более высокой, чем при других режимах.** Расчеты также показали, что страны, использовавшие режим скользящего коридора, смогли уменьшить волатильность номинального эффективного обменного курса (НЭОК) ниже уровня, соответствующего их макроэкономическому развитию и степени открытости. В рамках режимов, предусматривающих меньшую гибкость обменного курса, не удалось добиться сокращения колебаний НЭОК, однако волатильность обменного курса по отношению к якорной валюте или корзине валют уменьшилась. В исследовании отмечается, что основной задачей обычного фиксированного режима обменного курса может быть установление более надежного номинального якоря для монетарной политики и улучшение перспектив достижения более низкой инфляции.

Вследствие отсутствия консенсуса относительно факторов, определяющих изменение обменного курса, подходы и модели, используемые для его анализа и прогнозирования, также различаются. В литературе имеются три основные точки зрения по данному вопросу (Canales-Kriljenko, Habermeier, 2004):

1. В краткосрочном периоде для стран, у которых не наблюдается высокой инфляции, модели, включающие основные макроэкономические переменные, показывают результаты не лучше, чем модели случайного блуждания при вневыборочном прогнозировании обменного курса.
2. Основные макроэкономические показатели играют важную роль в объяснении поведения обменного курса. Однако ряд авторов полагают, что их можно использовать только для долгосрочных периодов, а причины краткосрочных колебаний курса они раскрыть не в состоянии. В то же время существует мнение, что основные макроэкономические показатели можно использовать для анализа и прогнозирования обменного курса как в долгосрочном, так и в краткосрочном периоде (MacDonald, 1999).
3. В краткосрочном периоде основные макроэкономические показатели и модели случайного блуждания не могут объяснить поведение обменного курса. Оно зависит от факторов рыночной микроструктуры, в том числе от агрегирования информации валютными дилерами. В соответствии с таким подходом «недилеры» узнают о фундаментальных факторах, влияющих на обменный курс, и эти знания отражаются в заявках, которые они передают дилерам. Последние получают информацию о фундаментальных факторах на основе потока заявок. В итоге курс формируется на основе двухступенчатого процесса узнавания информации (Lyons, 2001).

2.2. Варианты проведения курсовой политики в государствах – членах ЕАЭС: модельные расчеты

Шоки 2014 года и последовавшая за ними высокая волатильность макроэкономических показателей во всех государствах – членах ЕАЭС поставили на повестку дня вопрос о том, может ли более тесная координация политики в денежно-кредитной сфере в ЕАЭС

привести к лучшим экономическим результатам по сравнению с теми, которые были получены в прошлом. С этой целью в работе были использованы две серии модельных расчетов, основанных на моделях ЕЭК и ЕАБР (Демиденко и др., 2016), оценивающих реакцию экономик на разные типы шоков при разных режимах обменного курса.

Были рассмотрены три режима, которые также использовались в модельных расчетах при определении оптимального режима валютного курса для минимизации макроэкономической волатильности. В рамках «базового режима» ключевая ставка реагирует на инфляцию и (несколько меньшим весом) на курс национальной валюты по отношению к доллару США. В случае использования «режима привязки» центральные банки четырех стран Евразийского союза, за исключением России, привязывают обменные курсы к корзине валют ЕАЭС¹² с учетом их экономического веса, в то время как Россия устанавливает режим обменного курса исходя из своих собственных стратегических целей. При «промежуточном режиме» монетарная политика схожа с той, которая предусмотрена базовым режимом, за исключением того, что экономики четырех меньших государств реагируют (помимо стандартных внутренних целей) на динамику обменного курса российского рубля.

2.2.1. Анализ влияния различных курсовых политик государств – членов ЕАЭС на снижение волатильности основных макропоказателей в условиях шоков 2014 года

На первом этапе были смоделированы последствия прошлых шоков последнего квартала 2014 года для каждого из описанных выше режимов. Как уже отмечалось ранее, в IV квартале 2014 года российский рубль резко обесценился. Основными причинами этих событий стали снижение цен на нефть и введение против России экономических санкций. В процессе моделирования было сделано допущение о том, что сокращение выпуска продукции в России обусловлено одновременным действием следующих трех факторов: (1) сокращением российского ВВП, в том числе под воздействием санкций (учтено как шок спреда процентных ставок), (2) снижением цен на нефть на 39% в IV квартале 2014 года по отношению к III кварталу в годовом выражении, а также (3) шоком повышения на 14 п. п. российской рискованной премии, что повлияло и на рискованные премии остальных четырех стран.

Эти шоки передаются от российской экономики экономикам других государств Союза по нескольким каналам. Во-первых, в рамках реальноэкономического канала отрицательный разрыв выпуска в России создает отрицательный разрыв выпуска в других странах путем сокращения объема торговли и денежных переводов¹³. Второй канал носит финансовый характер: повышение рискованной премии России провоцирует повышение рискованных премий активов других стран вследствие распространения региональной «финансовой лихорадки». Третий канал представлен ценами на ресурсно-сырьевые товары: падение цен на нефть при прочих равных условиях ведет к снижению инфляции во всех остальных странах. Путем модельных расчетов получены следующие результаты.

¹² Корзина валют ЕАЭС рассчитывалась как средневзвешенное курсов национальных валют к доллару США, где весами выступает относительный размер экономик ЕАЭС по ВВП.

¹³ На размер денежных переводов также повлияла опережающая девальвация рубля.

2. КУРСОВАЯ ПОЛИТИКА В ГОСУДАРСТВАХ – ЧЛЕНАХ ЕАЭС: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ

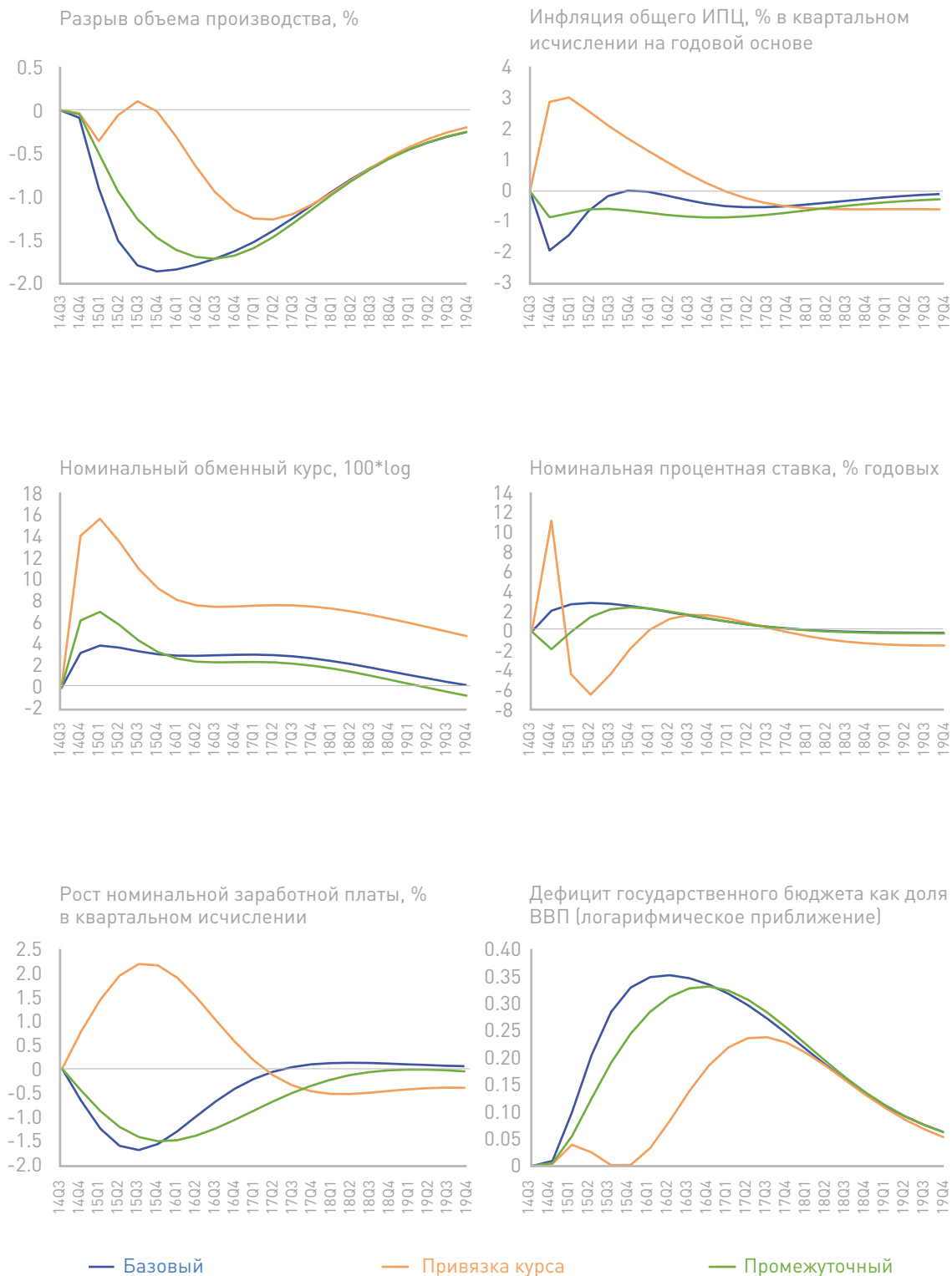


Рисунок 2.1. Импульсные реакции для Армении: реакция на комплексный ретроспективный шок в рамках разных режимов обменного курса

Источник: расчеты авторов.

КОЛЕБАНИЯ ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ В ЕАЭС В 2014–2015 ГОДАХ:
АНАЛИЗ И РЕКОМЕНДАЦИИ

Рисунок 2.2.
Импульсные
реакции для
Беларуси: реакция
на комплексный
ретроспективный
шок в рамках
разных режимов
обменного курса



Источник: расчеты авторов.

2. КУРСОВАЯ ПОЛИТИКА В ГОСУДАРСТВАХ – ЧЛЕНАХ ЕАЭС:
ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ

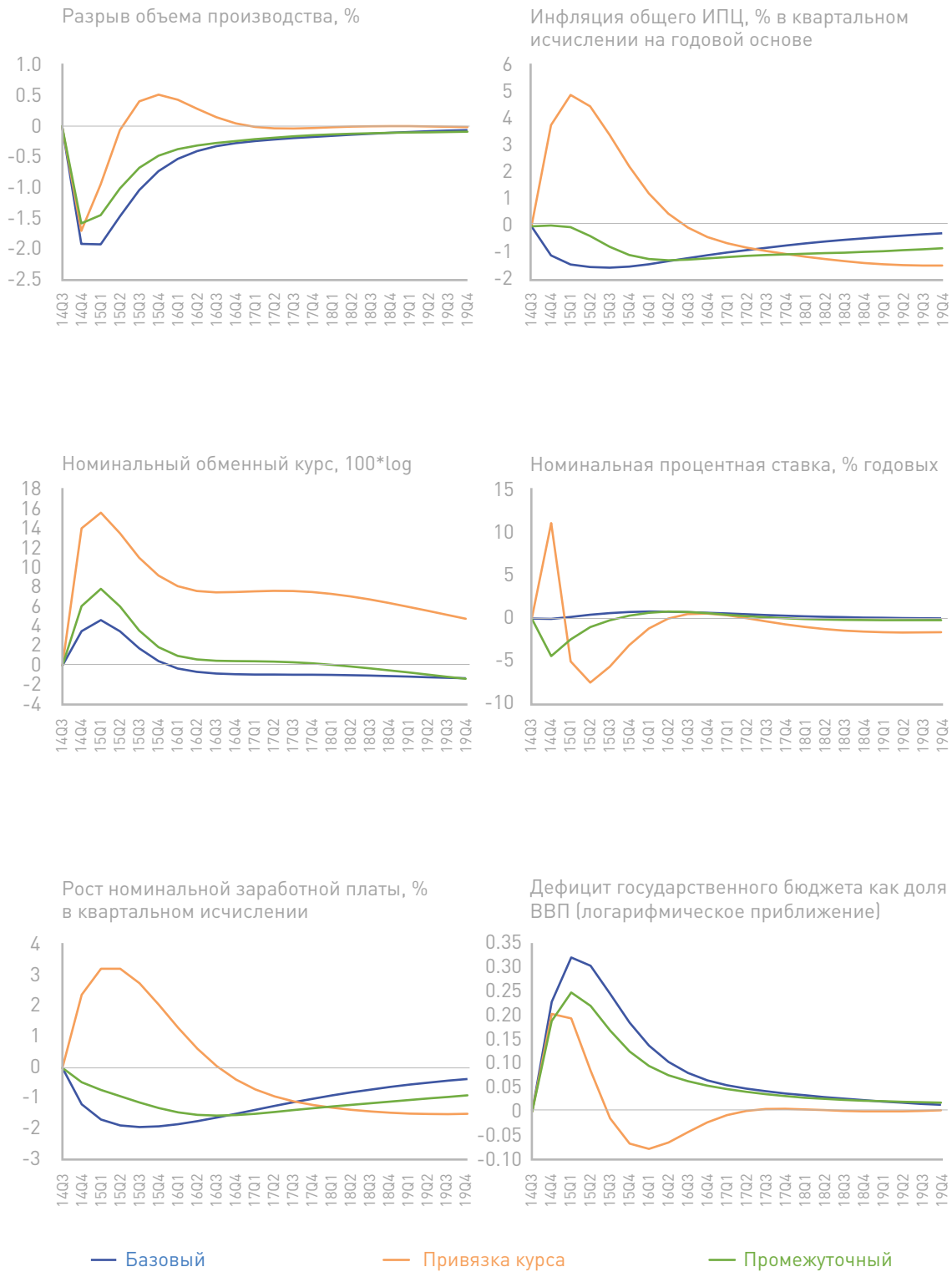
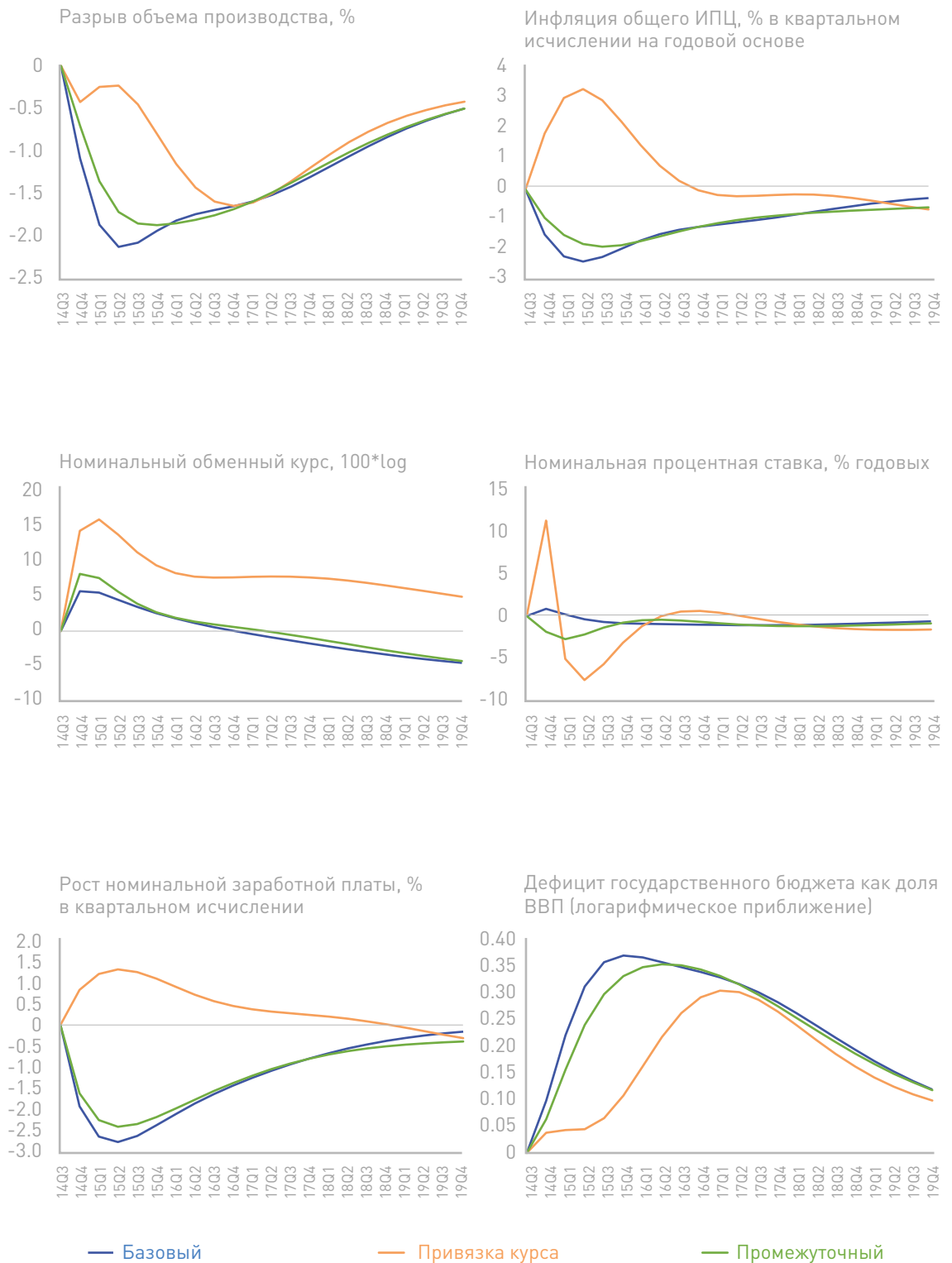


Рисунок 2.3. Импульсные реакции для Казахстана: реакция на комплексный ретроспективный шок в рамках разных режимов обменного курса

Источник: расчеты авторов.

КОЛЕБАНИЯ ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ В ЕАЭС В 2014–2015 ГОДАХ:
АНАЛИЗ И РЕКОМЕНДАЦИИ

Рисунок 2.4.
Импульсные реакции для Кыргызстана: реакция на комплексный ретроспективный шок в рамках разных режимов обменного курса



Источник: расчеты авторов.

При базовом режиме реакция монетарной политики в других странах выражена не столь явно, как в России. Поскольку снижение обменного курса и соответствующий рост инфляции в них намного меньше, чем в России, в другие страны транслируется только 30% рискованной премии, вызванной ее шоком. Кроме того, в остальных четырех государствах масштаб отрицательного разрыва выпуска меньше, так как внешний спрос составляет лишь небольшую долю внутреннего спроса.

В рамках промежуточного режима монетарная политика смягчается с самого начала вследствие попыток хотя бы немного стабилизировать перекрестные обменные курсы по отношению к рублю. Это ведет к несколько более сильному обесценению, более высокой инфляции и не столь большому отрицательному разрыву выпуска.

Напротив, **жесткая привязка к единой корзине валют** сразу ведет к резкому росту процентных ставок. Из-за существования условия непокрытого паритета процентных ставок, чтобы зафиксировать перекрестные обменные курсы по отношению к рублю, все другие страны должны как можно точнее имитировать российскую монетарную политику. За обесценением валют по отношению к доллару параллельно российскому рублю должно следовать повышение процентных ставок¹⁴. Вскоре, однако, по мере стабилизации ситуации в России и восстановления стоимости рубля, процентные ставки опустятся ниже базового уровня.

Режим привязки может закрыть разрыв выпуска быстрее, но за счет более высокой и волатильной инфляции. Вторым преимуществом этого режима является меньший дефицит бюджета. Это верно по отношению ко всем малым странам региона.

2.2.2. Определение оптимальных режимов курсовой политики с точки зрения минимизации макроэкономической волатильности в государствах – членах ЕАЭС

Одной из ключевых задач монетарной политики является минимизация макроэкономической волатильности в среднесрочной перспективе. С этой целью в работе ставилась задача определить, как повлияли бы на макроэкономическую волатильность различия в режимах монетарной политики, если бы характеристики шоков были получены исходя из продолжительного временного горизонта. Для расчетов была использована модель ЕАБР – ЕЭК, имеющая внешний блок, включающий в себя цены на нефть и золото, инфляцию в США и еврозоне, процентные ставки, перекрестные обменные курсы и разрывы выпуска. В качестве методологической основы был применен подход (Hurnik, Tuma, Vavra, 2010), преследующий своей целью определить оптимальный режим обменного курса для создания благоприятной макроэкономической среды (обеспечения низкой волатильности инфляции и выпуска) с учетом характера шоков, которым обычно подвержена экономика той или иной страны.

Для того чтобы проанализировать влияние разных режимов обменного курса на волатильность инфляции и ВВП, были рассмотрены семь групп ретроспективных шоков за период с 2003 по 2015 год.

¹⁴Используется допущение о том, что если в случае применения фиксированного режима обменный курс определяется полностью впередсмотрящим НППС, то в рамках гибкого режима мы используем гибридное условие НППС. Это соответствует наблюдению, согласно которому в гибких режимах ожидания в отношении динамики обменных курсов ожидания реагируют на изменение процентных ставок с некоторым лагом, в то время как в случае применения фиксированного режима (при условии полного доверия к нему со стороны участников рынка) они носят полностью впередсмотрящий характер.

1. **К внутренним финансовым шокам** относятся прямые шоки, затрагивающие монетарную и курсовую политику, а также целевой показатель инфляции.
2. **Внутренние реальноэкономические шоки** включают в себя шоки, затрагивающие разрыв выпуска, инфляцию, объем денежных переводов и тренд реального обменного курса.
3. **К технологическим шокам** относятся только шоки, затрагивающие тренд ВВП.
4. **Внешние реальноэкономические шоки** – это шоки, затрагивающие разрыв выпуска, ИПЦ и реальный обменный курс в еврозоне; разрыв выпуска, ИПЦ, разрыв и тренд реальных процентных ставок в США; а также разрыв выпуска, ИПЦ и реальный обменный курс в России¹⁵.
5. **Внешние финансовые шоки** включают в себя шоки, затрагивающие российскую рисковую премию, обменный курс рубля по отношению к доллару США, целевой уровень российской инфляции и российские шоки монетарной политики.
6. **Шоки цен на ресурсно-сырьевые товары** – это шоки, затрагивающие трендовые и разрывные компоненты цен на нефть и золото.
7. В последнюю группу включены **все остальные шоки модели**.

При моделировании были использованы три режима обменного курса, описанные выше (базовый режим, режим привязки к корзине валют ЕАЭС, промежуточный режим), для четырех меньших по размеру государств объединения, исходя из допущения о том, что Россия преследует исключительно свои собственные цели внутренней монетарной политики.

При моделировании были рассчитаны два типа дисперсии ошибок прогнозирования. Первый тип представляет ошибки, которые обусловлены горизонтом прогнозирования, второй – ошибки, которые не зависят от горизонта прогнозирования. Это помогает установить, какие шоки влияют на волатильность макроэкономических переменных в краткосрочной перспективе, а какие – в долгосрочной перспективе.

Режимы оценивались исходя из их способности смягчать влияние шоков на экономику: чем ниже уровень волатильности переменных, тем эффективнее режим обменного курса. Теоретически чем весомее финансовые шоки, тем лучше работает режим фиксированного курса, тогда как, если более важную роль играют реальные шоки, эффективнее оказывается режим гибкого обменного курса. На рисунках 2.5–2.8 представлены ключевые результаты анализа безусловных (то есть долгосрочных) волатильностей. Рисунки 2.9–2.16 отображают результаты разложения разности вариаций промежуточного и фиксированного режимов в отношении различных шоков.

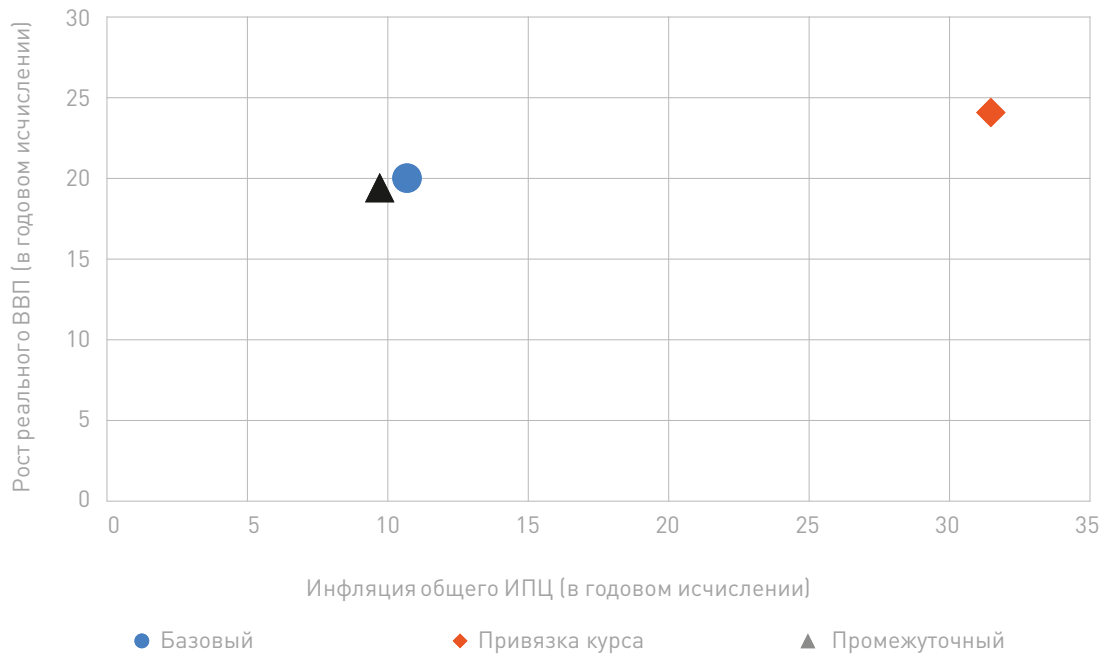
¹⁵ В последние два года, по которым проводилась оценка, все больше стало проявляться влияние Китая. Эта экономика все больше становится основным источником внешних шоков, что особенно проявилось в 2014 году, когда спрос на нефть и другие ресурсы упал в том числе и из-за резкого и неожиданного замедления китайской экономики.

Результаты моделирования указывают на то, что в трех из четырех стран (кроме Беларуси) базовый и промежуточный режимы являются более предпочтительными по сравнению с режимом привязки обменного курса с точки зрения волатильности как инфляции, так и ВВП. Это обусловлено тем фактом, что в случае применения фиксированного режима, несмотря на исчезновение внутренних финансовых шоков, имеет место существенное повышение вклада волатильности цен на ресурсно-сырьевые товары и усиление внешних реальных и финансовых шоков, что в конечном итоге ведет к росту макроэкономической волатильности.

Случай Беларуси представляет собой исключение: здесь минимальный уровень волатильности обеспечивается применением режима привязки обменного курса¹⁶. В этой стране главной причиной общей волатильности являются внутренние финансовые шоки (рисунки 2.11–2.12). Как следствие, их ослабление в рамках режима привязки не в полном объеме компенсируется ростом волатильности реальных шоков, тем самым повышая эффективность этого режима.

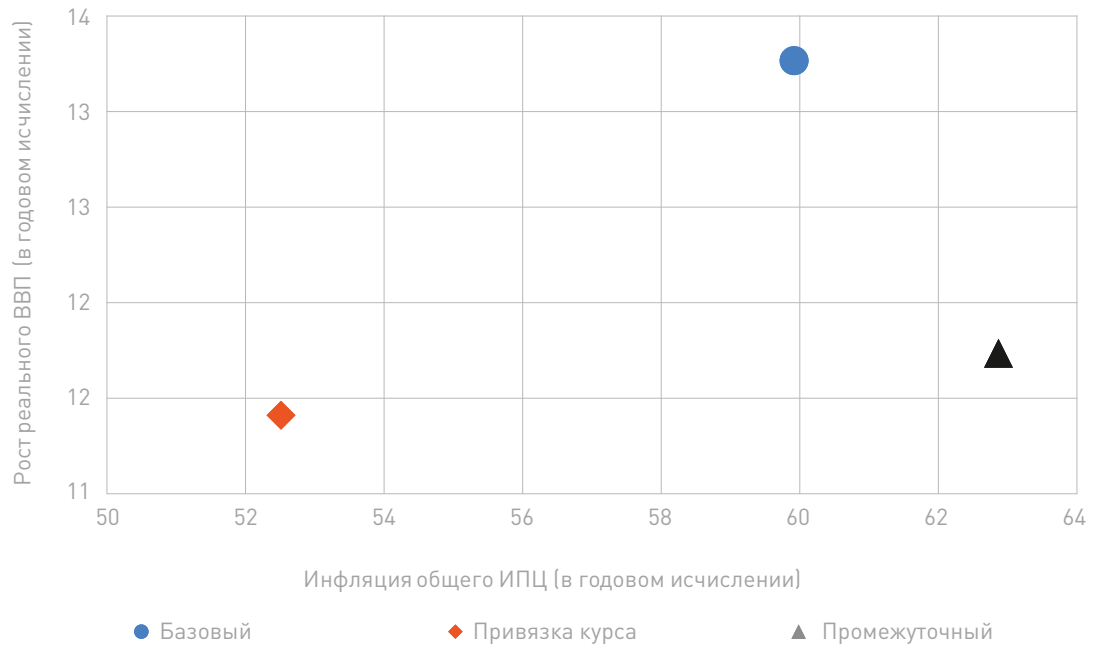
¹⁶Ряд авторов, рассматривая вопросы колебаний взаимных валютных курсов на пространстве СНГ, приходят к схожим выводам. Так, М. Дабровский (Dabrowski, 2016) приводит подробную историю возникновения и разрешения валютных кризисов на постсоветском пространстве и подчеркивает важность таргетирования инфляции и проведения структурных и институциональных реформ. Одновременно он заключает, что для небольших экономик постсоветского пространства фиксация/стабилизация обменного курса может быть более выгодна в силу низкого доверия экономических агентов к монетарным властям.

Рисунок 2.5.
Общая дисперсия
в рамках разных
режимов обменного
курса в Армении



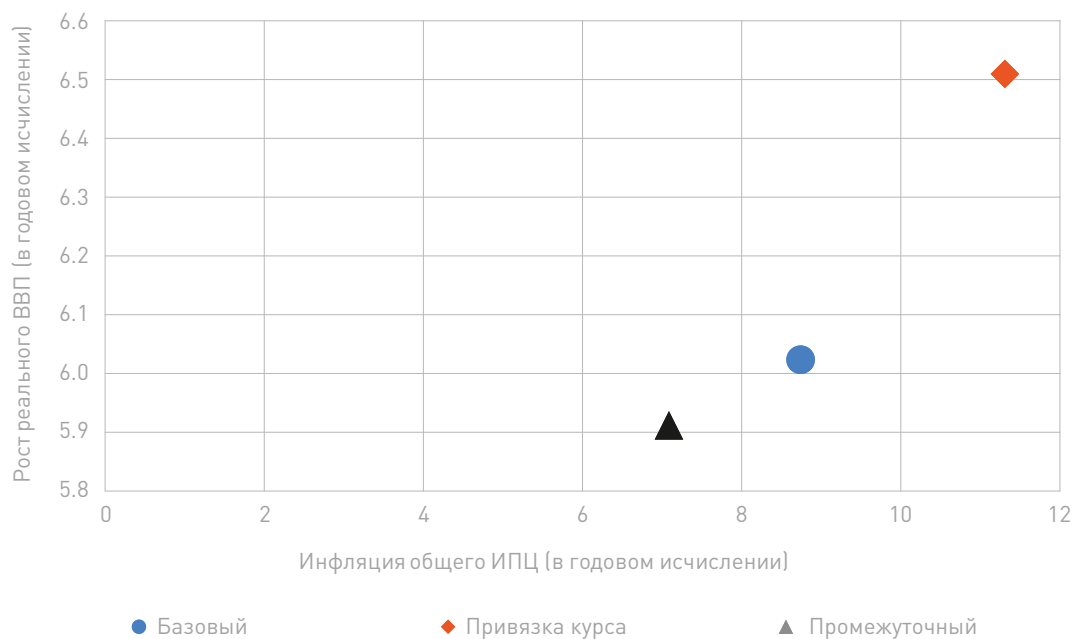
Источник: расчеты авторов.

Рисунок 2.6.
Общая дисперсия
в рамках разных
режимов обменного
курса в Беларуси

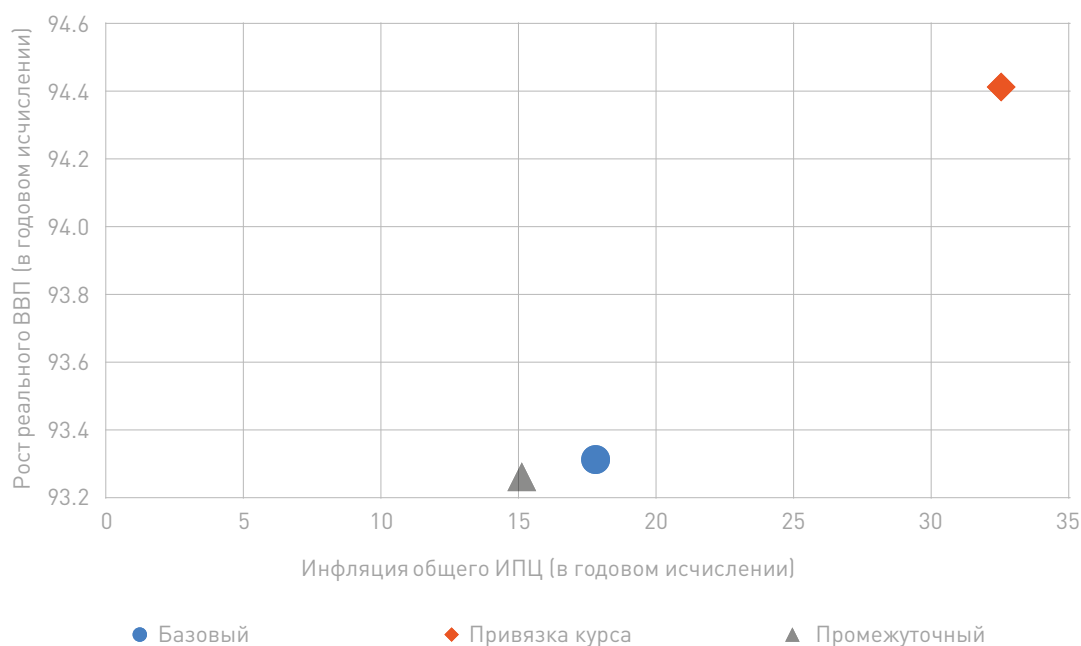


Источник: расчеты авторов.

2. КУРСОВАЯ ПОЛИТИКА В ГОСУДАРСТВАХ – ЧЛЕНАХ ЕАЭС: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ



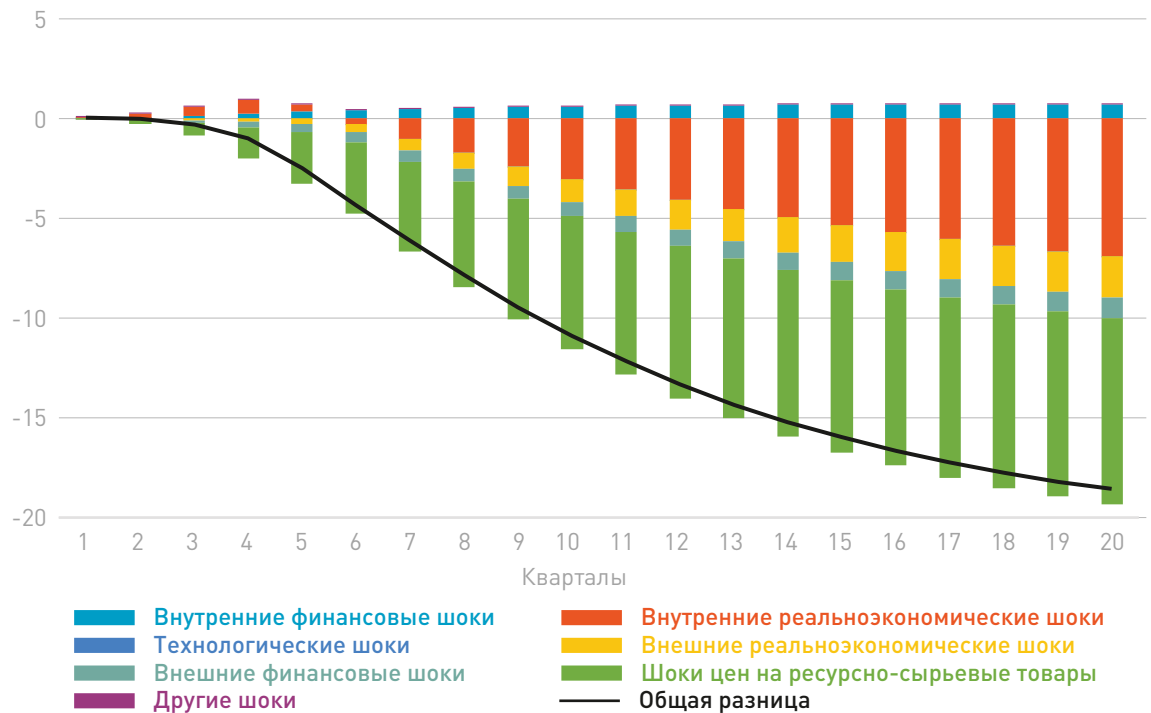
Источник: расчеты авторов.



Источник: расчеты авторов.

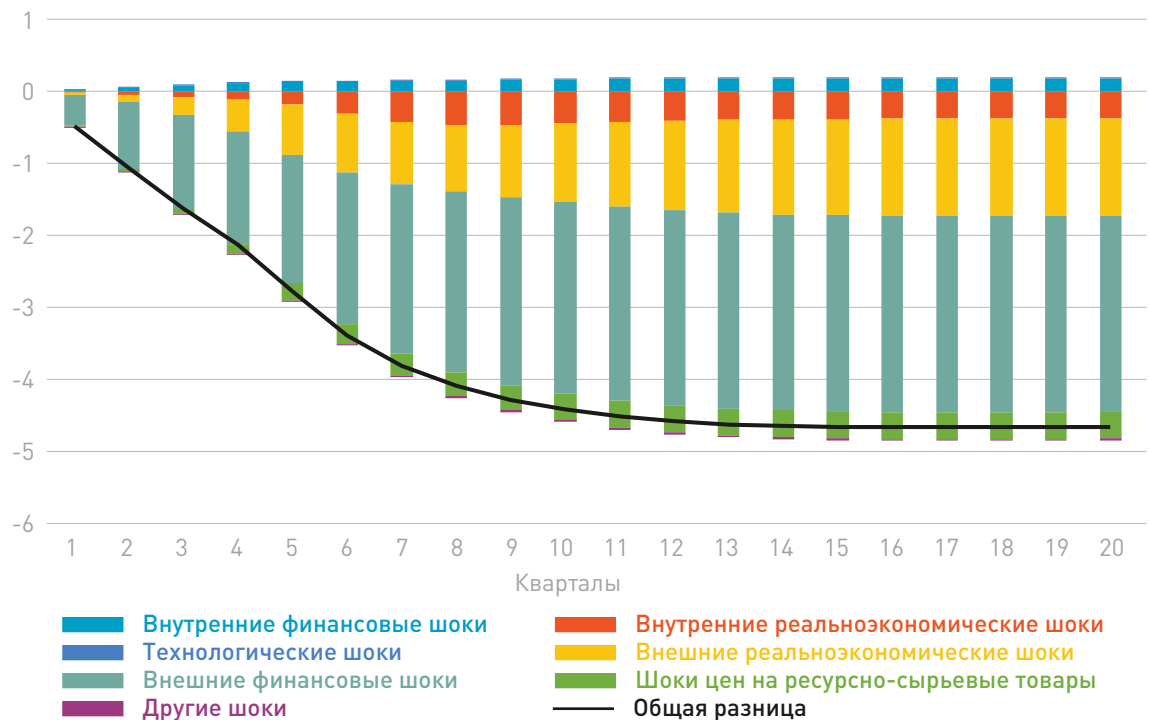
КОЛЕБАНИЯ ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ В ЕАЭС В 2014–2015 ГОДАХ:
АНАЛИЗ И РЕКОМЕНДАЦИИ

Рисунок 2.9. Армения: разность между показателями условной дисперсии для промежуточного режима и режима привязки для инфляции, п. п.



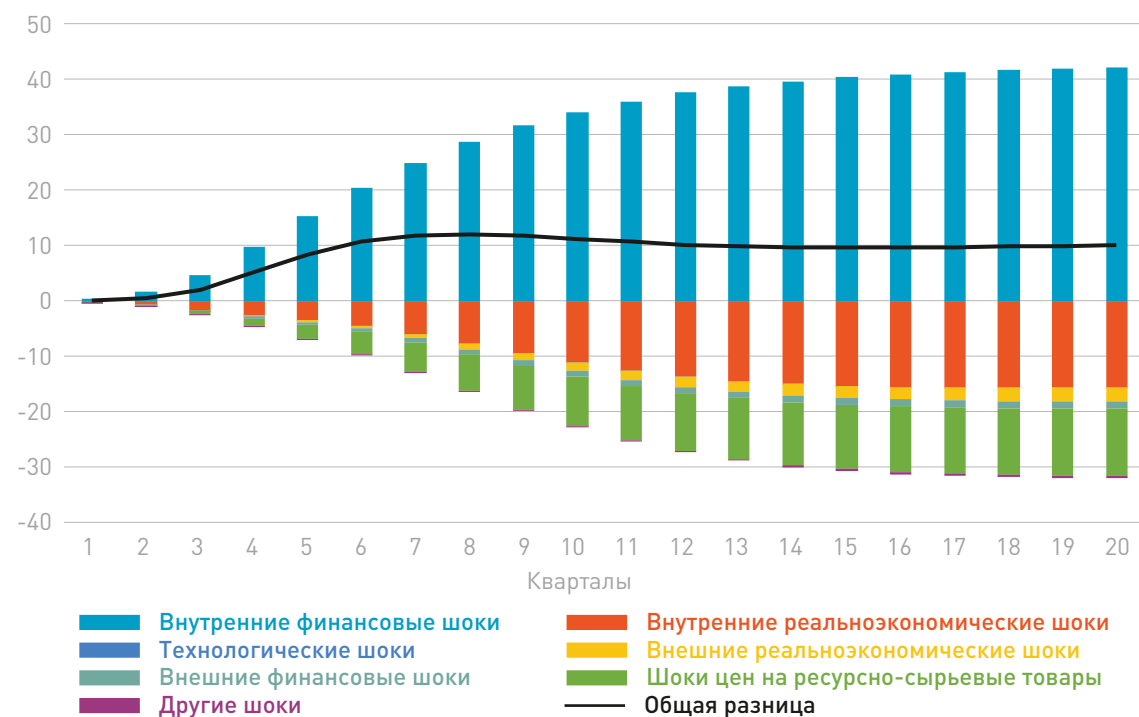
Источник: расчеты авторов.

Рисунок 2.10. Армения: разность между показателями условной дисперсии для промежуточного режима и режима привязки для ВВП, п. п.

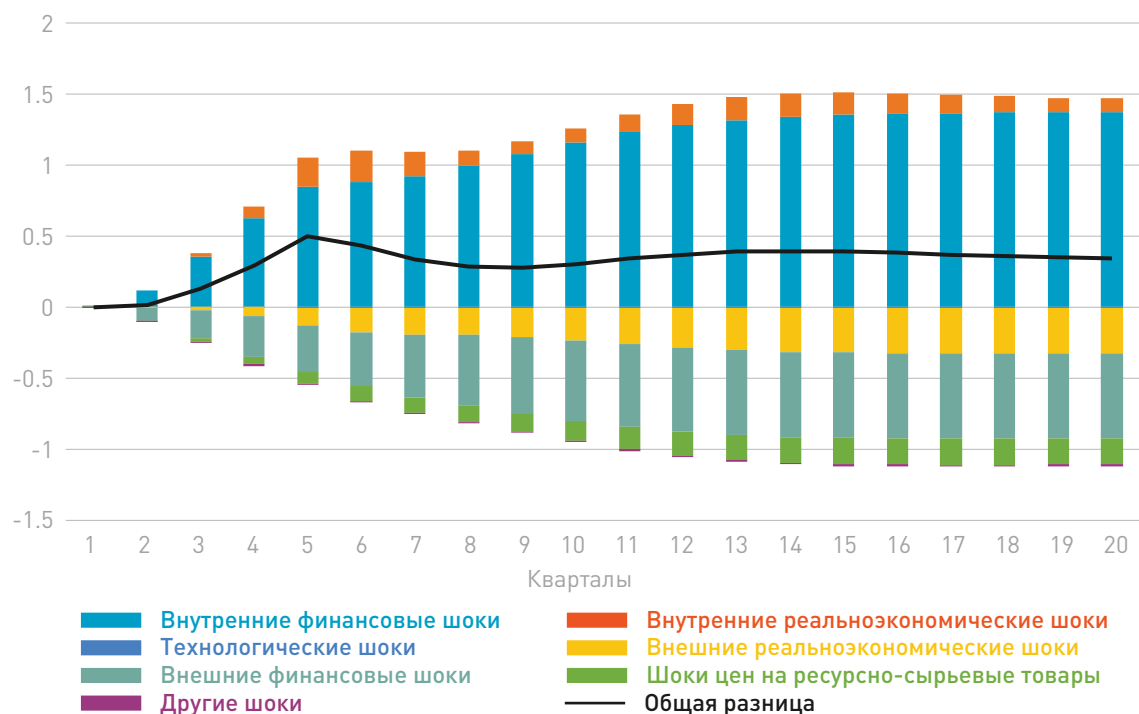


Источник: расчеты авторов.

2. КУРСОВАЯ ПОЛИТИКА В ГОСУДАРСТВАХ – ЧЛЕНАХ ЕАЭС:
ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ



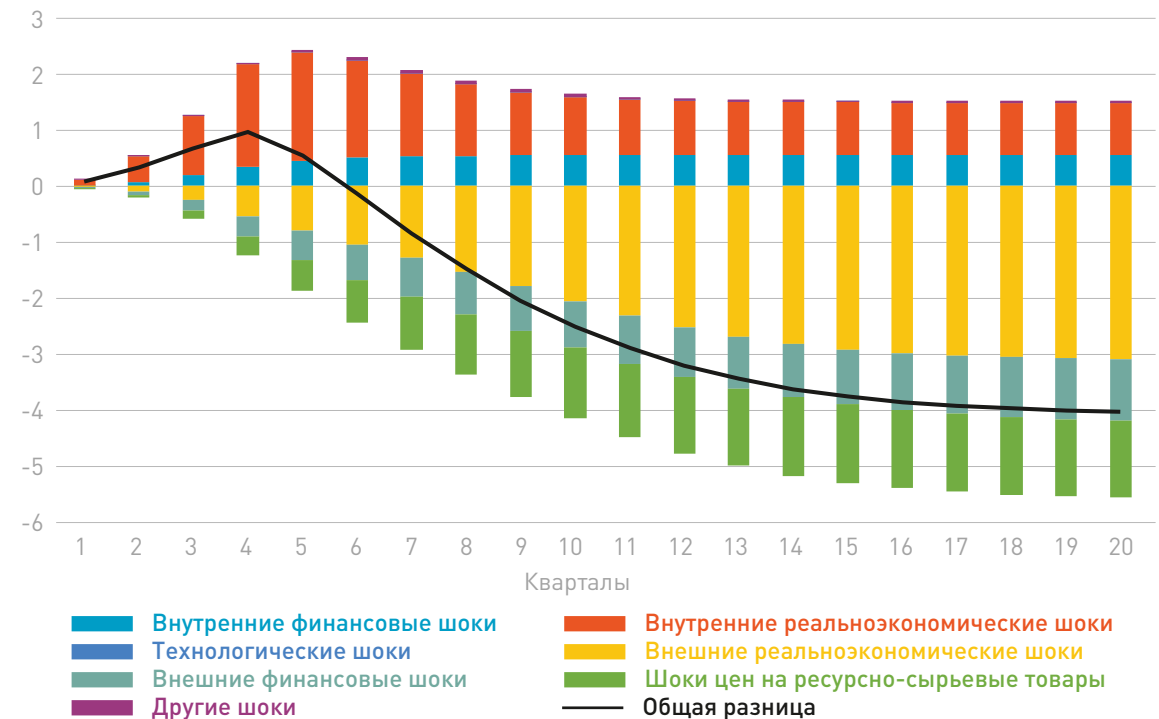
Источник: расчеты авторов.



Источник: расчеты авторов.

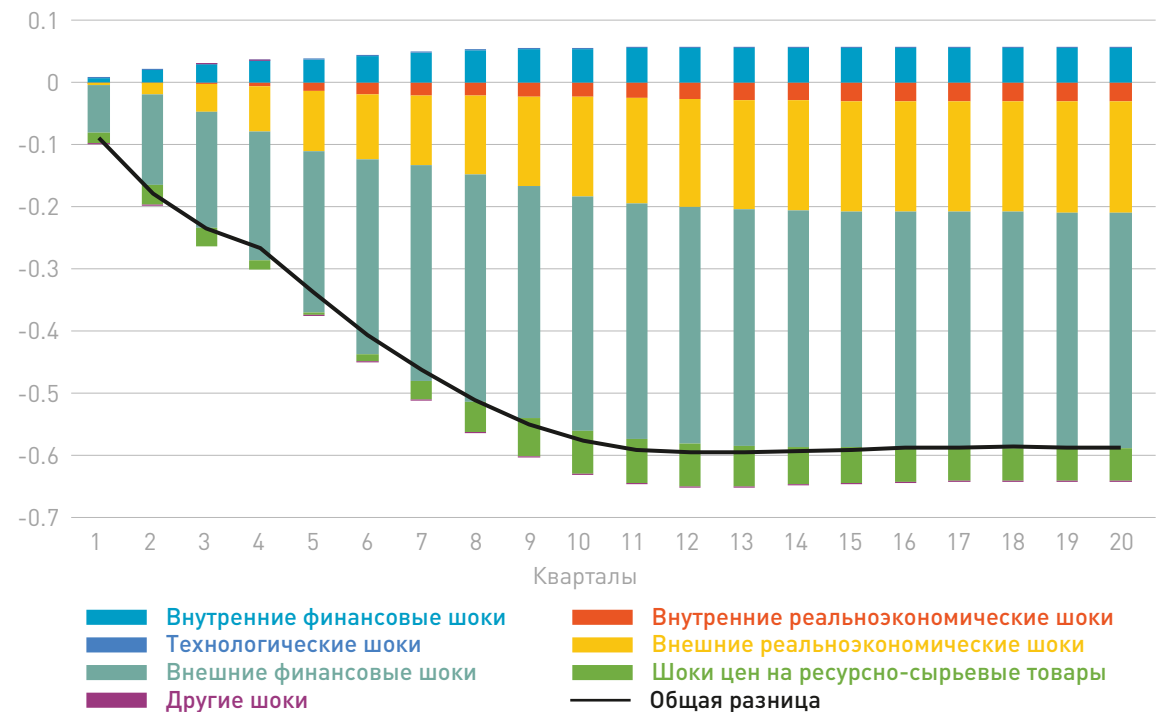
КОЛЕБАНИЯ ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ В ЕАЭС В 2014–2015 ГОДАХ:
АНАЛИЗ И РЕКОМЕНДАЦИИ

Рисунок 2.13.
Казахстан:
разность между
показателями
условной
дисперсии для
промежуточного
режима и режима
привязки для
инфляции, п. п.



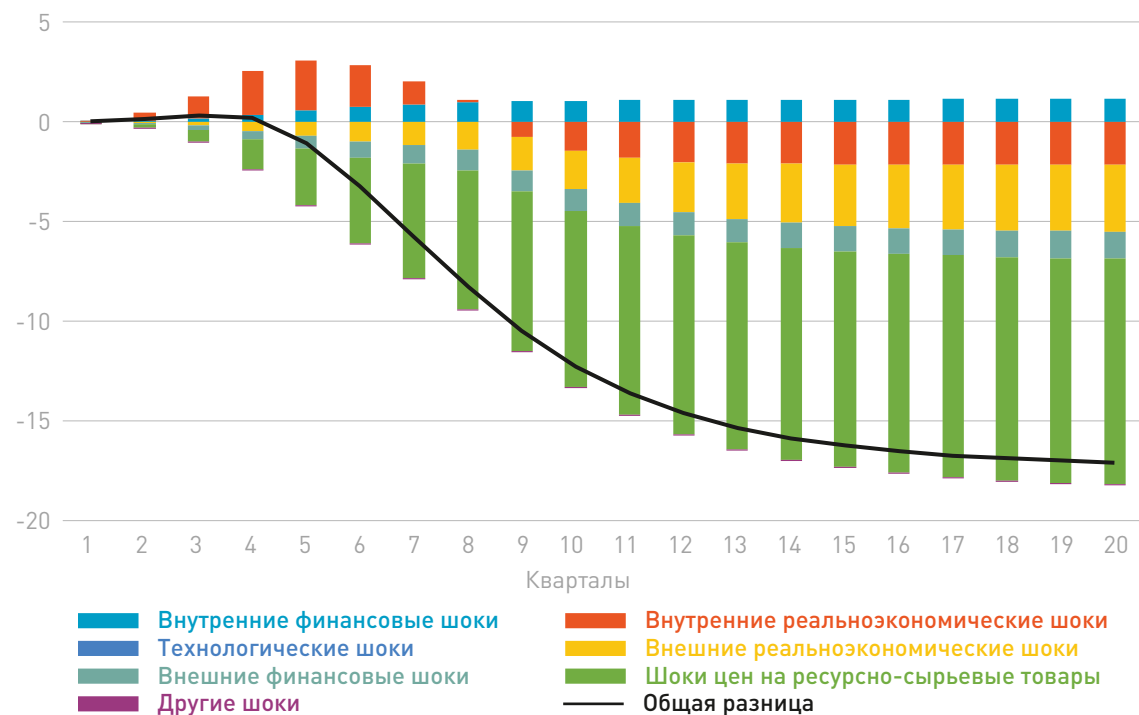
Источник: расчеты авторов.

Рисунок 2.14.
Казахстан:
разность между
показателями
условной
дисперсии для
промежуточного
режима и режима
привязки для ВВП,
п. п.

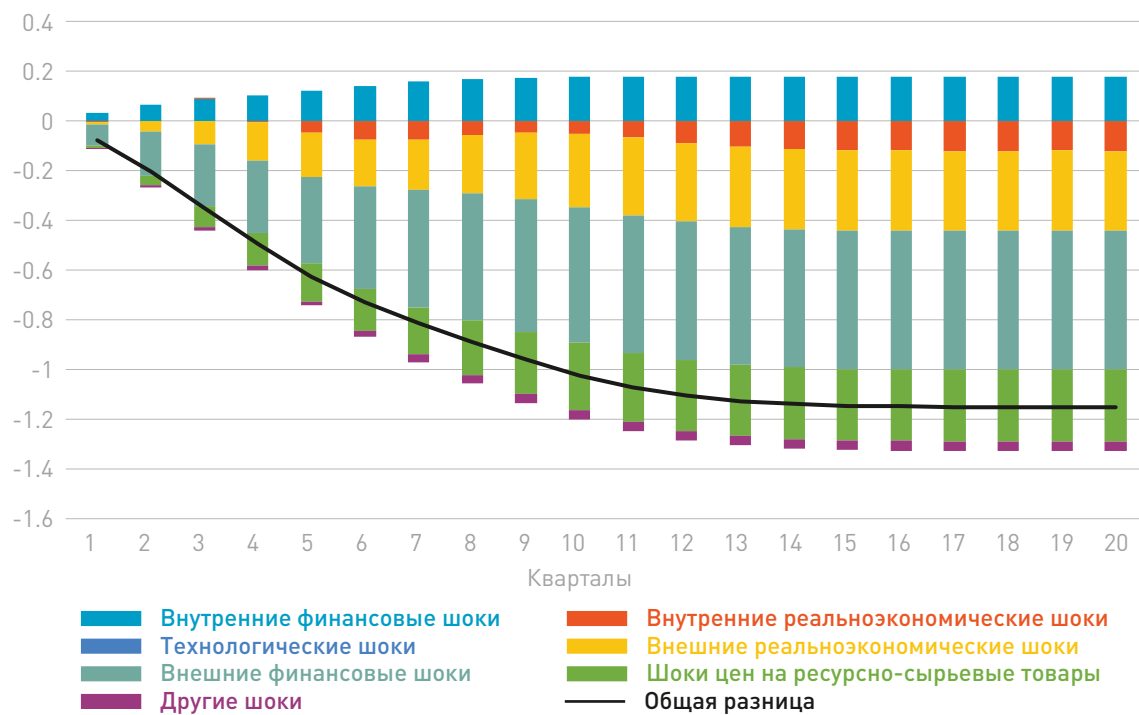


Источник: расчеты авторов.

2. КУРСОВАЯ ПОЛИТИКА В ГОСУДАРСТВАХ – ЧЛЕНАХ ЕАЭС:
ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ



Источник: расчеты авторов.



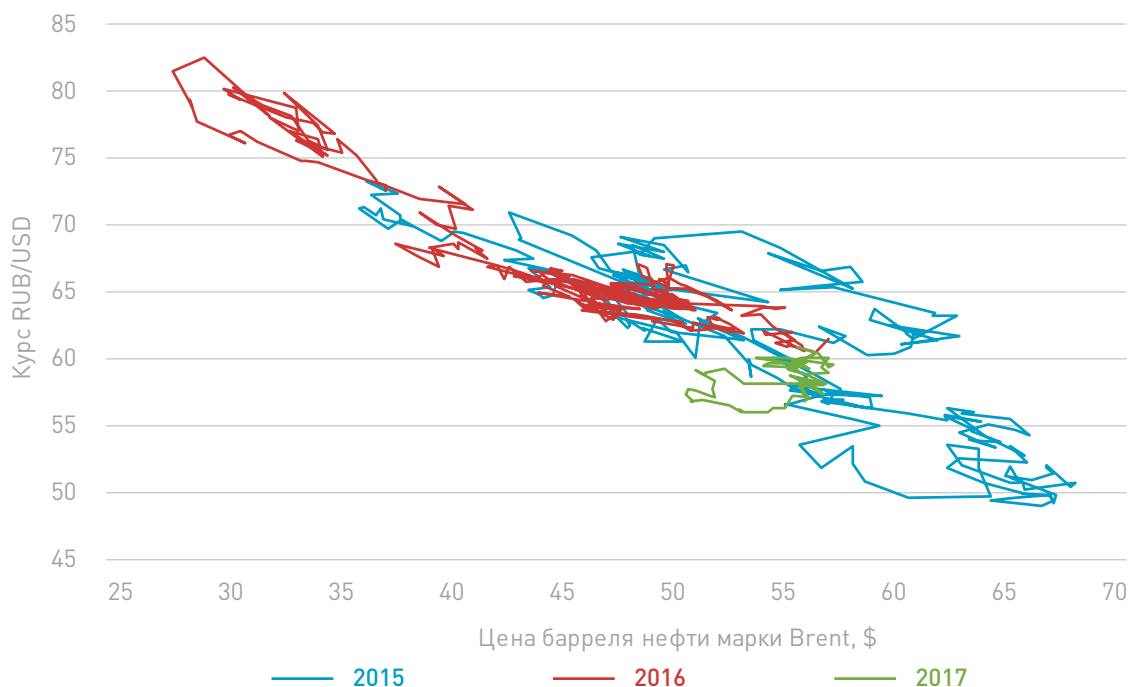
Источник: расчеты авторов.

3. Уроки кризиса 2014–2015 годов по сглаживанию резких взаимных колебаний курсов национальных валют

Шоки 2014–2015 годов, вызванные снижением цен на нефть и приведшие к девальвации валют, а также к негативным явлениям в экономиках государств – членов ЕАЭС, поставили на повестку дня вопрос о том, какие действия в области экономической и, в частности, курсовой политики страны Союза могли бы предпринять для сглаживания резких взаимных колебаний обменных курсов национальных валют. Исходя из международного опыта, в рамках Евразийского экономического союза такого рода действия в зависимости от временного горизонта и срочности решения проблемы могут быть условно подразделены на три группы: краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные.

Экономическая структура ЕАЭС с доминирующей экономикой РФ, а также влиянием шоков нефтяных цен на курс российского рубля и по различным каналам на курсы остальных государств – участников ЕАЭС предполагает разделение решения проблем волатильности обменных курсов на две составляющие.

Рисунок 3.1. Цена барреля нефти марки Brent, \$, и курс российского рубля к доллару США (дневные данные)



Источник: агентство «Рейтер».

Во-первых, очень важно снизить влияние колебаний нефтяных цен на российский рубль (рисунок 3.1), поскольку при любом варианте проведения денежно-кредитной политики в оставшихся странах Союза шоки курса российского рубля будут существенно влиять в первую очередь на динамику взаимной торговли в ЕАЭС и иные макропеременные. Во-вторых, необходимо снизить волатильность взаимных курсов валют стран-участниц, происходящую не по причине изменения фундаментальных факторов, а скорее как следствие различных подходов к проведению курсовой политики.

Взлет цен на нефть в первое десятилетие XXI века, последующие колебания и падение показали, что для России режим привязки валютного курса к резервным валютам в любой модификации не вполне приемлем. Во время высоких цен на нефть отсутствие гибкости валютного курса приводит к укреплению реального курса, в том числе по причине высокой инфляции, а также к росту реальных доходов, опережающих рост производительности труда, что ведет к снижению конкурентоспособности несырьевых секторов экономики. Во время существенного снижения цен на нефть отсутствие гибкости валютного курса проявляется потерями золотовалютных резервов, дефицитом бюджета ввиду отсутствия компенсаторного механизма, по причине высокой зависимости от нефтегазовых доходов, а также излишней макроэкономической волатильности.

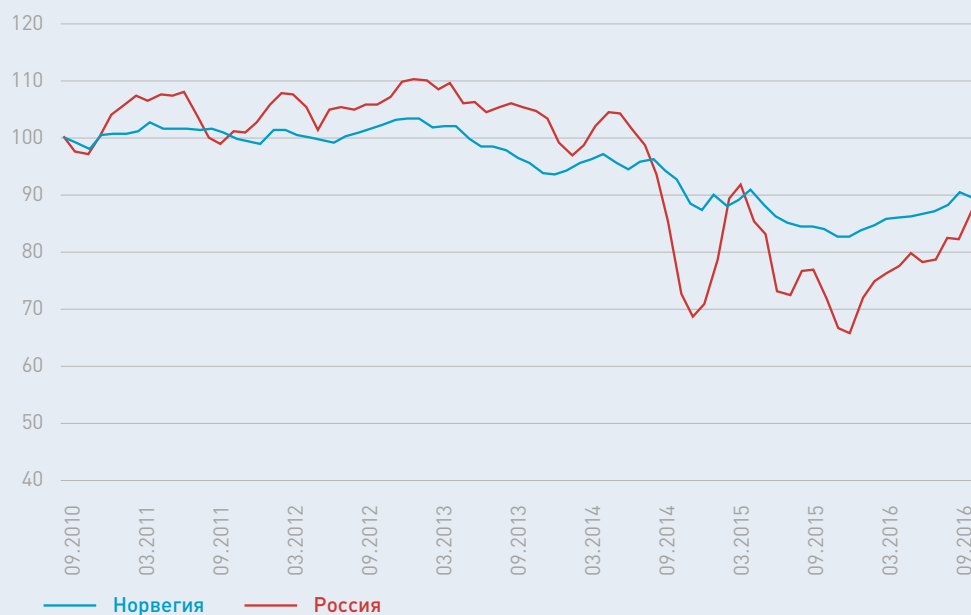
Привязка национальной валюты к цене нефти в том случае, если она применялась в прошлом, имеет преимущество перед привязкой к доллару или к другим основным валютам. Это показывают итоги исследования на примере стран – экспортеров нефти, представленные Дж. Френкелем. В частности, многие страны – экспортеры сырьевых товаров в конце 1990-х годов были поражены тремя одновременными шоками: дефицитом международных финансов, то есть высокой стоимостью заимствований на международных рынках капитала, сильным долларом и слабыми ценами на сырьевые товары. Если бы их валюты в это время были привязаны к цене их основного экспортного товара, а не к доллару, то они получили бы конкурентоспособность экспорта именно в тот момент, когда их платежный баланс был под максимальным напряжением. Этот результат был бы достигнут автоматически – при плавающем валютном курсе – и все же без необходимости отказываться от преимуществ номинального якоря. Фактически с этой же ситуацией столкнулась Россия в 2014 году: ограниченный доступ к международному финансированию, сильный доллар и падение цен на нефть.

По сути, движение курса валюты вслед за ценами на основной экспортный товар (при значительных изменениях) – это объективная реальность. Однако колебания среднемесячного валютного курса российского рубля в диапазоне 48–83 рублей за доллар в 2015–2016 годах (рисунок 3.1) имели в том числе и негативные последствия для экономик ЕАЭС. Поэтому вопрос о снижении чувствительности обменного курса российского рубля к ценам на нефть весьма актуален.

Врезка 1. Опыт Норвегии

Для сравнения рассмотрим Россию и Норвегию. Их экономики отчасти сравнимы по доле углеводородов в структуре экспорта: так, в середине 2014 года доля углеводородов в экспорте и Норвегии, и России была около 70%. Очевидно, что одного этого показателя недостаточно для сравнения, поскольку уровень доходов по паритету покупательной способности на душу населения весьма различен и чистый экспорт нефти в баррелях на душу населения в Норвегии в 14 раз превышает российский, что позволило накопить существенные ресурсы (объем норвежского нефтяного фонда составил в 2016 году \$826 млрд). Однако реальный валютный курс российского рубля, как видно на графике, в период после мирового валютного кризиса укреплялся сильнее и сильнее ослаблялся в период падения цен на нефть. Прирост инфляции за последние пять лет также существенно различался: в Норвегии инфляция выросла на 12.8 процентного пункта за пять лет, тогда как в России – на 49.6 процентного пункта.

Рисунок 3.2.
Реальные эффективные обменные курсы в Норвегии и России (август 2014 года = 100%, рост значения означает укрепление курса)



Источник: расчеты авторов, статистика МВФ.

Отличительная черта норвежской курсовой политики – свободное плавание валютного курса, точнее, гибкий курс на протяжении многих лет. В результате экономика Норвегии адаптировалась к такой политике, и волатильность снизилась. Как видно из таблицы 3.1, все страны – экспортеры топливно-энергетических ресурсов, кроме Норвегии, на середину 2014 года придерживались режима фиксированного или стабильного валютного курса.

Валютное управление	Фиксация валютного курса	Прочие режимы управляемого курса	Режим стабилизированного курса	Свободное плавание
Бруней – 90	Кувейт – 95	Иран – 71	Ирак – 99	Норвегия – 72
	Катар – 90	Россия – 71	Казахстан – 86	
	Саудовская Аравия – 84	Нигерия – 96	Азербайджан – 94	
	Венесуэла – 98	Алжир – 99	Боливия – 78	
	Бахрейн – 88			
	Ливия – 94			
	Оман – 79			
	Габон – 91			

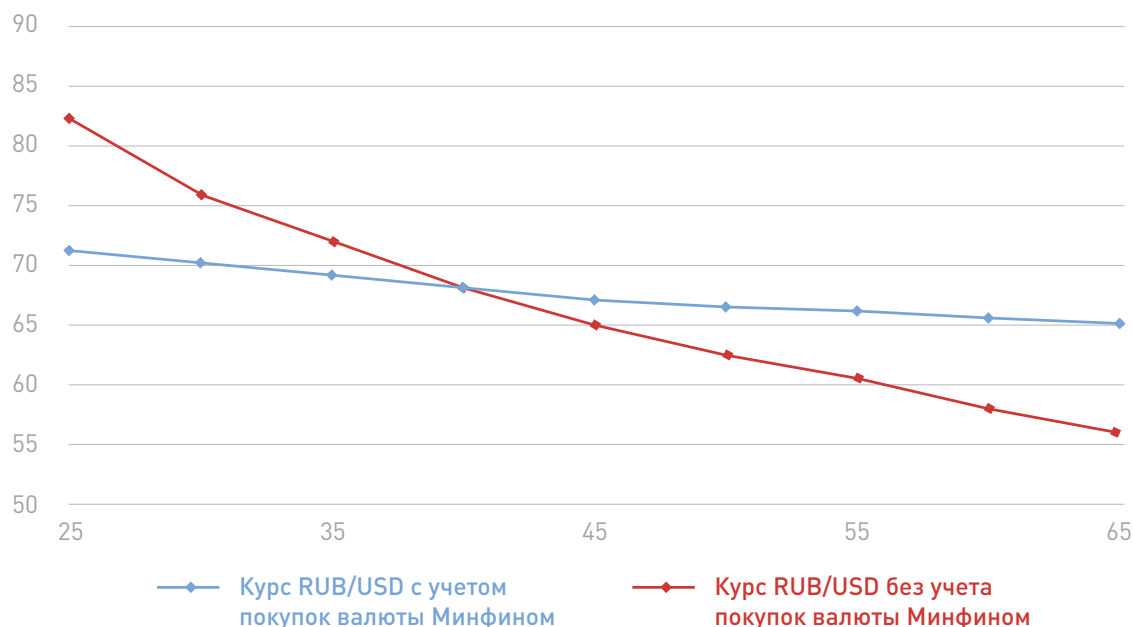
Таблица 3.1. Режимы валютного курса крупнейших стран – экспортеров нефти и доля топливно-энергетических товаров в структуре экспорта, % (на май 2014 года)

Источник: МВФ, COMTRADE.

Необходимо также отметить, что Норвегия проводит достаточно консервативную налогово-бюджетную политику в части расходования нефтегазовых доходов, а также принципов построения бюджета и фонда накопления нефтегазовых доходов. В долгосрочном плане именно стратегия сбережения и расходования нефтегазовых доходов (бюджетное правило) существенным образом влияет на стабильность валютного курса, а также иных фундаментальных макропоказателей*.

* В России тоже было введено бюджетное правило, которое позволило накопить значительные резервы. Но многие, включая Кудрина, считают, что начиная с 2006 года бюджетная политика была недостаточно консервативна. Другими словами, Россия могла бы накопить фискальных резервов намного больше и при этом не допустить перегрева экономики.

Рисунок 3.3. Курс российского рубля в зависимости от цен на нефть, \$, при наличии и отсутствии покупок валюты Минфином



Источник: J.P. Morgan.

В среднесрочном плане решение вопроса о снижении зависимости валютного курса российского рубля от цен на нефть будет связано с введением бюджетного правила. Предлагаемое бюджетное правило¹⁷ основывается на следующих принципах. При ценах на нефть марки Urals в \$40 за баррель Россия достигнет нулевого первичного дефицита в 2020 году (в 2017 году планируется дефицит бюджета в 3% при цене на нефть в \$40 за баррель). В случае если фактическая цена на нефть превысит этот порог, дополнительные доходы от нефти должны быть направлены в суверенные фонды; и наоборот: в случае если цены на нефть упадут ниже порога, суверенные фонды будут использованы для покрытия дефицита бюджета. Важно отметить, что операции на валютном рынке ЦБ будут соответствовать операциям резервного фонда Министерства финансов. ЦБ будет увеличивать золотовалютные резервы, когда правительство будет накапливать сбережения, и продавать валютные резервы в периоды истощения Резервного фонда правительства. Новая схема накопления резервов должна подключить автоматический стабилизатор к системе: ликвидность на рынке будет меньше коррелировать с ценой на нефть, и, как следствие, поведение рубля должно стать более стабильным при изменениях цены на нее.

До введения бюджетного правила Министерство финансов приняло решение о проведении покупки/продажи валюты с целью снижения влияния конъюнктуры рынка энергоносителей на российскую экономику. «Объем операций по покупке/продаже иностранной валюты будет зависеть от суммы нефтегазовых доходов федерального бюджета. Пока фактическая цена на нефть марки Urals превышает уровень

¹⁷Предположительно бюджетное правило заработает в 2020 году.

\$40 за баррель, Минфин России будет проводить операции по покупке иностранной валюты в объеме дополнительных нефтегазовых доходов. В случае снижения фактических цен ниже указанного уровня Минфин России будет проводить операции по продаже иностранной валюты в объеме выпадающих нефтегазовых доходов. При этом накопленный объем операций по продаже иностранной валюты не может превышать накопленного с начала проведения операций объема покупок иностранной валюты. Согласно решению Президента Российской Федерации, до внесения изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации, регулирующих механизм использования дополнительных нефтегазовых доходов и формирования Резервного фонда («бюджетных правил»), дополнительные нефтегазовые доходы, поступающие в 2017 году в связи с превышением цены на нефть марки Urals уровня \$40 за баррель, не могут быть использованы на финансирование дополнительных расходов федерального бюджета» (информационное сообщение Минфина).

Программа покупок Минфина на валютном рынке в соответствии с «временным правилом» должна привести к некоторому ослаблению рубля и к значительно более низкой волатильности пары RUB/USD, если она будет выполнена в полном объеме. На рисунке 3.3 показано влияние на RUB/USD различных уровней цен на нефть марки Urals на основе краткосрочной модели стоимости рубля.

Объявленный механизм покупки не предполагает возможности влиять на колебания курса, поскольку расчетные ежедневные объемы покупок валюты незначительны и будут осуществляться равномерно в течение месяца. При этом Центральный банк будет по-прежнему проводить политику свободно плавающего валютного курса. Также необходимо понимать, что **обменный курс российского рубля зависит от нескольких факторов, среди которых цена на нефть – самый важный, но не единственный. По этой причине курс рубля может укрепляться, несмотря на покупки валюты Министерством финансов, и не обязательно достигнет «расчетных» уровней.** Например, укрепление рубля возможно в случае: (1) ослабления санкций, касающихся ограничений доступа к международным финансовым рынкам; (2) увеличения притока прямых и портфельных инвестиций; (3) сохранения привлекательной доходности по рублевым активам (в том числе по причине процентной политики Центрального банка¹⁸); (4) улучшения ценовой конъюнктуры по иным сырьевым товарам, а также (5) улучшения конкурентных и, как следствие, экспортных позиций России на мировом рынке несырьевых товаров.

Если рубль станет менее зависимым от цен на нефть, это сделает его более привлекательным. Причем привлекательность увеличится как для прямых инвестиций, так и для долгосрочных портфелей инвесторов в рублях, что поспособствует большему доверию к режиму таргетирования инфляции, позволит уменьшить инфляционные ожидания, стабилизировать инфляцию, снизить стоимость рублевых финансовых ресурсов, а также влияние резких изменений условий торговли на экономику России. В то же время снижение волатильности российской валюты относительно доллара положительно повлияет на взаимную торговлю между странами ЕАЭС.

¹⁸ В частности, в III квартале 2016 года, так же как и в I квартале 2017 года, российская валюта укрепилась даже на фоне дешевой нефти благодаря операциям carry trade. Это свидетельствует о том, что локальные факторы (уровень процентных ставок) могут оказаться более влиятельными, чем внешние (цены на нефть).

Некоторые меры частично реализованы в Евразийском союзе. Так, к краткосрочным мерам следует отнести функционирование регионального механизма кредитования. Подобные заимствования могут быть получены государством-членом, в том числе по ускоренной процедуре в чрезвычайной ситуации для решения проблем с платежным балансом. Такого рода инструментом в рамках ЕАЭС является Евразийский фонд стабилизации и развития. Такие механизмы кредитования являются серьезными системными мерами поддержки, направленными как на решение уже имеющейся проблемы, так и на ее предотвращение – например, недопущение валютного кризиса и, как следствие, кризиса банковского сектора. Однако их действие также может быть затруднено, если возникнет необходимость оказания поддержки сразу нескольким странам.

Целесообразны разработка и реализация совместных действий, направленных на предотвращение чрезмерных колебаний обменных курсов стран ЕАЭС и их рассогласованности. При планировании и разработке механизма данных действий необходимо учитывать краткосрочные факторы, влияющие на динамику обменного курса, и, в частности, такие показатели, как инфляция, дефицит бюджета, сальдо текущего счета, международные резервные активы, степень долларизации экономики. Поэтому государствам-членам необходимо: 1) разработать, исходя из данных показателей, ряд критериев, которые будут являться в Евразийском союзе целевыми ориентирами; 2) стремиться к выполнению критериев, заложенных в Договоре о ЕАЭС.

Врезка 2. Показатели устойчивости экономического развития ЕАЭС

Статья 63 Договора о ЕАЭС устанавливает количественные значения показателей, влияющих на экономическую стабильность, и в том числе на обменный курс. В соответствии с данной статьей уровень годовой инфляции государства-члена не должен превышать 5 процентных пунктов от уровня инфляции государства, в котором этот показатель имеет наименьшее значение, дефицит консолидированного бюджета не должен превышать 3% ВВП, а государственный долг – 50% ВВП*. Однако, например, в случае инфляции важно не только соблюдение пороговых значений критерия, но и достижение ее низкого и стабильного уровня, чего пока не удалось достичь некоторым государствам – членам ЕАЭС. Отдельные страны-участницы также не выполняют ряд критериев Договора, касающихся дефицита бюджета и отношения государственного долга к ВВП.

* http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_163855/2ae5e5ce19e28086f93199b019615330aea4d92b

Как показал анализ, в среднесрочном и краткосрочном периодах курсы валют государств – участников ЕАЭС взаимосвязаны. Поэтому **реализация режимов плавающего курса и таргетирования инфляции, формулирование правил монетарной политики с учетом реакции (помимо стандартных внутренних целей) на динамику**

обменного курса российского рубля могут принести выгоды малым экономикам ЕАЭС.

Как уже отмечалось ранее, с учетом факторов, влияющих на динамику обменного курса, **целесообразно установить в рамках ЕАЭС критерий по международным резервам, исходя из возможности оплаты импорта (не менее трех месяцев) и покрытия краткосрочного долга.** Поскольку в большинстве государств – членов ЕАЭС отмечается высокий уровень долларизации экономики, которая создает риски для финансовой стабильности, установление пороговых значений долларизации экономики и последовательное ее снижение является важным направлением действий по предотвращению чрезмерных колебаний обменных курсов в указанных странах. При этом следует учесть, что, как показывают эмпирические исследования, использование политики таргетирования инфляции является одним из важных факторов снижения долларизации экономики (Catro, Terrones, 2016). Поэтому переход всех государств-участников на режим таргетирования инфляции также будет способствовать снижению волатильности обменных курсов.

Среднесрочной мерой в области согласования монетарной и валютной политики может стать создание в рамках ЕАЭС региональной платежной/клиринговой системы. Это окажет влияние как на волатильность обменного курса, так и на потоки взаимной торговли вследствие использования национальных валют и снижения издержек, связанных с операциями на валютном рынке. Однако при ее создании необходимо учесть вызовы, с которыми может столкнуться данная форма координации валютной политики.

Международный опыт показывает, что платежные союзы могут иметь разные формы: от простых объединений, имеющих целью гармонизацию платежных систем стран-членов, до сложных форм кооперации, предполагающих, например, создание клиринговых центров, а также предоставление промежуточных займов чистым импортерам. Однако практически все они сталкиваются с целым рядом проблем, снижающих их эффективность и ведущих к существенному сокращению их использования во взаимной торговле. Например, одно из наиболее давних и широко известных – Соглашение о многосторонних платежах и взаимных кредитах Латиноамериканской ассоциации интеграции – сейчас обслуживает только 10% взаимной торговли государств – членов ассоциации, а платежная система между Аргентиной и Бразилией (Sistema de Pagos en Monedas Locales) – 3% от общего объема двусторонней торговли¹⁹. Это обусловлено рядом факторов, таких, например, как:

- технические проблемы, связанные с организацией расчетов и работой системы клиринга. В частности, после резкого сокращения использования Соглашения о многосторонних платежах и взаимных кредитах Латиноамериканской ассоциации интеграции появились предложения о создании гарантийного фонда с целью компенсации задержки платежей и неоплаченных обязательств;

¹⁹ Платежное соглашение между Аргентиной и Бразилией в большей степени оказалось ориентированным на малые и средние предприятия, для которых участие во внешнеэкономических операциях было сопряжено с высокими транзакционными издержками доступа к валютному рынку. Они существенно снижали данные издержки, ведя расчеты в национальных валютах. Поэтому при большом и постоянно увеличивающемся количестве сделок через данную систему проходило только 3–3.5% от общего объема внешнеэкономических потоков.

- желание экспортеров получать прибыль в «твердой» валюте, такой, например, как доллары США, а не в национальных валютах. Поскольку участие в таких платежных союзах является добровольным, крупные экспортеры предпочитают использовать в расчетах твердые валюты;
- преимущественное использование системы крупными странами-партнерами;
- существенные различия в уровне макроэкономического развития, инфляции и колебаниях национальных валют, а также недостаточная осведомленность государств-членов об изменениях в макроэкономической ситуации и политике стран-партнеров;
- различные цели стран-членов в отношении использования региональной платежной системы.

Врезка 3. Соглашение о многосторонних платежах и взаимных кредитах Латиноамериканской ассоциации интеграции*

Одним из самых известных платежных союзов является Соглашение о многосторонних платежах и взаимных кредитах Латиноамериканской ассоциации интеграции. В его теперешнем виде оно было заключено в 1982 году. Впервые соглашение было подписано в 1965 году с целью стимулирования использования национальных валют во взаимной торговле за счет сокращения транзакционных издержек и предоставления временной ликвидности в течение клирингового периода сроком на четыре месяца. По истечении данного периода проводился многосторонний зачет платежей и определялось сальдо по всем кредитам, устанавливаемым в долларах США. Несмотря на то что валютой окончательного клиринга по-прежнему оставался доллар США, данное платежное соглашение способствовало расширению взаимной торговли и снижению издержек, связанных с осуществлением торговых операций, особенно в период долгового кризиса в Латинской Америке в 1980-е годы. В середине 1980-х годов через данную систему проходило около 90% объема взаимной торговли государств – участников Соглашения. Однако уже к середине 1990-х годов ее использование резко снизилось и составило лишь 10% взаимной торговли государств-членов. Это объяснялось рядом факторов, в том числе связанных с ростом количества авансовых платежей (добровольной выплаты задолженности до истечения четырех месяцев). Их удельный вес вырос с 10% от общего объема в конце 1980-х годов до 90% в середине 1990-х. В результате предусмотренный Соглашением механизм платежей потерял свою привлекательность как средство предоставления временной ликвидности. К тому же усиливался перекося в сторону использования данной системы в основном наиболее крупными странами-партнерами. В последние годы в рамках данной системы в основном осуществлялись сделки, связанные с импортом в Венесуэлу (85% от общего объема кредитных операций) и экспортом из Бразилии (47% дебетовых операций).

* <http://www.aladi.org/>.

Источник: Fritz, Muhlich (2014).

Среднесрочной мерой по согласованию действий в области монетарной политики с целью сглаживания взаимных колебаний национальных валют может стать проведение исследований, касающихся расчета региональной денежной единицы, показателей отклонения от нее национальных валют и степени конвергенции данных показателей. Это позволит создать своего рода инструмент наблюдения, который даст возможность не только увидеть в динамике движение обменных курсов национальных валют по сравнению со средним показателем по Евразийскому союзу, но и получить информацию об относительной конкурентоспособности экспорта. Исходя из этого, государства-члены смогут вырабатывать меры, направленные на устранение рассогласованности взаимных обменных курсов и реализовывать совместные действия, которые также будут позитивно влиять на взаимную торговлю и в конечном счете на рост. В свою очередь, анализ конвергенции показателей отклонения позволит увидеть, насколько эффективны такого рода действия.

Врезка 4. Азиатская валютная единица

Опираясь на опыт европейской валютной единицы (European Currency Unit (ECU)), Ogawa, Shimizu (2005) была предложена азиатская валютная единица.

Она является общей корзиной валют, которая рассчитывается как средневзвешенное обменных курсов тринадцати валют азиатских стран (АСЕАН + Япония, Южная Корея и Китай), а также отдельно этих стран и Гонконга и этих стран вместе с Австралией, Новой Зеландией и Индией по отношению к доллару США и евро*. В качестве весов используются ВВП по ППС и объем торговли (сумма экспорта и импорта). Для каждой из валют определяются также номинальные и реальные показатели отклонения, характеризующие отклонения каждой из валют, включенных в корзину, от базового периода и по отношению к АВЕ. Расчеты проводятся Исследовательским институтом экономики, торговли и промышленности Японии совместно с Университетом Хитоцубаси. Данные о номинальных показателях отклонения размещаются на сайте института ежедневно, а информация о реальных показателях отклонения – ежемесячно. Веса и базовый период, используемые для расчета, пересматриваются ежегодно. Информация об АВЕ и показателях отклонения доступна с 2000 года.

* Веса доллара США и евро установлены на уровне 65 и 35% соответственно и определяются исходя из объемов торговли азиатских стран и валюты счета.

Источник: <http://www.rieti.go.jp>.

Подобный подход используется в рамках Чиангмайской инициативы (Chiang Mai Initiative), где государства-члены не ставят своей целью создание общей валютной корзины или фиксации к ней национальных валют в рамках коридора. В то же время в силу высокой зависимости от взаимной торговли и инвестиций они обесп-

коены тем, что рассогласованное движение обменных курсов национальных валют отрицательно сказывается на конкурентоспособности на внешних рынках. Государства-члены признают необходимость координации валютной политики с целью минимизации взаимного колебания обменных курсов. В мае 2006 года на встрече министров финансов Китая, Южной Кореи и Японии было принято решение о начале исследований, касающихся азиатской общей корзины валют. В результате в качестве одного из инструментов, позволяющих осуществлять наблюдение за согласованностью/рассогласованностью обменных курсов государств-членов, были предложены азиатская валютная единица (АВЕ) и показатели отклонения от нее. АВЕ не является официально признанным инструментом в рамках Чиангмайской инициативы. Однако она и показатели ее отклонения, рассчитываемые Исследовательским институтом экономики, торговли и промышленности Японии (Research Institute of Economy, Trade and Industry), используются в качестве информационной базы в рамках координации валютной политики в регионе.

Расчет в рамках Евразийского экономического союза региональной денежной единицы и показателей отклонения от нее национальных валют, а также анализ степени конвергенции данных показателей позволит определить перспективы перехода в долгосрочном периоде к координации монетарных политик. Она может представлять собой создание регионального механизма, подобного Европейскому механизму валютных курсов, в форме общей корзины валют с заданным коридором колебаний относительно нее. Это станет возможно, если будет наблюдаться конвергенция показателей отклонения, что будет свидетельствовать об относительной стабильности взаимных колебаний обменных курсов валют и эффективности процесса согласования монетарных и, в частности, валютных политик.

Врезка 5. Европейский механизм валютных курсов

Европейский механизм валютных курсов был введен в действие в марте 1979 года с целью сокращения волатильности обменных курсов и достижения валютной и финансовой стабильности. Он был основан на привязке обменных курсов национальных валют к европейской валютной единице в рамках разрешенного коридора колебаний. Европейская валютная единица рассчитывалась как среднее взвешенное обменных курсов стран-участниц. Вначале коридор колебаний был установлен на уровне $\pm 2.25\%$ (за исключением итальянской лиры, которая могла колебаться в диапазоне $\pm 6\%$). С августа 1993 года в целях предотвращения спекуляций коридор был расширен до $\pm 15\%$ для всех валют, участвующих в Европейском механизме валютных курсов.

За время существования механизму удалось снизить взаимные колебания валют участвующих в нем стран, но не волатильность валют относительно доллара.

Источник: Kontolemis (2003).

Заключение

Проведенный анализ выявил, что ввиду взаимозависимости экономик резкое падение цен на нефть во втором полугодии 2014 года оказало негативное влияние на все государства – члены Евразийского экономического союза. Однако если для России и Казахстана оно напрямую было связано с сокращением доходов от экспорта нефти, то на Армению и Кыргызстан оказали влияние вторичные эффекты, обусловленные зависимостью экономик от торговли с двумя вышеназванными странами и денежных переводов, поступающих из них. На Беларусь, в свою очередь, воздействовало как сокращение спроса на основном экспортном рынке – России, так и снижение доходов от поставок на внешние рынки нефтепродуктов, вырабатываемых из российской нефти. В результате в 2014 году у всех государств – членов ЕАЭС отмечалось замедление роста экономики, которое продолжилось в 2015 году, перейдя в экономический спад в Беларуси и России, сокращение взаимной торговли и инвестиций, рост показателей дефицита бюджета расширенного правительства и государственного долга по отношению к ВВП. Помимо сокращающегося внутреннего спроса, на взаимную торговлю также негативно повлияло и то, что страны в 2014–2015 годах проводили девальвацию национальных валют в разное время и в разной степени, что сказывалось на конкурентоспособности их товаров на рынках стран – партнеров по Евразийскому союзу. Нефтяной шок транслировался на динамику номинальных обменных курсов государств – членов ЕАЭС. Различия в проводимой монетарной политике оказывали непосредственное влияние на динамику номинальных и реальных обменных курсов в этих государствах, что сказывалось на конкурентоспособности экспорта отдельных стран и взаимной торговле.

Для стабилизации экономики и смягчения воздействия внешних шоков государства – участники ЕАЭС активно использовали меры монетарной политики. В то же время масштаб мер и их действенность различались по странам.

В данной работе рассматривалось, могло ли проведение странами ЕАЭС более скоординированной курсовой политики в условиях шоков 2014–2015 годов способствовать снижению уровня макроэкономической волатильности и какая монетарная политика и какой режим обменного курса способны ее минимизировать в будущем.

Были оценены различные режимы обменного курса, демонстрирующие разные уровни сотрудничества между государствами – членами ЕАЭС в сфере монетарной политики. Рассмотрены следующие варианты: (1) базовый режим, согласующий монетарную политику с инфляцией и (в меньшей степени) с динамикой обменного курса доллара США, то есть направленный на стандартные внутренние цели; (2) промежуточный режим: кроме условий базового режима, монетарная политика реагирует на динамику обменного курса российского рубля; (3) режим привязки: обменные курсы привязываются к корзине валют государств – членов ЕАЭС. Анализ применения разных режимов проводился только в отношении четырех меньших по размеру стран, в то время как в отношении России использовалось допущение, что политика преследует стандартные монетарные цели.

Результаты исследования указывают на то, что в трех из четырех государств – членов ЕАЭС (Армении, Казахстане и Кыргызстане) привязка обменного курса к корзине валют на текущем этапе интеграции приведет к росту макроэкономической волатильности.

Беларусь является исключением из правила, поскольку в этой стране минимальные показатели волатильности ВВП и инфляции достигаются в рамках режима привязки обменного курса. Причиной тому более сильные внутренние шоки монетарной политики по сравнению с другими странами (на что указывают повторяющиеся периоды очень высокой инфляции), и режим привязки поможет «импортировать» доверие, которое участники рынка испытывают к монетарной политике России.

В Армении, Казахстане и Кыргызстане лучшие показатели обеспечит промежуточный режим, который, помимо инфляции и обменного курса доллара США, отражает еще и реакцию на обменный курс российского рубля.

Полученные результаты свидетельствуют, что стабилизация динамики перекрестных обменных курсов путем поддержания плавающего обменного курса наряду с таргетированием инфляции, а также формулирование правил монетарной политики с учетом реакции (помимо стандартных внутренних целей) на динамику обменного курса российского рубля может принести выгоды четырем экономикам ЕАЭС и будет способствовать снижению уровня макроэкономической волатильности.

Также в работе были рассмотрены возможные согласованные действия в области монетарной политики государств Евразийского союза для сглаживания резких взаимных колебаний национальных валют. В зависимости от временного горизонта было предложено осуществление трех групп действий: краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные.

К первой группе относится выполнение всеми странами показателей, влияющих на экономическую стабильность, и в том числе на обменный курс, заложенных в Договоре о ЕАЭС, а также разработка ряда других критериев, которые будут являться в Евразийском союзе целевыми ориентирами – в частности, по международным резервам и уровню долларизации экономики.

В качестве среднесрочной меры в области согласования монетарной и валютной политики предлагается рассмотреть создание в рамках ЕАЭС региональной платежной/клиринговой системы. Это будет способствовать расширению использования во взаимной торговле национальных валют и снижению издержек, связанных с операциями на валютном рынке. Среднесрочной мерой может стать также создание инструмента наблюдения, позволяющего увидеть в динамике движение обменных курсов национальных валют по сравнению со средним показателем по Евразийскому союзу и получить информацию об относительной конкурентоспособности экспорта. Таким инструментом может быть расчетная региональная денежная единица, а также показатели отклонения от нее национальных валют и степень конвергенции данных показателей.

Использование расчетной региональной денежной единицы позволит определить перспективы перехода в долгосрочном периоде к координации монетарных политик в форме регионального механизма, подобного Европейскому механизму валютных курсов, в форме общей корзины валют с заданным коридором колебаний относительно нее.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Демиденко М., Карачун О., Коршунов Д., Липин А., Хребичек Г. (2016) *Система анализа и макроэкономического прогнозирования Евразийского экономического союза*. Совместный доклад Евразийской экономической комиссии и Евразийского банка развития. Москва: ЕЭК; Санкт-Петербург: ЦИИ ЕАБР. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/integration-research/cii-reports/sistema-analiza-i-makroekonomicheskogo-prognozirovaniya-evraziyskogo-ekonomicheskogo-soyuza/>.

Демиденко М., Коршунов Д., Карачун О., Миксюк А., Пелипась И., Точицкая И., Шиманович Г. (2017) *Денежно-кредитная политика государств – членов ЕАЭС: текущее состояние и перспективы координации*. Совместный доклад Евразийской экономической комиссии и Евразийского банка развития. Москва: ЕЭК; Санкт-Петербург: ЦИИ ЕАБР. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/integration-research/cii-reports/denezhno-kreditnaya-politika-gosudarstv-chlenov-eaes-tekushchee-sostoyaniye-i-perspektivy-koordinatsii/>.

ЦИИ ЕАБР (2016) *ЕАЭС и страны Евразийского континента: мониторинг и анализ прямых инвестиций – 2016*. Доклад № 41. Санкт-Петербург: ЦИИ ЕАБР. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/integration-research/cii-reports/eaes-i-strany-evraziyskogo-kontinenta-monitoring-i-analiz-pryamykh-investitsiy-2016/>.

Benita, G. and Lauterbach, B. (2007) Policy Factors and Exchange Rate Volatility: Panel Data versus a Specific Country Analysis. *International Research Journal of Finance and Economics*, 7.

Canales-Kriljenko, J. and Habermeier, K. (2004) Structural Factors Affecting Exchange Rate Volatility: A Cross-Section Study. *IMF Working Paper*, WP/04/147. Available at: http://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/wp/2004/_wp04147.ashx.

Catro, L. A. V. and Terrones, M. E. (2016) Financial De-Dollarization: A Global Perspective and the Peruvian Experience. *IMF Working Paper*, WP/16/97. Available at: https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/wp/2016/_wp1697.ashx.

Cevik, S., Harris, R. and Yilmaz, F. (2015) Soft Power and Exchange Rate Volatility. *IMF Working Paper*, WP/15/63. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1563.pdf>.

Dabrowski, M. (2016) Currency Crises in Post-Soviet Economies – a Never Ending Story? *Russian Journal of Economics*, 2 (3), pp. 302–326.

Dornbusch, R. (1978) Monetary Policy under Exchange Rate Flexibility. In: *Managed Exchange-Rate Flexibility: The Recent Experience*. Proceedings of a conference held at Melvin Village, New Hampshire, October. Federal Reserve Bank of Boston, pp. 90–122.

Farrant, K. and Peersman, G. (2006) Is the Exchange Rate a Shock Absorber or a Source of Shocks? New Empirical Evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 38 (4), pp. 939–961.

Frenkel, J. A. (1981) Flexible Exchange Rates, Prices, and the Role of “News”: Lessons from the 1970s. *Journal of Political Economy*, 89 (4), pp. 665–705.

Fritz, B. and Mühlich, L. (2014) Regional Monetary Co-operation in the Developing World Taking Stock. Working Paper. Available at: <http://www.lai.fu-berlin.de/homepages/fritz/publikationen/Paper-Stocktaking-Regional-Monetary-Cooperation-Fritz-Muehlich-22-07-14-end.pdf>.

Hurnik, J., Tuma, Z. and Vavra, D. (2010) The Euro Adoption Debate Revisited: The Czech Case. *Czech Journal of Economics and Finance*, 60 (3), pp. 194–212.

Kontolemis, Z. (2003) Exchange Rates Are a Matter of Common Concern: Policies in the Run-Up to the Euro? *Economic Papers*, No. 191. European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs. Available at: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication852_en.pdf.

Lyons, R. K. (2001) *The Microstructure Approach to Exchange Rates*. Cambridge: Massachusetts Institute of Technology Press.

MacDonald, R. (1999) Exchange Rate Behaviour: Are Fundamentals Important? *Economic Journal*, 109 (459), pp. 673–691.

Ogawa, E. and Shimizu, J. (2005) A Deviation Measurement for Coordinated Exchange Rate Policies in East Asia. *RIETI Discussion Paper Series*, No. 05-E-017. Available at: <http://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/05e017.pdf>.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Таблица П1. Переменные и источники данных

Переменная	Период	Описание	Источник	Примечание
Армения				
gdp	1998q1–2015q2	Реальный ВВП в ценах 2005 года	Национальная статистическая служба Армении	Для 1998–2004, 2012–2015 годов расчет по темпам роста
cpi	1995q1–2015q2	Индекс потребительских цен, 2010 год = 100%	IFS	
per	1995q1–2015q2	Номинальный обменный курс к доллару США, среднее за квартал	IFS	
cbr	1995q1–2015q2	Ставка РЕПО, конец периода	IFS	
mb	1995q1–2015q2	Денежная база, конец периода	Центральный банк Армении	
Беларусь				
gdp	1995q1–2015q4	Реальный ВВП в ценах 2009 года	Национальный статистический комитет Беларуси (Белстат)	
cpi	1995q1–2015q4	Индекс потребительских цен, 2009 год = 100%	Белстат	
per	1995q1–2015q4	Номинальный средневзвешенный обменный курс к доллару США, среднее за квартал	Национальный банк Беларуси	Для 2011 года скорректирован с учетом множественности курсов
nirr	1995q1–2015q4	Ставка рефинансирования, среднее значение за квартал	Национальный банк Беларуси	
mb	1995q1–2015q4	Денежная база, среднее значение за квартал	Национальный банк Беларуси	
Казахстан				
gdp	1995q1–2015q4	Реальный ВВП в ценах 2000 года	Комитет по статистике	Для 2014–2015 годов расчет по кумулятивным темпам роста
cpi	1995q1–2015q4	Индекс потребительских цен, 2010 год = 100%	IFS	
per	1995q1–2015q4	Номинальный обменный курс к доллару США, среднее за квартал	IFS	
cbr	1995q1–2015q4	Ставка РЕПО, конец периода	IFS	
mb	1995q4–2015q4	Денежная база, конец периода	IFS	

Переменная	Период	Описание	Источник	Примечание
Кыргызстан				
gdp	2000q1–2015q4	Реальный ВВП в ценах 2000 года	Национальный статистический комитет	Для 2014–2015 годов расчет по кумулятивным темпам роста
cpi	1995q1–2015q4	Индекс потребительских цен, 2010 год = 100%	IFS	
ner	1995q1–2015q4	Номинальный обменный курс к доллару США, среднее за квартал	IFS	
cbr	1998q4–2015q4	Ставка РЕПО, конец периода	IFS	
mb	1995q3–2015q4	Денежная база, конец периода	IFS, Национальный банк Кыргызской Республики	До 2003 год резервные деньги (IFS)
Россия				
gdp	1995q1–2015q4	Реальный ВВП в ценах 2008 года	Федеральная служба государственной статистики	
cpi	1995q1–2015q4	Индекс потребительских цен, 2010 год = 100%	IFS	
ner	1995q1–2015q4	Номинальный обменный курс к доллару США, среднее за квартал	IFS	
cbr	1995q1–2015q4	Ставка рефинансирования и РЕПО, конец периода	Центральный банк России	С 2013q3 ставка РЕПО
mb	1995q2–2015q4	Денежная база, конец периода	IFS	
Цена на нефть				
oil	1995q1–2015q4	Индекс цены на нефть (WTI), 2009 год = 100%	IFS	

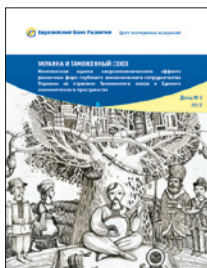
Источник: составлено авторами.

Страна	Период	Эндогенные переменные	Экзогенные переменные	Длина лага*	Схема идентификации на основе ориентированных ациклических графов
Армения	1998q1–2015q4	cbr, ner, mb, cpi, gdp	gdpru	3 (1)	ner → cbr, cpi → cbr, gdp → cbr
Беларусь	1995q1–2015q4	nirr, mb, gdp, cpi, ner	gdpru, oil	2 (1)	nirr → mb, nirr → ner, cpi → ner
Кыргызстан	1996q2–2015q4	cbr, ner, mb, cpi, gdp	gdpru, oil	3 (1)	mb → ner, ner → cpi, ner → cbr, gdp → cbr
Казахстан	2000q1–2015q4	cbr, ner, mb, cpi, gdp	gdpru, gdpkz	4 (1)	cpi → mb, mb → cbr, mb → gdp, gdp → ner
Россия	1995q2–2015q4	cbr, ner, mb, cpi, gdp	oil	2 (1)	cpi → ner, ner → cbr, cbr → gdp, gdp → mb

* В скобках указана длина лага при экзогенных переменных.

Источник: составлено авторами.

Таблица П2. Спецификации SVAR



Доклад № 1 (RU / EN)
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.



Доклад № 2 (RU / EN)
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.



Доклад № 3 (RU)
Трудовая миграция в ЕЭП: анализ экономического эффекта и институционально-правовых последствий соглашений Единого экономического пространства в области трудовой миграции

В докладе содержится анализ экономического и социального эффекта соглашений ЕЭП 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.



Доклад № 4 (RU / EN)
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.



Доклад № 5 (RU)
Риски для государственных финансов государств-участников СНГ в свете высокой 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.



Доклад № 6 (RU / EN)
Мониторинг взаимных инвестиций в СНГ

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



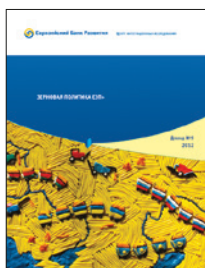
Доклад № 7 (RU)
Таможенный союз и приграничное сотрудничество Казахстана и России

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



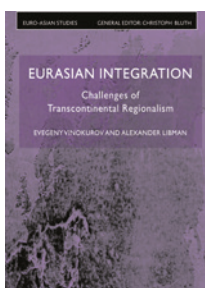
Доклад № 8 (RU)
Единая торговая политика и решение модернизационных задач ЕЭП

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



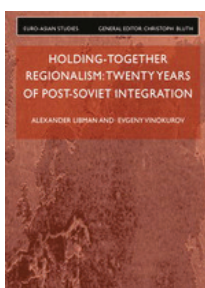
Доклад № 9 (RU)
Зерновая политика ЕЭП+

В докладе с системной точки зрения рассмотрены тенденции развития зернового сектора и действующих политик развития и регулирования зернового рынка стран — участниц ЕЭП, Украины и ряда других стран регионального зернового сектора.



Eurasian Integration: Challenges of Transcontinental Regionalism (EN)
 Е. Винокуров, А. Либман

В книге анализируются интеграционные процессы Евразийского континента. Характерной чертой данной монографии является континентальный подход к исследованию. В фокусе исследования — экономические связи на субнациональном, национальном и транснациональном уровнях.



Holding-Together Regionalism: Twenty Years of Post-Soviet Integration (EN)
 А. Либман, Е. Винокуров

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 (ре)интеграции этого тесно взаимосвязанного региона.



Евразийская континентальная интеграция (RU)

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».

Иоханнес Линн, Брукингский институт



Доклад № 16 (RU / EN)

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.

2013 год



Доклад № 10 (RU)

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.



Доклад № 17 (RU)

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.



Доклад № 11 (RU)

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.



Доклад № 18 (RU / EN)

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 безальтернативный характер.



Доклад № 13 (RU)

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.



Доклад № 19 (RU / EN)

Мониторинг прямых инвестиций Беларуси, Казахстана, России и Украины в странах Евразии

Проект МПИ-Евразия расширяет границы еще одного исследования ЦИИ ЕАБР — Мониторинга взаимных прямых инвестиций в странах СНГ.



Доклад № 14 (RU)

Оценка экономического эффекта присоединения Таджикистана к ТС и ЕЭП

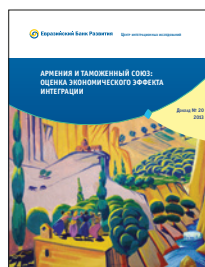
Доклад содержит детальный экономический анализ с применением различных моделей и методов.



Доклад № 15 (RU / EN)

Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ — 2013

Доклад содержит новые результаты исследовательского проекта, 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.

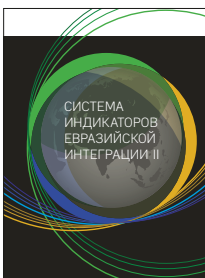


Доклад № 20 (RU / EN)

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.

2014 год



Система индикаторов евразийской интеграции (RU / EN)

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



Доклад № 23 (RU / EN)

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».



Доклад № 24 (RU)

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.



Доклад № 25 (RU / EN)

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).



Доклад № 26 (RU / EN)

Мониторинг взаимных инвестиций СНГ — 2014

Пятый отчет о результатах многолетнего исследовательского проекта, посвященного мониторингу взаимных прямых инвестиций в странах СНГ и Грузии. Доклад содержит подробные 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.



Доклад № 27 (RU / EN)

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.



Доклад № 28 (RU / EN)

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 подробные сведения по масштабам и структуре прямых инвестиций четырех крупнейших экономик СНГ в Евразии вне СНГ к концу 2013 года.

2015 год



Доклад № 29 (RU / EN)

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.



Доклад № 30 (RU / EN)

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.



Доклад № 31 (RU)

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 переориентации указанных экономик с экспорта рабочей силы на экспорт трудоемких товаров и услуг.



Доклад № 32 (RU / EN)

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. При этом на фоне значимого сокращения инвестиционной активности в СНГ молодое интеграционное объединение — Евразийский экономический союз (ЕАЭС) — демонстрирует стабильность.



Доклад № 33 (RU / EN)

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 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.



Доклад № 34 (RU / EN)

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 России, Беларуси, 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.



Доклад № 37 (RU)

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.



Доклад № 38 (RU / EN)

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 ЕС и ЕАЭС. Работа проводится Международным институтом прикладного системного анализа (IIASA, Австрия) и ЦИИ ЕАБР в рамках совместного проекта «Вызовы и возможности экономической интеграции в рамках европейского и евразийского пространств».



Доклад № 39 (RU / EN)

Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ — 2016

Согласно седьмому докладу многолетнего исследовательского проекта, в странах СНГ сохраняется позитивный 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.



Доклад № 40 (RU / EN)

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.



Доклад № 41 (RU / EN)

ЕАЭС и страны Евразийского континента: мониторинг и анализ прямых инвестиций — 2016

Доклад посвящен новым результатам проекта мониторинга прямых инвестиций в Евразии. Исследование охватывает прямые капиталовложения России, Беларуси, Казахстана, Армении, Кыргызстана, Азербайджана, Таджикистана и Украины во всех странах Евразии за пределами СНГ и Грузии, а также встречные прямые инвестиции Австрии, Нидерландов, Турции, ОАЭ, Ирана, Индии, Сингапура, Вьетнама, Китая, Республики Корея и Японии в названных восьми странах СНГ.

2016 год



Доклад № 35 (RU / EN)

Система анализа и макроэкономического прогнозирования Евразийского экономического союза

Совместный доклад ЕЭК и ЕАБР
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, разрабатывать предложения и рекомендации по проведению оптимальной экономической политики в рамках ЕАЭС.



Доклад № 36 (RU / EN)

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.



Доклад № 42 (RU)

Денежно-кредитная политика государств — членов ЕАЭС: текущее состояние и перспективы координации

Совместный доклад ЕЭК и ЕАБР

В докладе рассмотрены следующие вопросы: текущие режимы курсовой и денежно-кредитной политики стран ЕАЭС; эффективность каналов, посредством которых регуляторы оказывают влияние на экономику; существующие препятствия на пути эффективной координации монетарной политики в рамках Союза; возможные общие цели и задачи, решаемые центральными (национальными) банками стран ЕАЭС.



Доклад № 43 (RU / EN)

Евразийская экономическая интеграция — 2017

В докладе отражены направления, события и решения, задающие векторы интеграционных процессов в Евразийском экономическом союзе. В работе приведены актуальные данные и аналитика по макроэкономическому развитию, динамике торговли и инвестиций, рынку труда. Также анализируется прогресс в устранении нетарифных барьеров.