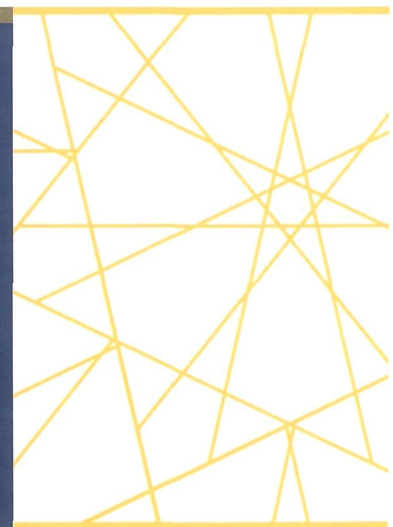
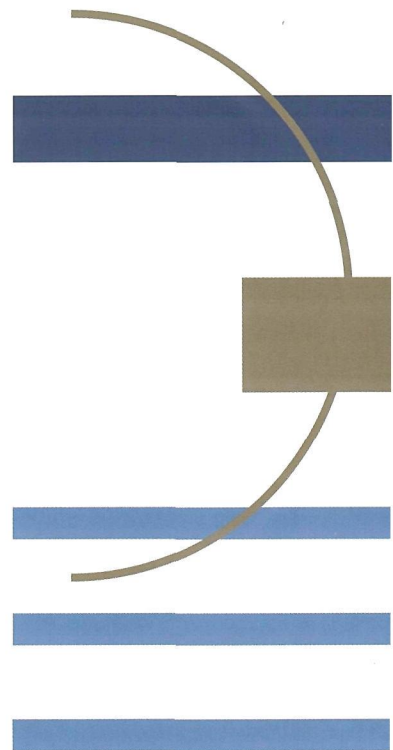


ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ
ПОЛИТИКА ГОСУДАРСТВ —
ЧЛЕНОВ ЕАЭС:
ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ
И ПЕРСПЕКТИВЫ
КООРДИНАЦИИ

Совместный доклад
Евразийской экономической комиссии
и Евразийского банка развития



СОДЕРЖАНИЕ

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

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

СПИСОК ТАБЛИЦ И РИСУНКОВ

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

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