

РОССИЙСКО-АРМЯНСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

Маргарян Лиана Артуровна

**Гармонизация валютного регулирования
в странах ЕАЭС (на примере РА)**

ДИССЕРТАЦИЯ

**на соискание ученой степени кандидата экономических наук
по специальности 08.00.06 – Международная экономика**

**Научный руководитель:
доктор экономических наук, профессор
Сандоян Эдвард Мартинович**

ЕРЕВАН – 2018

Содержание

ВВЕДЕНИЕ.....	3
Глава 1. Теоретические аспекты валютного и денежно-кредитного регулирования экономики в условиях формирования интеграционных объединений	13
1.1. Необходимость трансформации макроэкономической политики в условиях экономической интеграции.	13
1.1.1. Теоретические аспекты синхронизации циклов деловой активности.....	13
1.1.2. Теоретические аспекты взаимосвязи внешней торговли и валютного курса.....	24
1.2. Политика валютного регулирования в условиях интеграции.....	32
Глава 2. Валютные механизмы интеграции: валютный союз как высшая форма гармонизации	45
2.1. Опыт валютной интеграции ЕС	45
2.2. Предпосылки валютно-финансовой интеграции в странах ЕАЭС.....	61
Глава 3. Проблемы и механизмы гармонизации валютного регулирования в условиях интеграции: пример Армении.....	83
3.1. Особенности монетарного и валютного регулирования Армении в контексте интеграции в ЕАЭС	83
3.2. Валютный кризис 2014-2015 гг. и его влияние на Армению	101
3.3. Перспективы гармонизации валютного регулирования в Армении в условиях евразийской интеграции: анализ возможных сценариев.....	112
Выводы и рекомендации	132
Список использованной литературы.....	137
Приложения	151

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность исследования

Экономические события 2014-2015 гг., начало которым положил валютный кризис в России, в очередной раз привлекли внимание специалистов к проблемам денежно-кредитного и валютного регулирования в странах Евразийского экономического союза (ЕАЭС). Резкое обесценение российского рубля по отношению к доллару и евро в очередной раз стало доказательством того, что монетарная политика России находится в сильной зависимости от колебаний мировых цен на нефть. Описанная К. Рогоффом связь «сырьевых валют» с мировыми ценами на соответствующее сырье сработала и в случае российской национальной валюты. Девальвация рубля была обусловлена одновременным воздействием ряда негативных факторов. Снижение цен на нефть сопровождалось параллельным процессом применения санкций со стороны США и Европы, что, в свою очередь, привело к сокращению притока капитала с одной стороны, и увеличению оттока – с другой. Таким образом, имело место резкое сокращение предложения долларов в стране. Наиболее уязвимым звеном в сложившейся ситуации оказался государственный бюджет РФ, привязанный к ценам на нефть: снижение доходов бюджета в рублевом выражении происходило на фоне лишенной независимости монетарной политики, ограниченной необходимостью поддержания валютного курса.

Как правило, в подобных случаях падение цен на экспортируемое сырье сопровождается девальвацией национальной валюты, что позволяет экономике поддержать баланс денежных поступлений, выраженных в национальной валюте. Именно такое решение принял Центральный банк РФ, отпустив российский рубль в свободное плавание в конце 2014г. Резкое двукратное обесценение национальной валюты повлекло за собой ряд кризисных процессов, явившихся, в том числе, следствием подорожания импортной продукции. Логичным последствием снижения благосостояния в РФ стало ухудшение ситуации в странах, имеющих высокую долю товарооборота с российской экономикой. В первую очередь это коснулось стран – членов ЕАЭС, для которых Россия является основным

торговым партнером. Ответной реакцией на обесценение рубля в Казахстане и Беларуси стала существенная девальвация стоимости национальных валют, и только армянская валюта продолжала оставаться относительно стабильной – ослабление драма было незначительным по сравнению с остальными странами постсоветского пространства. Как следствие этого, наибольшие негативные последствия подобной валютной политики отразились на показателях внешней торговли Армении. Подешевевший рубль и подорожавший в сравнении драм привели к росту импорта товаров и услуг из РФ и, наоборот, сокращению объемов вывоза традиционных компонентов армянского экспорта в РФ. Происходило это на фоне обострения политических отношений России и Турции, в результате чего на российском рынке появился избыток спроса на сельскохозяйственную продукцию, который частично мог бы быть удовлетворен за счет поставок из Армении при соответствующем валютном курсе.

Таким образом, валютный кризис 2014-2015 гг. выявил очевидную для стран ЕАЭС необходимость гармонизации – макроэкономической политики вообще и политики валютного регулирования в частности – в целях получения больших выгод от вступления в ЕАЭС и создания единого рынка товаров, услуг, труда и капитала. В этом контексте случай Армении стал примером нецелесообразного валютного регулирования, в связи с чем в настоящее время вопрос поиска оптимального режима валютного курса остается наиболее актуальным. При этом выбор любого варианта валютного регулирования предполагает пересмотр механизмов монетарной политики.

Достижение крайней степени экономической интеграции – принятия единой валюты – не является реалистичным в свете текущего макроэкономического состояния стран-членов евразийского интеграционного блока. Более того – анализ соответствующих индикаторов показывает, что о создании валютного союза говорить на данном этапе тоже нецелесообразно, поскольку де-факто степень интегрированности экономик не дошла до той, которую принято называть экономическим союзом. Пример Европейского Союза показал сложность механизма введения единой валюты даже на пространстве стран, относительно более близких друг другу по динамике экономических циклов, нежели члены ЕАЭС. Учитывая различную и при этом невысокую, согласно ряду оценок, степень

институционального развития Армении, Беларуси, Казахстана, Кыргызстана и России, можно утверждать, что создание единой валютной зоны должно являться долгосрочной целью и стать итогом глубокого процесса синхронизации экономических циклов. На данном этапе статистические показатели динамики развития экономик евразийского интеграционного блока позволяют заметить определенную степень синхронности только при попарном рассмотрении цикличности каждой из стран ЕАЭС с российской экономикой, и подобное противоречит устоявшейся закономерности – залогом успешной экономической и валютной интеграции является высокая степень синхронизации экономических циклов.

Исследования, посвященные анализу основ евразийской экономической интеграции, позволяют убедиться в первичности политического мотива подобного объединения, поскольку с экономической точки зрения препятствий на пути создания общего рынка между странами ЕАЭС намного больше, чем факторов, тому сопутствующих. Вступление в 2015 г. Армении в новое интеграционное объединение, с участниками которого страна не имеет географических границ, стало очевидным подтверждением вышесказанного. Тем не менее, принимая интеграцию как неизбежный и уже свершившийся факт, необходимо пересмотреть основы макроэкономического регулирования в стране таким образом, чтобы извлечь максимально возможные выгоды из сложившихся реалий. В первую очередь, необходимости пересмотра подлежат механизмы денежно-кредитного и валютного регулирования, поскольку при прочих равных условиях определяющими факторами внешней торговли являются валютный курс и уровень цен. Подтверждением важности роли валютного курса явились отмеченные выше события 2014-2015 гг. Политика валютного регулирования в Армении в указанном временном промежутке не была согласована с другими странами ЕАЭС, в частности, с основным торговым партнером – Россией, в результате чего в экономике сложились благоприятные условия для ввоза продукции из РФ и неблагоприятные – для вывоза. В связи с этим, все более насущной становится необходимость поиска тех путей реализации денежно-кредитной и валютной политик, которые позволят получить максимально возможные выгоды от членства Армении в ЕАЭС. Обзор исследований, посвященных данной проблематике, в большинстве своем опирающихся на пример Европейского Союза, позволяет заключить, что наиболее

оптимальной в данном случае является политика синхронизации деловых циклов между странами ЕАЭС в целом. Однако экономические особенности каждой отдельной страны свидетельствуют о том, что условия максимизации благосостояния между ними разнятся. Таким образом, возникает ситуация, которая в теории получила название «дилеммы заключенного» – случай, когда кооперация не всегда является возможной. Единственным решением вопроса является координация валютной политики, в совершенном своем варианте достигающая создания валютного союза. Вместе с тем, принимая во внимание тот факт, что основным торговым партнером для Армении, Беларуси, Казахстана и Кыргызстана является Россия, а взаимные экономические связи между остальными из них преимущественно слабые, становится очевидным, что координация политик макроэкономического регулирования стран должна происходить в увязке с конъюнктурой российского рынка. При этом теория предлагает три возможных сценария в данном контексте. Самый предпочтительный из них с точки зрения максимального благоприятствования углублению интеграционных процессов – принятие единой валюты. Однако на данном этапе развития экономик стран-членов ЕАЭС говорить об этом нецелесообразно, о чем свидетельствуют макроэкономические показатели стран, не соответствующие классическим критериям конвергенции. Второй вариант – создание валютного союза, что фактически предполагает действие механизма золотого стандарта внутри интеграционного блока. Однако эта идея, возродившаяся в новейшей истории в виде евро, неоднократно доказывала свою несостоятельность, завершаясь, как правило, системным валютным кризисом. И, наконец, третий возможный вариант, который является квазиоптимальным в данном случае, это поддержание относительного паритета валютных курсов между странами, в частности, как уже было отмечено, с Россией.

Таким образом, актуальность темы настоящего исследования обусловлена текущими тенденциями развития армянской экономики, в рамках которых перед центральным банком стоит проблема выбора механизмов макроэкономического регулирования, позволяющих достичь максимально возможного благоприятного эффекта от евразийской экономической интеграции.

Степень разработанности проблемы

Вопросы, связанные с особенностями функционирования интеграционных объединений, отражены в достаточно большом количестве исследований, основная часть из которых в качестве объекта изучения рассматривает опыт Европейского Союза. В связи с этим, механизмы денежно-кредитного и валютного регулирования в литературе анализируются преимущественно в рамках идеи создания валютного союза или же принятия единой валюты. В этом контексте многими авторами акцентируется внимание на необходимости синхронизации циклов деловой активности между странами – членами интеграционных блоков, поскольку только при таком условии возможно достижение максимального эффекта от создания единого экономического пространства. В данном случае речь идет о координации и гармонизации механизмов валютного регулирования для обеспечения единонаправленности динамики основных индикаторов экономического развития. Ключевую роль в синхронизации бизнес-циклов большинство авторов отводит валютному курсу как фактору, определяющему объемы внешней торговли между странами. При этом аналитические исследования дают ответ на вопрос о том, при каком условии имеет смысл девальвация национальной валюты и какие варианты выбора валютной политики могут быть выбраны в зависимости от степени синхронизации экономик.

Вместе с тем, очевидно, что количество исследований, посвященных предпосылкам и перспективам становления и развития Евразийского экономического союза относительно невелико ввиду новизны самого феномена евразийской интеграции. Степень взаимосвязанности экономик стран ЕАЭС до образования интеграционного блока рассматривалась в рамках СНГ, и только исследования последних нескольких лет, начиная с 2010 г., сфокусировали внимание на новом экономическом образовании. Однако и здесь существует определенный пробел в исследованиях, поскольку Армения и Кыргызстан стали членами ЕАЭС сравнительно недавно, в 2015 г.

Таким образом, имеющаяся аналитическая литература относительно особенностей взаимосвязи экономик стран-членов ЕАЭС рассматривает только Россию, Беларусь и Казахстан, а Армению – преимущественно в контексте вступления в Таможенный Союз в

2014 г. Исходя из этого, можно утверждать, что проблема поиска путей и механизмов гармонизации валютного регулирования в Армении в контексте членства в ЕАЭС не является глубоко изученной.

Теоретические, методологические и информационные основы

Теоретической и методологической основой исследования послужили законодательные акты РА, решения Правительства РА, классические и современные подходы к определению роли валютного курса в международной торговле, понятию и особенностям процесса интеграции, трансформации денежно-кредитной и валютной политики в условиях интеграции, и т.д. При проведении анализа использовались работы и исследования таких зарубежных специалистов как *Манделл Р., Рогофф К., Кругман П.* и др., а также труды отечественных авторов, изучающих предпосылки и перспективы евразийской интеграции для экономики Армении, таких как *Сандоян Э. М., Багратян Г. А., Тавадян А. А., Восканян М. А.* и др.

В качестве информационной базы исследования были использованы официальные данные Национальной статистической службы Республики Армения, Центрального банка Республики Армения, база данных Евразийской экономической комиссии, официальные данные национальных статистических служб и центральных банков стран ЕАЭС, информационные и статистические базы международных организаций, таких как Всемирный банк, Всемирный экономический форум, материалы периодической печати и информационных агентств, в том числе распространяемые через глобальную сеть Интернет, а также расчеты, полученные автором самостоятельно в процессе исследования.

При выполнении исследования применялись как общенаучные методы анализа – метод анализа и синтеза, дедукции и индукции, диалектический метод, так и специфические экономико-математические методы – сравнительный анализ, графический метод, механизмы эконометрического и статистического анализа и другие методы сбора и обработки информации. Для графического и эконометрического анализа применялись современные

информационные технологии и компьютерные программы, в том числе эконометрический пакет E-views 9.0.

Объект и предмет исследования

Объектом исследования является валютное регулирование в Армении.

Предметом исследования являются механизмы и методы валютной политики и валютного регулирования в Армении в условиях евразийской интеграции.

Цель и задачи исследования

Целью диссертационного исследования является поиск таких механизмов гармонизации валютного регулирования в Армении, которые позволят экономике получить наибольший синергетический эффект от вступления в интеграционное объединение.

Для реализации поставленной цели в работе решаются следующие задачи:

- ✓ изучение и обобщение теоретических и эмпирических исследований, посвященных рассмотрению предпосылок и последствий экономической интеграции, синхронизации деловых циклов в контексте интеграции, места и роли валютного курса и валютного регулирования во внешней торговле в условиях интеграции;
- ✓ анализ и изучение мирового опыта реализации денежно-кредитной и валютной политик в условиях интеграции, в первую очередь, Европейского экономического и валютного союза;
- ✓ выделение и обобщение принципиальных особенностей и специфики интеграционных процессов в странах ЕАЭС;
- ✓ выделение общих тенденций в развитии валютного регулирования стран ЕАЭС, а также особенностей и различий валютных политик стран союза, на этой основе – изучение тенденций в процессах гармонизации валютного регулирования и предпосылок валютной интеграции в странах ЕАЭС;
- ✓ анализ особенностей монетарного и валютного регулирования Армении в контексте интеграции в ЕАЭС, исследование предусловий и результатов проводимой в Армении валютной политики;

- ✓ оценка степени синхронизации деловых циклов экономик Армении и России с целью изучения канала передачи внешних импульсов;
- ✓ оценка эластичности внешней торговли РА к изменениям цен для определения возможных выгод или потерь от регулирования или дерегулирования валютного курса;
- ✓ разработка практических рекомендаций по выбору механизмов гармонизации валютного регулирования в Армении в условиях евразийской экономической интеграции; анализ возможных сценариев.

Научная новизна

К наиболее важным результатам диссертационного исследования, содержащим научную новизну, относятся следующие:

- ✓ на основе расчета условия Маршалла-Лернера для экономики Армении определена чувствительность показателей внешней торговли к колебаниям валютного курса и проведена оценка степени синхронизации экономики Армении с экономикой России, в результате чего доказана возможность улучшения состояния торгового баланса в Армении при условии дерегулирования валютного курса за счет его автоматической корректировки в соответствии с колебаниями валютного курса РФ при трансмиссии бизнес-циклов РФ и РА;
- ✓ обоснована нецелесообразность создания валютного союза в рамках ЕАЭС на основе оценки степени конвергенции макроэкономических показателей (в частности, паритета покупательной способности, номинального валютного курса, ИПЦ, M2X);
- ✓ разработаны два различных подхода (с учетом расчетов в рублях и в национальных денежных единицах) к осуществлению взаиморасчетов по внешнеторговым операциям между странами ЕАЭС, оценена их целесообразность как определенной степени в процессе гармонизации валютных политик стран ЕАЭС.

Практическая значимость

В ходе исследования была получена оценка степени синхронизации циклов деловой активности экономики Армении с циклами основного торгового партнера в евразийском экономическом союзе – Российской Федерацией. Также была проведена эмпирическая оценка условия Маршалла–Лернера для экономики Армении с целью определения чувствительности показателей внешней торговли к колебаниям валютного курса. На основе полученных результатов был предложен концептуальный подход к выбору валютной политики Армении, наиболее благоприятствующий получению выгод от членства в ЕАЭС. Также была проведена оценка выгод и потерь от различных сценариев развития процессов валютной гармонизации в странах ЕАЭС.

Практическая значимость исследования заключается в возможности применения полученных результатов и выработанных на их основе рекомендаций в процессе разработки и реализации денежно-кредитной и валютной политик в РА.

Апробация и публикация результатов исследования.

Результаты исследования были использованы в учебном процессе в рамках практических занятий по дисциплинам «Финансы» и «Макроэкономика» для студентов бакалавриата экономических специальностей в МОУ ВПО «Российско-Армянский университет».

Основные положения диссертационной работы были апробированы на научно-практических конференциях Российско-Армянского университета (г. Ереван, 2014-2015 гг.) и ежегодной конференции Армянской экономической ассоциации (г. Ереван, 2016 г.).

Результаты исследования и основные положения диссертационной работы отражены в пяти научных публикациях общим объемом 1,5 печатных листа.

Структура диссертационной работы

Работа состоит из введения, трех глав, выводов и рекомендаций, списка использованной литературы и приложения. Содержание диссертационной работы изложено на 143 страницах (без приложений), включает 22 таблицы, 31 рисунок.

Глава 1. Теоретические аспекты валютного и денежно-кредитного регулирования экономики в условиях формирования интеграционных объединений

1.1. Необходимость трансформации макроэкономической политики в условиях экономической интеграции.

1.1.1. Теоретические аспекты синхронизации циклов деловой активности

Современные тенденции развития мировой экономики все более явно свидетельствуют об интенсификации процессов регионализации в противовес глобализации. Энтузиазм по поводу устранения границ на пути передвижения товаров, услуг, капитала и рабочей силы, позволяющего расширить возможности доступа к экономическим ресурсам, постепенно убывает. Осознание того, что глобализация представляет собой угрозу для конкурентоспособности национальной экономики, дало толчок к углублению регионализации, проявляющейся в возникновении различного вида интеграционных объединений. Мировая практика показывает, что для некоторых стран интеграция является императивом, единственно возможным вариантом не остаться на обочине мировой экономики, не являясь при этом наиболее оптимальным выбором.¹

Интеграция, по сути, предполагает объединение усилий с целью получения выгод, в том числе в силу эффекта масштаба. Общепринятым является тот факт, что это позволяет сократить транзакционные издержки для бизнеса и риски для потенциальных инвесторов, расширяет возможности доступа к другим рынкам и, в целом, приводит к более эффективному распределению ресурсов. Таким образом, положительный эффект достигается за счет основных составляющих интеграционного процесса, к которым, согласно теоретическому определению полной экономической интеграции, относятся:²

¹ Маргарян Л.А. «О некоторых задачах валютно-финансовой конвергенции стран ЕАЭС» // Журнал «Финансы и экономика», № 7-8 (179-180), Ереван, 2015г., стр. 15.

² См., например, Encyclopaedia Britannica, <https://www.britannica.com/topic/economic-integration>

- устранение тарифных и нетарифных барьеров между странами – членами интеграционного объединения;
- ведение единой внешнеторговой политики;
- поддержание принципа четырех свобод;
- гармонизация макроэкономических политик;
- унификация национальных монетарных политик.

В целом, многими исследователями доказано, что формирование интеграционных блоков приводит к росту экономического потенциала стран-участниц, однако неоднозначным остается вопрос об улучшении благосостояния населения каждой конкретной страны. Согласно некоторым авторам, интеграция приводит к эксплуатации рабочей силы в менее развитых странах и, как следствие, усилению поляризации и снижению уровня жизни. Так, по мнению *Зундэ В.* и *Бабанова А.*, неравнозначность развития препятствует равномерному распределению выгод – вместо этого имеет место экономическое поглощение одной страны другой.³ В то же время существует иная точка зрения, согласно которой интеграция приводит к сокращению уровня бедности.⁴ В контексте положительных эффектов интеграция имеет некоторое сходство с глобализацией, так как приводит к интенсификации внешнеторговых отношений, росту объемов прямых иностранных инвестиций и, что самое главное – к снижению цен, что, в конечном итоге, сказывается на реальных доходах домохозяйств. Эффективность функционирования интеграционного объединения, в свою очередь, зависит от уровня социально-экономической дифференциации стран-членов. В случае несоответствия уровня и качества жизни населения, а также разности степени институционального развития экономик, интеграция приведет к возникновению внутренних дисбалансов и снижению общего благосостояния стран в целом.

Особое место в процессе интеграции занимает принятие единой валюты, что, как правило, наступает после прохождения всех этапов интеграционного процесса – создания

³ **Зундэ В., Бабанов А.** Интеграционный вектор мировой экономики: детерминанты развития, региональные позиции, российское участие //Мировая экономика и международные экономические отношения. Экономические науки. № 9(106), 2013. – стр. 112

⁴**Moniroth А.Р.** Economic Integration in East Asia: Cambodia's Experience – p. 17, http://siteresources.worldbank.org/INTEASTASIAPACIFIC/Resources/226262-1158262834989/EA_Visions_2.pdf

зоны свободной торговли, таможенного союза, общего рынка, экономического союза, и, наконец, полной интеграции с созданием валютного союза. Очевидно, что возрастающие в этом случае объемы товарооборота и потоки капитала ведут к усилению внутрорегиональных связей и, соответственно, взаимозависимости между странами регионального объединения. Как следствие, согласно *Hirata, Kose, Otrok*,⁵ происходит **синхронизация циклов деловой активности**. Следует отметить, что впервые эта проблематика стала рассматриваться после формулировки теории оптимальных валютных зон и стала еще более популярной в середине 90-х гг. прошлого столетия, на пороге введения единой европейской валюты.⁶ В общем, все исследования, посвященные анализу согласованности деловых циклов, можно разделить на несколько групп: одни изучают цикличность непосредственно на базе временных рядов, другие исследуют причины и факторы, влияющие на цикличность экономики и эндогенность оптимальных валютных зон, третьи занимаются изучением структурных шоков, воздействующих на синхронизацию. При этом в целях исследования синхронизации циклов деловой активности часто применяется регрессионный анализ с использованием панельных данных, куда включается статистика по парной выборке стран за определенный период времени, где в качестве зависимой переменной берется темп роста ВВП, а в качестве объясняющих переменных – показатели внешней торговли, финансовой открытости, рынка труда и прочие.

Большинство эмпирических исследований доказывает, что интеграция имеет положительное влияние на синхронизацию циклов, но вместе с тем есть ряд исследований, посвященных обратной взаимосвязи: воздействию степени синхронности бизнес-циклов на эффективность интеграции. Таким образом, причинно-следственная связь не является однозначной. Тем не менее, многие исследователи сходятся на том мнении, что макроэкономическая конвергенция является ключевым инструментом интеграции, и именно

⁵ **Hirata H., Kose M. A., Otrok C.** Regionalization vs. Globalization. IMF Working paper, 2013, WP/13/19., https://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/multi_country_modelling/20130607_Regionalization_vs_globalization.pdf?e7af59b7287542a4b261dc4ec3f829f3

⁶ **Bencik M.** Business cycle synchronisation between the V4 countries and the euro area. Národná banka Slovenska, WP 1/2011, ISSN 1337-5830 – p. 4, https://www.nbs.sk/img/Documents/PUBLIK/wp_1-2011_e.pdf

синхронизация является залогом эффективного функционирования единой валютной зоны.⁷ Существует мнение, что без проведения единой макроэкономической политики валютный союз может стать причиной экономического кризиса. Более того, даже в случае проведения синхронизированной политики экономического регулирования, если экономики являются разными по природе, то воздействие одних и тех же внешних шоков будет порождать различные последствия в странах интеграционного объединения. То же самое характерно в случае интеграции развивающихся экономик – валютный союз также чреват разворачиванием кризисных процессов.⁸

При этом вопрос макроэкономической конвергенции тоже требует выполнения определенных предпосылок, в частности, это:⁹

- Единый подход к выработке критериев конвергенции;
- Создание соответствующих институтов, причем как на национальном, так и на наднациональном уровнях;
- Транспарентные механизмы определения и распределения издержек и выгод;
- Наличие независимых наднациональных институтов с фокусом деятельности на интеграцию.

Традиционно в качестве примера реализации полноценного процесса интеграции рассматривается опыт Европейского союза. Тем не менее, есть и другие случаи, изучение которых может представлять интерес. Так, на примере стран Азии проблему согласованности деловых циклов рассматривали *Cheng K.* и *Duval R.*¹⁰, отмечая в своем исследовании особую важность синхронизации макроэкономической политики интегрированных стран: как фискальной и монетарной, так и политики валютного регулирования. По тому же пути – гармонизации макроэкономических политик, пошли

⁷ См., например, **Hildebrandt A., Moder I.** Business cycle synchronization between the Western Balkans and the European Union. Focus on European Economic Integration, 2015, issue 3 – p. 8-25

⁸ The East African Community After Ten Years Deepening Integration//Edited by **Hamid R. Davoodi.** Chapter 3 – p. 15, <https://www.imf.org/external/np/afr/2012/121712.pdf>

⁹ **Maruping M.** Challenges for Regional Integration in Sub-Saharan Africa: Macroeconomic Convergence and Monetary Coordination. From Africa in the World Economy. The National Regional and International Challenges. The Hague, Fondad, 2005, <http://economics.ryerson.ca/michelis/michelis-apf.pdf>

¹⁰ **Cheng K., Duval R.** Does Growing Regional Integration Make Asian Economies Move More in Sync. https://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2014/apd/eng/c3_0414.pdf

страны Восточноафриканского сообщества (ВАС), которое возродило свою деятельность в 2000 г. с целью противостояния вызовам глобализации. Деятельность ВАС направлена на создание общего рынка и стимулирования притока инвестиций в регион, в связи с чем страны – члены ВАС идут по пути максимального сближения механизмов как фискального, так и монетарного регулирования. При этом стартовые условия в странах различались по валютной политике, по применяемым инструментам и режимам денежно-кредитной политики, по финансовой глубине и другим показателям, что, в целом, создавало различную макроэкономическую институциональную среду. Проводимая таким образом неэффективная монетарная политика привела к тому, что инфляция в странах ВАС в 2012 г. достигла двухзначного уровня.¹¹ Как правило, необходимость сближения ставит интегрируемые страны, также, как и в случае ВАС, перед выбором модели ведения денежно-кредитной политики – централизованной, когда политика регулирования осуществляется одним наднациональным органом, или децентрализованной, которая требует больших усилий по гармонизации национальных монетарных политик. Выбор определяется анализом выгод и издержек, либо на основе каких-либо политических установок. Подобный выбор фактически был сделан странами ЕС, который является на сегодняшний день примером, наиболее близким к полной экономической интеграции. Однако и сейчас Европа является достаточно противоречивой с точки зрения промежуточных результатов интеграционного процесса, в связи с чем актуальным является вопрос о том, в каком направлении должна развиваться дальнейшая политика экономического регулирования в ЕС – автономии, координации или гармонизации.¹²

Отдельные исследования посвящены особенностям синхронизации бизнес-циклов в странах Вышеградской группы V4, куда входят Чехия, Венгрия, Польша и Словакия. Так,

¹¹ The East African Community After Ten Years Deepening Integration//Edited by **Hamid R. Davoodi**. Chapter 7 – p. 79, <https://www.imf.org/external/np/afr/2012/121712.pdf>

¹² **Kouba L., Mádr M., Nerudová D., Rozmahel P.** Policy autonomy, coordination or harmonization in the persistently heterogeneous European Union? / WWWFOR EUROPE, WP №95, http://www.wifo.ac.at/jart/prj3/wifo/resources/person_dokument/person_dokument.jart?publikationsid=58136&mime_type=application/pdf

исследование Фидмурка показало, что корреляция бизнес-циклов в странах Вышеградской четверки вызвана интенсивностью внешней торговли и наличием межотраслевой торговли.¹³

Еще одним примером процессов регионализации являются страны Латинской Америки и Карибского региона.¹⁴ Тенденции экономического развития начала девяностых годов прошлого века показали, что экономическая взаимосвязь между странами возрастает: колебания деловой активности в одной из стран отражались на показателях стран-соседей. При этом трансмиссия этих флуктуаций проходила посредством как реальных, так и номинальных индикаторов – изменение объемов торговли вызывало колебания валютного курса и так далее. Таким образом, стало очевидным следующее: несмотря на различия в политике макроэкономического регулирования внутри каждой из стран, колебания деловой активности в одной из них оказывают аналогичное воздействие на другие. В этих условиях приоритетной становится проблема наднационального макроэкономического регулирования, или же – в более простом приближении – координации макроэкономических политик между странами. Продолжая гипотезу о необходимости синхронизации макроэкономических политик, следует обратить внимание на то, как распределяются издержки и выгоды в случае интеграции стран с разным уровнем экономического развития. Общепринятым является мнение, что интеграция слабых игроков с сильными приводит к усилению первых. В частности, речь идет о том, что согласование макроэкономической политики страны с низким уровнем дохода с политикой страны с высоким уровнем дохода приводит к некоторой стабилизации менее развитой экономики.

В рамках концепции синхронизации бизнес-циклов в условиях интеграции проведено также множество исследований касательно особенностей функционирования НАФТА, в частности, с точки зрения влияния интеграции на экономическое развитие Мексики. Основным выводом большинства из них явился тот факт, что после присоединения к

¹³ **Bencik M.** Business cycle synchronisation between the V4 countries and the euro area. Národná banka Slovenska, WP 1/2011, ISSN 1337-5830 – p. 4, https://www.nbs.sk/img/Documents/PUBLIK/wp_1-2011_e.pdf – p. 6

¹⁴ **Eskait H.** Regional Integration and macroeconomic coordination in Latin America/ Cepal Review 82, 2004 – pp. 55-73, http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/11010/82055073I_en.pdf?sequence=1

НАФТА существенно возросла корреляция между темпами роста Мексики и США.¹⁵ Здесь же необходимо отметить эмпирические исследования, которые показывают, что относительная стабильность колебаний валютных курсов двух стран свидетельствует о существенной степени синхронизации бизнес-циклов. Это доказывают проведенные на примере Канады расчеты *Arora V.* и *Jeanne O.* Авторы выявили, что показатели отставания ВВП и уровня инфляции, как детерминанты правила Тейлора, отражают тесную взаимосвязь деловых циклов Канады и США на протяжении трех десятков лет.¹⁶

В связи с вышесказанным, необходимо понять, при помощи каких механизмов можно достичь синхронизации бизнес-циклов между странами интеграционного блока. Многие исследования свидетельствуют о том, что, прежде всего, существует взаимосвязь между объемами внешнеторгового оборота и степенью синхронизации деловых циклов стран, при этом взаимосвязь прямая: чем выше объемы торговли, тем симметричнее динамика показателей цикличности.¹⁷ Однако у этой взаимосвязи тоже есть свои особенности. Исследования ряда авторов¹⁸ показали, что наименьшая степень синхронизации наблюдается между экономиками развивающихся стран, а наибольшая – между промышленно развитыми экономиками. Вместе с тем, связь слаба в экономиках с различной структурой производства, и сильнее – в странах со схожей структурой. В целом, исследования сводятся к выводу о том, что синхронизация макроэкономических политик не может достигаться автоматически за счет создания интеграционного объединения. Наоборот, она требует существенного государственного регулирования, направленного на сближение основных макропоказателей между странами. Вместе с тем, как уже было сказано выше, эффективность конвергенции показателей зависит от степени диверсифицированности экономики и развитости финансового сектора. Учитывая возрастающую в условиях интеграции мобильность капитала, можно утверждать, что безграничное движение потоков капитала также будет

¹⁵ **Cuevas A., Messmacher M., Werner A.** Macroeconomic Synchronization between Mexico and its NAFTA Partners. Worldbank, 2002. http://web.worldbank.org/archive/website00955A/WEB/PDF/WERNER_M.PDF

¹⁶ **Arora V., Jeanne O.** Economic Integration and The Exchange Rate Regime: Some Lessons from Canada, 2001.

¹⁷ См. Подробнее **Frankel J. A., Rose A. K.** The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, *Economic Journal*, vol. 108, № 449, 1998 – p. 1009-1025

¹⁸ **Calderon C. A., Chong A., Stein E.** Trade Intensity and Business Cycle Synchronization: Are Developing Countries any Different? *Journal of International Economics*, vol. 71, №1, 2007 – p. 2-21

способствовать синхронизации. То же самое касается и рынка труда. Если в интеграционном блоке удастся достичь совершенной мобильности трудовых ресурсов, то можно предположить, что это приведет к возрастанию взаимозависимости рынков труда, а значит – взаимосвязанности деловых циклов. В целом, мобильности капитала многие исследователи отводят существенную роль в вопросе синхронизации. С точки зрения негативных последствий этого можно отметить тот факт, что стирание границ на пути движения капитала приводит к росту волатильности экономик, что может оказать негативное воздействие на ряд агрегированных показателей, включая как ВВП, так и его составляющие. Особенно чувствительным в этом контексте является ключевой компонент любой экономики – потребительские расходы. Практические примеры показывают, что в этих условиях наибольшим колебаниям подвержены развивающиеся экономики, которые не способны в условиях возрастающей волатильности обеспечивать постоянный уровень потребления за счет привлечения заемных средств. Чувствительность к внутренним и внешним шокам в данном случае объясняется рядом причин, в частности, тем, что развивающиеся экономики:¹⁹

- не обладают возможностью гибкой корректировки фискальной политики в целях диверсификации рисков;
- не имеют возможности гибкой переориентации секторов экономики в зависимости от изменения рыночной конъюнктуры;
- отличаются слабой развитостью финансовых рынков;
- имеют слабую взаимосвязь с международными финансовыми рынками, что ограничивает возможности иностранных заимствований.

С учетом вышесказанного становится очевидно, что «привязка» макроэкономической политики к динамике деловых циклов стран с высоким уровнем дохода может сократить амплитуду колебаний деловой активности менее развитых стран интеграционного блока. Это, в свою очередь, приводит к некоторой стабилизации макроэкономического положения, способствуя улучшению инвестиционного климата, диверсификации экспорта и т.д. Таким образом, обратная ситуация – несогласованность политик макроэкономического

¹⁹ **Caballero R. J.** Macroeconomic Volatility in Latin America: A Conceptual Framework and Three Case Studies. *Economía*, vol. 1, № 1, 2000 – p. 31-88

регулирования – сокращает возможности стран воспользоваться всем спектром выгод от интеграции.

В целом, на основе анализа ряда исследований проблемы согласованности макроэкономического регулирования на примере стран ЕС, аналитики Центра европейских экономических исследований вывели следующие *детерминанты синхронизации циклов* деловой активности, которые, по сути, являются и критериями сходимости в теории оптимальных валютных зон:²⁰

- торговая интеграция как основной канал трансмиссии циклических колебаний;
- скоординированная денежно-кредитная политика или же введение единой валюты;
- скоординированная фискальная политика и ограничения бюджетного дефицита;
- схожая структура производства, подверженная схожим шокам, и позволяющая одинаково реагировать на них;
- интегрированность финансовых рынков;
- гравитационные переменные – языковые особенности, географическое расстояние, сравнительные емкости экономик, и др.

Обобщая анализ политики регулирования на примере стран Латинской Америки и Карибского региона, *Eskaitz H.* сводит макроэкономическую координацию между странами к теории игр: нескоординированное регулирование приводит к тому, что общественное благосостояние бывает ниже, чем в случае координации. В своем исследовании автор развивает идею *Ghymers C.*,²¹ который изучал институциональные провалы макроэкономической политики на примере «дилеммы заключенного».

Согласно исследователям, ведение несогласованной макроэкономической политики, в большинстве случаев, основано на предположении о том, что национальные интересы идут вразрез с региональными, или межстрановыми. Более того, на уровне высшего руководства многих государств говорится о необходимости ведения на наднациональном уровне

²⁰ **Aarle B., Kappler M., Sachs A., Seymen A., Weyerstrass K.** Study on economic integration and business cycle synchronization. Project for the EU Commission Bureau of European Policy Advisers BEPA-01/2007-PO, 2008. – p. 19

²¹ См. Подробнее **Ghymers C.** La problemática de la coordinación de políticas económicas. Macroeconomía del desarrollo series, №10, LC/L.1674-P, Santiago, Chile, ECLAC, December 2001. United Nations publication, Sales No. S.01.II.G.209.

согласованной политики. Особо интенсивно подобные идеи стали высказываться после наступления глобального финансово-экономического кризиса 2007-2008 гг. Уже тогда, согласно исследованию Института посткризисного мира, мнения большинства экспертов-аналитиков сошлись на том, что нужна новая идеология финансовой архитектуры. Кризис выявил необходимость поиска принципиально нового подхода, предполагающего учет мнения всех стран («надо решать всем миром»)²². Естественно, на глобальном уровне это более сложно решаемая задача, но на уровне одного интеграционного блока достижение координации выглядит весьма выполнимым, хотя и осложненным рядом предусловий. Спонтанного координированного равновесия невозможно достичь, если между странами отсутствует взаимное доверие, документально закрепленное обязательство, или координация со стороны внешних институтов. В этом случае кооперация невозможна – так же, как и в «дилемме заключенного». Очевидно, что в рамках интеграционного блока дилемма осложнена количеством игроков. Кооперация между двумя субъектами технически более возможна, нежели многостороннее согласование между несколькими странами в одном экономическом объединении. В данном случае ситуация перерастает в то, что экономическая теория называет «трагедией общин»: ситуацию, при которой оптимальное, с точки зрения каждого отдельного субъекта решение является неэффективным для социума в целом.

Однако эта дилемма находит свое решение в теории оптимальных валютных зон Манделла. Очевидно, что переход к единой валюте оказывает большее позитивное влияние на товарооборот, нежели фиксирование валютных курсов по отношению друг к другу. Так, например, *Rose* в своем исследовании доказал, что страны, входящие в единую валютную зону, по своим торговым оборотам втрое превосходят аналогичный показатель, который был бы в случае наличия разных валют.²³ Соответственно, это вызывает необходимость гармонизации других направлений макроэкономической политики и регулятивных механизмов в целом, и в первую очередь, гармонизации валютного регулирования.

²² Финансовая архитектура посткризисного мира: эффективность и/или справедливость. Институт посткризисного мира, апрель-май, 2009 – с. 6, http://www.postcrisisworld.org/files/book_small_all.pdf

²³ **Rose A.** One money one market. *Economic policy*, 15-30, 2000 – p.7-46

Если выбор валютного режима определяется исходя сугубо из особенностей национальной экономики, при том, что существует тесная взаимозависимость с другими экономиками, то возникающее при этом несоответствие будет снижать экономическую эффективность внешней торговли и вести к возникновению кризисных процессов. Одним из ярких подтверждений данной гипотезы выступает валютный кризис 2014-2015 гг., возникший в России и распространившийся на другие страны ЕАЭС, в частности, и на Армению. В результате ведения рассогласованной валютной политики чистый экспорт из Армении в Россию сократился, хотя сложившиеся политические и экономические реалии при прочих равных условиях создавали благоприятную ситуацию для увеличения экспорта, особенно в условиях членства в едином интеграционном блоке. Исходя из этого, далее целесообразно рассмотреть роль валютного курса во внешней торговле стран, особенно в условиях интеграции.

1.1.2. Теоретические аспекты взаимосвязи внешней торговли и валютного курса

Либерализация потоков капитала стала одним из ключевых элементов процесса глобализации. Существовавшие во время функционирования Бреттон-Вудской системы ограничения на движение капитала позволяли государству контролировать финансовую систему страны. Середина прошлого века ознаменовалась существенной либерализацией внешней торговли, что естественным образом отразилось на интенсификации международных потоков капитала и либерализации валютной политики многих стран. Позже это привело к феномену, получившему в литературе термин «невозможная троица», который заключается в невозможности одновременного совмещения мобильности капитала, фиксированного валютного курса и независимой монетарной политики. По мнению председателя ФРС *Bernanke B.*, «для развитых экономик, которые используют три ключевые мировые валюты (доллар, евро и йена), положительный эффект от мобильности капитала и проведения независимой монетарной политики намного выше, чем издержки от осуществления политики плавающего валютного курса»²⁴.

Место валютного курса в системе мер макроэкономического регулирования во многом детерминируется используемым режимом. Режим фиксированного обменного курса имеет определенные преимущества, в числе которых, прежде всего, нужно назвать его предсказуемость и определенность. Однако режим фиксированного валютного курса подразумевает наличие валютных резервов, позволяющих центральному банку совершать прямые валютные интервенции и за счет их сокращения или увеличения влиять на спрос и валютный курс. Для Армении, как и для ряда развивающихся стран, остро стоит проблема достаточности валютных резервов для имплементации режима фиксированного валютного курса, поскольку нехватка резервов означает невозможность поддерживать курс национальной валюты на стабильном уровне. Более того, в случае Армении не имеется также и источников пополнения валютных резервов, если учитывать объемы привлекаемых иностранных инвестиций и объемы армянского экспорта. В подобной ситуации, казалось бы,

²⁴ **Bernanke B. S.** Monetary Policy in a World of Mobile Capital – p. 2, <http://www.cato.org/pubs/journal/cj25n1/cj25n1-1.pdf>

оптимальным выходом явился бы отказ от применяемого в настоящее время переходного режима с возможностью корректировки (crawl-like arrangement) в пользу режима плавающего валютного курса.

В пользу идеи об отказе от регулирования валютного курса можно привести исследование *Shatz H.* и *Tarr D.*, в котором авторы высказывают мнение о том, что регулирование обменного курса невыгодно в среднесрочном временном промежутке - обязательно наступит момент, когда снижение резервов иностранной валюты заставит прибегнуть к девальвации.²⁵ В этом контексте стоит также учесть, что на практике управление валютным курсом во многих странах мира приводит к завышению реального обменного курса валют и в некоторых случаях – к большим диспропорциям в экономике. Так, *Shatz H.* и *Tarr D.*²⁶ называют следующие негативные последствия завышения обменного курса национальной валюты: снижение экономической эффективности, неправильное размещение экономических ресурсов, усиление «бегства» капитала из страны, и, самое опасное – административный контроль за валютными и торговыми операциями.

В связи с этим, в последнее десятилетие все больше стран переходит к гибким валютным режимам (к примеру, Израиль, Польша, Чили, Бразилия и др.). Объяснение подобной тенденции можно найти в усилении международных связей и растущей изменчивости потоков капитала, подвергающих режимы курсовой привязки все большему риску. При этом аргументом, выступающим в пользу системы плавающих валютных курсов является то, что они содействуют автоматическому урегулированию платежного баланса без ощутимого изменения золотовалютных резервов государства, а также позволяют смягчать внешние шоки, проводя при этом независимую монетарную политику. В то же время, волатильность свободно плавающего валютного курса имеет существенное, и в большинстве случаев негативное, влияние на внешнюю торговлю. Согласно ряду авторов, высокий

²⁵ **Shatz H., Tarr D.** Exchange Rate Overvaluation and Trade Protection: Lessons from Experience. World Bank Policy and Research Working Paper № 2289, 2000 – 14 p.,

<http://siteresources.worldbank.org/INTRANETTRADE/Resources/ShatzandTarr1.pdf>

²⁶ **Shatz H., Tarr D.** Exchange Rate Overvaluation and Trade Protection: Lessons from Experience. World Bank Policy and Research Working Paper № 2289, - 2000 – 14 p.

<http://siteresources.worldbank.org/INTRANETTRADE/Resources/ShatzandTarr1.pdf>

валютный риск ведет к сокращению международной торговли²⁷, хотя в большинстве случаев этот риск возможно нивелировать при помощи применения финансовых инструментов страхования.²⁸ Еще один положительный аспект системы гибких валютных курсов некоторые исследователи находят в благоприятном изменении структуры торговли, вызываемом флуктуациями валютного курса. Например, *Kumar*²⁹ доказывает, что валютный риск приводит к перераспределению ресурсов в экономике в пользу диверсификации экспорта. При этом девальвация или обесценение национальной валюты ведет к удорожанию импорта по сравнению с местной продукцией, и возрастанию конкурентоспособности внутренних производителей, что улучшает состояние торгового баланса. Данный эффект имеет место при соблюдении условия Маршалла–Лернера: когда суммарная эластичность спроса и предложения по цене равна величине, большей единицы. Это подтверждено исследованиями *Eita*, *Caporale*, *Gil-Alana*, *Mudida*³⁰. Так, пример Кении показал, что обесценение национальной валюты привело не только к сокращению импорта, но и к диверсификации экспорта. Важным условием при этом было поддержание темпов роста цен (19% инфляции месяц к месяцу) на уровне ниже темпов обесценения валюты (30%). В этом контексте *Fischer S.* выражает следующую точку зрения на данный вопрос: «девальвация изменяет условия торговли для крупных и средних стран. Вместе с тем, возможно, что в результате девальвации условия торговли для малой страны не изменятся».³¹ Это означает, что в условиях малой открытой экономики цена задается экзогенно, что в свою очередь означает, что независимо от девальвации условия торговли не изменяются.

²⁷ **Auboin M., Ruta M.** The relationship between exchange rates and international trade: a review of economic literature. WTO Staff Working Paper ERSD-2011-17, 2011 – p. 1-19; **Nicita A.** Exchange Rates, International Trade and Trade Policies. United Nations Conference on Trade and Development/Policy Issues in International Trade and Commodities Study Series, 56, 2013 – p. 1-22.

²⁸ **Ethier W.** International trade and the forward exchange market. *American Economic Review*, 1973 – p. 494–503.

²⁹ **Kumar V.** Real Effects of Exchange Risk on International Trade. Federal Reserve Bank of Atlanta. Working Paper 92-5, Federal Reserve Bank of Atlanta, 1992.

³⁰ См. подробнее **Eita J.** Estimation of the Marshall-Lerner Condition for Namibia. *International Business and Economic Research Journal*, 12(5), 2013 – p. 511-517; **Caporale C. M., Gil-Alana L. A., Mudida R.** Testing the Marshall – Lerner Condition in Kenya. DIW Berlin Discussion Papers, 1247, 2012 – p. 1-24.

³¹ **Fischer S.** Devaluation and Inflation//The Open Economy: Tools for Policymakers in Developing Countries. Edited by Dornbusch R., Helmers F.L. The World Bank. Washington, 1995 – p.117-118

Исследования *Bird*³² показывают, что в тех случаях, когда экономика не в состоянии сдерживать инфляцию, происходит снижение реального валютного курса. Этим он объясняет склонность развивающихся стран к политике плавающего валютного курса, даже если спрос и предложение не отличаются высокой степенью эластичности. Вместе с тем, большинство из них не готово к имплементации режима свободно плавающего валютного курса по причине неразвитости финансовых рынков и малых объемов валютных рынков. В подобных условиях, когда неустойчивость валютных рынков граничит с неуправляемостью, переход к свободному плаванию может стать серьезной угрозой экономической стабильности. Плавающий режим валютного курса опасен именно чрезмерной изменчивостью: страны, платежные балансы которых подвержены валютному риску, опасаются воздействия валютного курса на инфляцию и уменьшения возможности контролировать инфляционные ожидания.³³ Данная проблема в свете валютного кризиса 2014-2015 гг. актуальна для экономики Армении: отказавшись от поддержания валютного курса на определенном уровне и отпустив его в свободное плавание, Армения неизбежно столкнется с высоким уровнем инфляции.

Естественным является тот факт, что колебания валютного курса непосредственно отражаются на внутренних ценах. Происходит это в результате конвертации стоимости импортируемых товаров в национальную валюту, а также за счет изменения цен на товары внутреннего производства, в основе которых лежит импортируемое сырье.

С другой стороны, валютный курс непосредственно влияет на объемы экспорта, соответственно, на внутренние цены тоже. Согласно закону предложения, чем больше объемы экспорта, тем выше цена экспортируемой продукции на внутреннем рынке, и наоборот.

При изучении взаимосвязи валютного курса и уровня цен следует учитывать тот факт, что цены, как правило, более гибкие в сторону роста и, соответственно, менее гибкие в

³² **Bird G.** Is Dollarisation a Viable Option for Latin America? World Economics, Economic & Financial Publishing, 1 Ivory Square, Plantation Wharf, London, United Kingdom, SW11 3UE, vol. 2(1), 2001 – p. 137-147

³³ **Карачадаг Ч., Дуттагупта Р., Фернандес Г., Ишии Ш.** Основные аспекты перехода стран к плавающему валютному курсу. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/rus/2004/12/pdf/karacada.pdf>

сторону сокращения.³⁴ Не во всех случаях можно наблюдать эквивалентное увеличение уровня цен, вызванное снижением валютного курса, и снижение общего уровня цен при увеличении обменного курса. Вместе с тем, во время резкого роста цен снижается спрос на национальную валюту, что оборачивается ростом спроса на иностранную. В подобной ситуации цены, как правило, устанавливаются в иностранной валюте и номинируются по текущему курсу. В этом случае связь между валютным курсом и внутренними ценами несколько искажается.

В контексте логики настоящего исследования необходимо отметить, что неоднозначной является трактовка роли валютного курса в условиях интеграции. В частности, большинство авторов склоняется к тому, что целесообразнее в условиях интеграции применять фиксирование валютного курса, а еще лучше – переход к единой валюте. Связано это с предположением о том, что разность валютных курсов приводит к снижению объемов внешней торговли ввиду возникновения валютных рисков, существующих как при конвертации, так и при хеджировании. В то же время, согласно ряду исследований, волатильность обменного курса не оказывает существенного влияния на объемы торговли.

Большинство исследований, изучающих особенности взаимосвязи валютного курса и внешней торговли, рассматривают влияние курса на торговлю, игнорируя обратную причинно-следственную связь. В этом контексте наиболее известным является исследование *Mundell R. (1961)*, известное как теория оптимальных валютных зон. *Mundell* выделил ряд критериев, представляющих собой определенные экономические условия, необходимые для образования устойчивых валютных регионов, что особо актуально для стран-членов одного интеграционного блока, имеющих существенные взаимные потоки товарооборота. Ключевыми здесь являются факторы внутренней мобильности: речь идет как о производстве, так и внутрирегиональной мобильности труда. Впоследствии фактор мобильности труда стал рассматриваться как основной критерий для формирования ОВЗ, поскольку способствовал смягчению ассиметричных шоков спроса и предложения, способных вызвать

³⁴ **Холопов А. В.** Валютный курс как инструмент макроэкономического регулирования. http://www.mgimo.ru/files2/2014_01/up93/file_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf

инфляцию и нарушить экономическое равновесие. Теория ОВЗ далее была доработана рядом ученых. *McKinnon R.* выделил показатель открытости экономики³⁵ как одной из предпосылок создания оптимальной валютной зоны. Более высокое значение данного показателя свидетельствует о более благоприятных условиях для фиксирования валютного курса между соответствующими странами. Исходя из этого, можно заключить, что страны, поддерживающие фиксированный обменный курс, могут претендовать на создание валютного союза на основе единой валюты. *Kenen P.* предложил рассматривать в качестве основного критерия степень диверсификации экономики, давая следующее объяснение: для создания ОВЗ страны должны иметь высокую степень диверсификации экономики для обеспечения устойчивости к воздействию ассиметричных шоков и способности поддерживать фиксированный обменный курс валюты. Позднее *Fleming M.* выдвинул на первый план темпы инфляции как основной критерий создания ОВЗ.

В целом, теория оптимальных валютных зон Р.Манделла позволяет оценить возможные выгоды и убытки стран в случае фиксирования валютного курса по отношению друг к другу. Проводя сопоставление преимуществ при установлении фиксированных обменных курсов и при переходе к единой валюте, Манделл заключил, что странам выгодно вступать в валютный союз, когда издержки, связанные с конвертацией валют в международной торговле превышают выгоды от сохранения национальных валют. Причем, чем плотнее национальная экономика интегрирована в экономику валютной зоны, тем больше будет выигрыш данного государства. То есть, согласно теории ОВЗ активная торговля помогает государствам-участникам оперативно приспосабливаться к нарушению равновесия на рынке производственных ресурсов; при этом основным элементом минимизации экономических шоков является однородность структуры народного хозяйства.

Изучение преимуществ и недостатков как фиксированного, так и свободно плавающего валютного курса ставит перед исследователями вопрос о преимуществах или недостатках применения промежуточных режимов с точки зрения макроэкономического регулирования в условиях малой открытой экономики.

³⁵ В данном случае в качестве показателя открытости рассматривается отношение суммы экспорта и импорта страны к ее ВВП, которое должно превышать 1.

Естественно, поддержание промежуточного валютного курса лишено преимуществ и недостатков двух крайних случаев – в этом случае невозможно говорить ни о стабильности, ни о независимой денежно-кредитной политике, ни о других преимуществах. Данная проблема разделила современных экономистов на два блока: представители первого³⁶ обосновывают преимущества промежуточных режимов валютного курса; сторонники противоположной позиции считают, что эти режимы нежизнеспособны.³⁷ В настоящее время Армения придерживается одного из переходных режимов, при этом очевидно, что в рамках текущих тенденций развития экономики речь должна идти о согласованном выборе режима валютной политики. Ведь, исходя из вышесказанного, переход к плавающему валютному курсу для Армении в настоящее время опасен сильной инфляцией, которая еще более удорожит армянский импорт, что будет являть собой мощный удар по финансовому состоянию населения. При этом благоприятное воздействие более дешевого драма на экспорт стимулирует рост его объемов, что также будет вести к повышению внутренних цен. Одновременно с этим, переход к свободно плавающему валютному курсу осложнит выплаты по обслуживанию внешнего долга и увеличит долговую нагрузку на экономику Армении, поскольку любые дисбалансы валютных рынков, ведущие к девальвации армянского драма, будут отражаться в пропорциональном росте внешнего долга Армении и расходов по линии его обслуживания. В целом, переход к плавающему курсу требует планомерного отхода от фиксированного режима, заблаговременной подготовки и принятия ряда мер для минимизации рисков, связанных со сменой режима валютного курса.³⁸

В этом контексте, обобщая вышесказанное, следует отметить, что в случае интеграции, как правило, может быть *три варианта ведения валютной политики* в странах – членах интеграционного объединения.³⁹

³⁶ См., например, **Williamson J.** Exchange Rate Regime for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option, Institute For International Economics, Policy Analyses in International Economics, № 60, September 2000.

³⁷ **Obstfeld M., Rogoff K.** The Mirage of Fixed Exchange Rates, Journal of Economic Perspectives, Vol. 9, № 4, 1995; **Eichengreen B., Hausmann R.** Exchange Rates and Financial Fragility, NBER Working Paper № 7418, November 1999.

³⁸ См. подробнее **Карачадаг Ч., Дуттагупта Р., Фернандес Г., Ишии Ш.** Основные аспекты перехода стран к плавающему валютному курсу. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/rus/2004/12/pdf/karacada.pdf>;

Леттер Т. Выбор режима валютного курса

http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb02_ru.pdf

³⁹ **Eskath H.** Regional Integration and macroeconomic coordination in Latin America/ Cepal Review 82. 2004. – p.58. http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/11010/82055073I_en.pdf?sequence=1

- создание валютного союза
- фиксация национальной валюты к валюте третьей страны;
- отказ от национальной валюты и переход на валюту третьей страны.

В связи с этим, дальнейший ход настоящего исследования предполагает детальное изучение позитивных и негативных сторон указанных вариантов.

1.2. Политика валютного регулирования в условиях интеграции

Интеграционные процессы, происходящие в мировой экономике, во многих странах сопровождаются тенденцией к отказу от национальной валюты и созданию формальных и неформальных валютных союзов.⁴⁰ При этом в некоторых случаях к введению единой валюты стремятся страны, существенно отличающиеся друг от друга по основным макроэкономическим показателям, что уже противоречит многим теоретическим постулатам.⁴¹ В связи с этим, возрастает актуальность изучения механизмов создания валютного союза и возможных последствий введения единой валюты в странах с различным уровнем экономического развития. С точки зрения положительных последствий создания единой валютной зоны можно отметить самые основные, такие как: сокращение транзакционных издержек конвертации валют, снижение валютных рисков, интенсификация политических взаимоотношений и др.⁴² Вместе с тем, подобное решение лишает страну монетарной независимости, ограничивая этим гибкость экономического регулирования. Создание оптимальной валютной зоны по Манделлу может дать преобладающий положительный эффект только в том случае, если страны удовлетворяют критериям сходимости, к которым относятся:⁴³

- ✓ гибкость цен и заработной платы;
- ✓ полное отсутствие барьеров для мобильности труда и капитала;
- ✓ высокая степень открытости экономик;
- ✓ интегрированность финансовых рынков;
- ✓ схожесть темпов инфляции;
- ✓ диверсификация экономик;

⁴⁰ **Brash D.** Central bankers' speeches, BIS Review 42/2000, 2000 – p. 1-7

⁴¹ **Маргарян Л. А.** О некоторых задачах валютно-финансовой конвергенции стран ЕАЭС. Финансы и экономика, № 7-8 (179-180), 2015 – стр.15-16

⁴² **Feldstein M.** Optimal Currency Areas. National Bureau of Economic Research – p. 1, <http://www.nber.org/feldstein/Optimal%20Currency%20Areas.pdf>

⁴³ **Mongelli F.P.** European economic and monetary integration and the optimum currency area theory. European Commission, Economic papers № 302, 2008 – p. 2 (58 p.)

- ✓ схожий характер экономических шоков;
- ✓ фискальная и политическая интеграция.

В целом, существует два основных подхода к трансформации в экономический или валютный союз. Согласно гипотезе эндогенности оптимальных валютных зон *Frankel* и *Rose*, чем выше степень интегрированности между странами, тем меньше разрыв между уровнем развитости стран и тем меньше вероятность асимметричности шоков. В противовес этому существует мнение *Krugman P.*, согласно которому в результате интеграции происходят специализации отдельных стран, что ведет к возникновению асимметричных шоков.⁴⁴ Именно поэтому попытка введения единой валюты на пространстве разнящихся по перечисленным критериям европейских стран была изначально весьма противоречивой.⁴⁵ Многие исследователи доказывали в этом контексте, что проведение единой монетарной политики для стран, не отличающихся высокой степенью макроэкономической конвергенции до введения единой валюты, ведет даже к нарастающей дивергенции между ними. При этом, результаты кластерного анализа, проведенного аналитиками Центра европейских экономических исследований,⁴⁶ показывают, что ***интенсивность взаимной торговли и наличие общих границ являются более важными факторами, определяющими синхронизацию циклов деловой активности, чем институциональная среда, фискальная политика или структура производства рассмотренных стран.***

Валютно-финансовая интеграция Европейского Союза на сегодняшний день является наиболее известным примером реализации финансово-интеграционных процессов. При этом необходимо особо отметить *поэтапность* данного процесса, которая во многом способствовала его успешной реализации. Первый этап (1950-1958 гг.) рассматривается как начальная стадия создания интегрированного финансового общества, в течение которой, в основном, разрабатывались платежно-расчетные механизмы в экономиках стран Евросоюза. Именно в тот период был создан Европейский платежный союз. Более глубокой интеграции

⁴⁴ **Bencik M.** Business cycle synchronisation between the V4 countries and the euro area. Národná banka Slovenska, WP 1/2011, ISSN 1337-5830 – p.14, https://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/wp_1-2011_e.pdf

⁴⁵ **Feldstein M.** The Euro's Fundamental Flaws. The International Economy, 2010 – p. 11-12

⁴⁶ **Aarle B., Kappler M., Sachs A., Seymen A., Weyerstrass K.** Study on economic integration and business cycle synchronization, Project for the EU Commission Bureau of European Policy Advisers BEPA-01/2007-PO, 2008

на тот момент препятствовала Бреттон-Вудская система, которая предполагала фиксирование валютных курсов в странах ЕС. Второй этап охватывает период 1970-1980 гг. Отход от Бреттон-Вудской системы повлек за собой возможность создания наиболее либеральной системы финансовых отношений между европейскими странами. На данном этапе была создана Европейская валютная система, основанная на так называемом Механизме обменных курсов (МОК), в соответствии с которым страны обусловились удерживать курсы национальных валют в определенных пределах. При этом приближение курса какой-либо валюты к критической отметке обязывало центральные банки стран, входящих в союз, скупать данную валюту и продавать ту, которая оказывалась в тот момент наиболее востребованной. В этот период была введена и единая расчетная единица ЭКЮ, которая в дальнейшем стала прообразом евро. На третьем этапе развитие международного рынка ссудного капитала привело к тому, что в итоге в 1998 г. осуществилась полная либерализация рынков ссудного капитала в странах ЕС. На этом этапе стала подготавливаться почва для создания единой европейской валюты. Наконец, с созданием валютного союза и принятием ЕВРО в 1999 г. начался четвертый этап финансовой интеграции стран ЕС. Европейский центральный банк, ответственный за монетарную политику всей еврозоны, объявил своей целью поддержание инфляции в пределах 2%.

В настоящий момент вопрос об оптимальности принятого в конце прошлого века сценария развития Европейского Валютного Союза остается открытым и сложно поддающимся оценке.⁴⁷ С одной стороны, введение единой валюты как психологически, так и экономически укрепило единство европейских стран, заметно улучшив экономические условия развития для отстающих стран из-за облегчения заимствований: возможности финансирования экономик расширились благодаря кредитам в евро, а не в национальных валютах, подверженных прежде значительному инфляционному давлению.

С другой стороны, глобальный финансово-экономический кризис 2007-2008 гг. явился самым серьезным вызовом для Европейского Союза за всю его историю. При этом первоначально причину разразившегося кризиса искали и в валютных спекуляциях, и в

⁴⁷ **Маргарян Л. А.** Единая валюта: проблемы и противоречия на примере стран ЕС. Десятая Годичная научная конференция (30 ноября – 4 декабря 2015 г.). Сборник научных статей: Социально-гуманитарные науки. Часть III, Ер.: РАУ, 2016 – с.98-103

слабой бюджетной дисциплине участвующих в союзе государств, а основным виновником по всеобщему мнению была признана Греция, «живущая не по средствам». Для самой же экономики Греции евро стал в определенном смысле подобием золотого стандарта, поскольку невозможность девальвации собственной валюты ограничила возможности повышения уровня конкурентоспособности греческой экономики. При этом введение евро можно трактовать как даже более жесткое обязательство по сравнению с золотым стандартом, ведь страны Еврозоны не имеют возможности временно отказаться от единой валюты в кризисный период. С этой позиции введение единой европейской валюты создало прецедент практической невозможности выхода из данной системы без возникновения кризисных последствий.

Введение евро в современной мировой истории является примером жесткого фиксирования, с одной стороны, и введения единой валюты, с другой. В историческом разрезе подобными примерами служат Бреттон-Вуддская система и золотой стандарт. Очевидно, что ключевым мотивом проведения валютной политики в данном случае является максимальное снижение валютных рисков с целью интенсификации торговых и инвестиционных потоков. Однако, предшествующие введению евро случаи фиксирования не сопровождались интеграционными процессами в финансовом секторе и в сфере монетарного регулирования, что и способствовало снижению эффективности: наличие серьезных макроэкономических расхождений не содействовало получению выгод от поддержания паритета. Именно поэтому как Бреттон-Вуддская система, так и золотой стандарт потерпели крах, завершив свою эпоху системными валютными кризисами. Несмотря на более высокую степень интегрированности и согласованности политики макроэкономического регулирования в странах ЕС, введение евро также не стало лучшим примером жесткого фиксирования курсов между большими группами стран. Более того, вместо усиления степени конвергенции экономик еврозоны, единая валюта способствовала их дивергенции.⁴⁸ Ярким доказательством тому сегодня служит системный кризис, сотрясающий ЕС с момента

⁴⁸ **Pettifor A.** Why the euro is the gold standard writ large – and like the gold standard, will fail. Prime, 30.07.2015. – 18 p., <https://static1.squarespace.com/static/541ff5f5e4b02b7c37f31ed6/t/55ba08e6e4b0c6602ddd7f9d/1438255334668/Why+the+euro+is+the+gold+standard+writ+large.pdf>

начала глобального финансово-экономического кризиса 2007-2008 гг. В поддержку этой гипотезы также следует отметить, что ряд экономик ЕС не вошел в еврозону из тех же соображений: мировой опыт показывает, что в условиях интеграционных процессов из системного кризиса с наименьшими потерями выходят страны, не вошедшие в единую валютную зону и не придерживающиеся политики жесткой фиксации.

Сравнение двух периодов жесткой фиксации основано на ряде схожих черт, в частности:⁴⁹

- отмена обязательной отчетности Центрального банка перед государством;
- позитивные ожидания населения, связанные с тем, что переоцененная национальная валюта ведет к удешевлению импорта и стимулирует потоки капитала;
- дефляционное давление;
- отсутствие единого координирующего органа, регулирующего возникновение макроэкономических дисбалансов внутри стран еврозоны;
- растущее политическое противодействие национальной монетарной политике.

В то же время необходимо отметить ряд отличительных характеристик. Так, идея существования золотого стандарта отвергала роль центрального банка и государственного контроля над валютным курсом, в то время как идеологи европейского монетарного союза предложили усовершенствованный вариант – отмену всех европейских валют и замену их на новую, наднациональную. В этой связи критики евро утверждают, что это повторение сценария, предшествующего первой мировой войне, когда фиксирование валютного курса было применено по отношению к странам, существенно различающимся по показателям экономического развития. Так, осевым стержнем классического золотого стандарта были Германия, Франция, Великобритания, Нидерланды, Бельгия и другие страны, отличающиеся относительно развитыми финансовыми рынками и наличием центральных банков. К периферийным ряд авторов относит такие страны, как Канада, США, Южная Африка, некоторые страны Латинской Америки, Европы и другие – те, которые имели относительно

⁴⁹ **Pettifor A.** The Euro, Like The Gold Standard, Is Doomed To Fail. Social Europe, 2005 <https://www.socialeurope.eu/2015/07/the-euro-like-the-gold-standard-is-doomed-to-fail/>

менее развитый финансовый рынок, при этом некоторые даже не имели свой центральный банк.⁵⁰

В обобщенном виде функционирование зоны евро предполагает ряд закрепленных в соглашениях о ЕС правил, которых обязаны придерживаться страны-члены еврозоны, в частности, они должны:

- отказаться от своей национальной валюты с тем, чтобы принять общеевропейскую валюту, над которой они не будут иметь никакого контроля и влияния, учитывая, что стоимость этой наднациональной валюты будет определяться на финансовых рынках;
- учитывать, что стоимость валюты может быть переоценена или недооценена по отношению к ряду экономик стран еврозоны;
- вести политику снижения цен и заработных плат как единственно возможного способа снижения внутренних дисбалансов и, вместе с тем, повышения конкурентоспособности экспортируемой продукции;
- признать право Европейского центрального банка на использование инструментов денежно-кредитной политики для достижения единственной основной цели: обеспечения стабильности цен;
- в целях обеспечения принципа четырех свобод пойти по пути удаления всех видов барьеров, ограничивающих свободное передвижение капитала между странами еврозоны;
- воздерживаться от использования инструмента государственных расходов в целях антициклической политики;
- удерживать бюджетный дефицит и государственный долг в установленных пределах (3% и 60% от ВВП соответственно).

Классический золотой стандарт, который был введен в девятнадцатом веке и получил продолжение уже после Первой мировой войны, был разработан с целью содействия международной торговле и движению капитала. Вместе с тем, это способствовало защите интересов иностранных кредиторов, учитывая определенную степень недоверия

⁵⁰ Там же, стр. 504

экономических агентов к институтам регулирования в целом. Особенно это было важно с точки зрения регулирования инфляции – как известно, заемщики более заинтересованы в снижении общего уровня цен, следовательно, негативно реагируют на риски девальвации валюты. Более того, вкупе со всеми прочими рисками следует отметить отсутствовавшие на тот момент механизмы международного права, направленные на регулирование финансовых отношений, что также повышало рисковость интернациональных финансовых сделок. На уровне государственных займов стало очевидно, что необходимо снизить фактор неопределенности при заключении международных сделок. Так, золотой стандарт обеспечил возвратность долгов не в виде переменной величины, зависящей от колебаний валютного курса, а в виде валют, соотношение которых фиксировано по отношению к золоту. Таким образом, игроки на международном финансовом рынке обеспечили сохранение стоимости своих активов. Введение золотого стандарта, в свою очередь, стало поводом к стремлению стран аккумулировать как можно больше соответствующего металла, что было чревато смещением приоритетов. Так, на государственном уровне более предпочтительными стали доходы от экспорта, приносящие золото – в ущерб внутреннему росту и развитию.

Отсюда становится очевидно, что кризис золотого стандарта стал наступать тогда, когда ограниченность ресурса стала усложнять процесс фиксирования курса валюты к золоту. Более того, привязка к ресурсу, цена которого определяется колебаниями спроса и предложения, с учетом его редкости означала сокращение денежной массы со всеми его последствиями.

Каким же образом золотой стандарт нашел свое применение в идее евро?

Первой чертой, свидетельствующей о схожести двух систем, является потеря контроля над национальной валютой, что, в свою очередь, ограничивает возможности проведения независимой монетарной политики. Цена единой валюты, формируемая под воздействием экзогенных факторов, в большинстве случаев не отражает уровень экономической активности в той или иной стране привязки. Отмечается многими авторами переоцененность евро, так же, как переоцененность валюты в период золотого стандарта, которая оказывает благоприятное воздействие на население новых членов ЕС, как правило, представленных странами с относительно низким уровнем дохода. Так, для Греции,

Ирландии и Испании при вступлении в ЕС импорт оказался дешевым, что позволило удовлетворить потребительский спрос. В то же время, фиксирование валютного курса, или же золотой стандарт, подразумевают стабильность и гарантию от инфляции. Этот факт стал причиной греческого кризиса – уверенность заемщиков в обеспеченности сильной валютой при наличии сильного игрока в лице Германии привела к снижению процентных ставок по долгам, предоставляемым Греции. Так, некоторые авторы склоняются к тому, что кредиторы оценивали своими процентными ставками платежеспособность Германии, а не Греции. При этом, еще одной схожей чертой двух валютных систем является отсутствие единого наднационального органа, регулирующего и стабилизирующего состояние экономики стран, привязанных к одной валюте. Еще одна особенность – свободная мобильность капитала, которая в наибольшей степени содействовала расширению торговых отношений между странами ЕС.⁵¹

В целом, все больше и больше факторов и мнений склоняется к тому, что единая валютная зона евро, так же, как и когда-то золотой стандарт, изначально была идеей, обреченной на провал. Современные исследования все чаще посвящены поискам путей выхода из ловушки евро, в частности, рассматриваются следующие варианты и их последствия:

1. дальнейшее пребывание в зоне евро, что чревато разворачиванием кризисных процессов, нарастанием государственного долга и рядом других глубоких экономических дисбалансов;
2. выход из зоны евро и возврат к национальным валютам, что также чревато глубоким экономическим кризисом, однако с возможностью восстановления экономической автономии в долгосрочном периоде;
3. сужение зоны евро до круга стран, имеющих наибольшую степень конвергенции друг с другом.

Вместе с тем, идея возрождения золотого стандарта в виде евро нашла своих убежденных сторонников. Так, представители неоклассического направления австрийской

⁵¹ **Pettifor A.** Why the euro is the gold standard writ large – and like the gold standard, will fail. Prime, 30.07.20156 p.18., <https://static1.squarespace.com/static/541ff5f5e4b02b7c37f31ed6/t/55ba08e6e4b0c6602ddd7f9d/1438255334668/Why+the+euro+is+the+gold+standard+writ+large.pdf>

школы склонны считать, что золотой стандарт является наиболее приемлемой системой организации денежного обращения. Связана подобная точка зрения с гипотезой о том, что только в этом случае количество денег будет являться экзогенно заданной величиной и не сможет стать объектом манипуляций со стороны властей. Таким образом, отмена идеи центрального банка как такового, ограничение монетарного суверенитета на фоне введения стопроцентного резервирования банковских вкладов до востребования будет способствовать рестриктивной антиинфляционной политике. Этой позиции особенно придерживались *Mises L.* и *Hayek F.* Основной акцент их теоретических рассуждений делался на борьбу с кредитным расширением и инфляцией. Аналогично с логикой австрийской школы, евро стал прообразом золотого стандарта для стран еврозоны.⁵²

Введение единой валюты в 1999 г. лишило страны еврозоны монетарной автономии и возможности стабилизации экономики за счет гибкости валютного курса. Последствия этого проявились достаточно быстро: глобальный финансово-экономический кризис 2007-2008 гг. стал причиной глубокой продолжительной рецессии в ряде стран ЕС. Так, например, та же Греция, Испания и другие страны были весьма ограничены в арсенале антикризисных мер ввиду отсутствия возможности девальвировать валюту, ограничений бюджетного дефицита, уровня инфляции и т.д.

В целом, обобщая существующие аналитические исследования, посвященные особенностям монетарного и валютного регулирования в условиях интеграции, можно сделать следующий вывод: для получения наибольшего положительного эффекта от интеграции необходимо максимально синхронизировать политику макроэкономического регулирования в странах интеграционного блока. При этом, введение единой валюты возможно только при полной конвергенции экономик, в противном случае наиболее приемлемым является ведение согласованной валютной политики, направленной на поддержание паритета валютного курса между странами. Таким образом, *при невыполнении большинства условий конвергенции наиболее целесообразным является поддержание относительного паритета покупательной способности между двумя странами.* Теория

⁵²**Soto J. H.** An Austrian Defense of the Euro// Mises daily articles, 07/2015, Mises Institute, <https://mises.org/library/austrian-defense-euro>

относительного паритета покупательной способности (ППС) говорит о том, что если уровень цен в одной стране возрос на определенный процент относительно другой, то и номинальный валютный курс этой страны должен обесцениться на ту же величину для сохранения реального курса неизменным. Сохранение паритета подразумевает наличие и соблюдение ряда предпосылок, в частности, отсутствие каких-либо барьеров (тарифных и нетарифных) для международной торговли, а также отсутствие транспортных издержек. В целом, поддержание относительного ППС позволяет обеспечивать стабильность реального обменного курса. Таким образом, возможные шоки приобретают краткосрочный характер, что нивелирует долгосрочные валютные риски для внешней торговли. Исходя из этого, наиболее подходящим пространством для соблюдения ППС является любая степень экономической интеграции, начиная с зоны свободной торговли. Однако эмпирический анализ не позволяет заметить однозначной корреляции между валютными курсами и уровнем цен в странах. При этом многие исследования показывают, что теория относительного ППС не срабатывает в краткосрочных временных отрезках, что связано с жесткостью номинальных величин в этом промежутке. Долгосрочный временной горизонт, наоборот, характеризуется гибкостью номинальных, но жесткостью реальных величин. Таким образом, нейтральность денег в этом случае сводит к минимуму колебание реальных величин.⁵³ Тем не менее, *Lee Ch.* в своем исследовании⁵⁴ выдвигает гипотезу, согласно которой в долгосрочной перспективе между странами в условиях успешной либерализации внешней торговли поддержание ППС возможно. В свою очередь, *Laureti L.*⁵⁵ на основе исследования ряда европейских стран пришел к следующему выводу: чем сильнее степень экономической интеграции, тем теснее связь между валютным курсом и уровнем инфляции. Связано это с тем, что с углублением экономических связей происходит также сближение макроэкономических показателей вообще и инфляции в частности. Так, *Lopez C.* и *Pappell D.*

⁵³ См., например, **Rogoff K.** The Purchasing Power Parity Puzzle. *Journal of Economic Literature*, Vol. 34, 1996 – p. 647-668, <http://www.yorku.ca/yildirim/ADMS4542/PPPpuzzle.pdf>

⁵⁴ **Lee Ch.** Purchasing power parity and free trade area. MPRA Paper № 40431, 2010 – p. 2, https://mpra.ub.uni-muenchen.de/40431/1/MPRA_paper_40431.pdf

⁵⁵ **Laureti L.** Purchasing Power Parity and Integration: Empirical Evidence in the Mediterranean Countries, *Journal of Policy Modeling*, 23, 2001 – p. 731-751.

провели исследование⁵⁶ с целью изучения степени близости к ППС по трем блокам стран – внутри еврозоны, между странами еврозоны и членами ЕС, не входящими в пространство евро, а также между странами еврозоны и их основными торговыми партнерами. По итогам анализа наблюдений, которые включали в себя период до и после заключения Маастрихтского договора, авторы пришли к выводу, что после 1993 г. наблюдалась определенная, хоть и с разной степенью интенсивности, конвергенция показателя ППС. При этом, естественно, взаимосвязь оказалась сильнее внутри стран еврозоны и слабее – между странами еврозоны и прочими странами – торговыми партнерами ЕС.

Таким образом, исходя из изучения и анализа результатов исследований, посвященных особенностям денежно-кредитного и валютного регулирования в странах, находящихся на какой-либо стадии экономической интеграции, можно сделать ряд выводов, на основе которых будет построена дальнейшая логика настоящего исследования. В первую очередь следует отметить необходимость синхронизации бизнес-циклов между странами, образующими интеграционное объединение. Обеспечение синхронности требует реализации скоординированной макроэкономической политики по всем направлениям – механизмами как денежно-кредитной, так и налогово-бюджетной политики. При этом возможность синхронизации опирается на наличие определенных предпосылок, таких, как высокая доля товарооборота со странами-членами интеграционной единицы, схожесть характера экономических шоков, интеграцию финансовых рынков, географическую близость и другие показатели. Ключевым фактором, содействующим созданию соответствующих предпосылок, является валютный курс. Следовательно, он и является основным каналом синхронизации циклов деловой активности между странами. В контексте формирования интеграционных объединений это означает, что необходимым условием, содействующим максимизации выгод от вступления в какой-либо вид экономической интеграции, является трансформация политики макроэкономического регулирования стран с акцентом на координацию валютной политики между ними. Согласованное действие нескольких игроков, известное в экономической теории как «дилемма заключенного», в данном случае усложняется

⁵⁶ **Lopez C., Pappell D.** Convergence to Purchasing Power Parity at the Commencement of the Euro. University of Houston, University of Cincinnati, 2004 – p. 10, <http://www.uh.edu/~dpappell/Euro.pdf>

количеством участников и разностью уровня их социально-экономического развития. Различные исследования на предмет реализации валютной политики в условиях интеграции в целом сводятся к трем возможным вариантам, исходя из имеющихся предпосылок интеграции. В зависимости от характера экономического развития и степени синхронизации циклов деловой активности возможны следующие пути валютной интеграции: привязка национальной валюты к валюте третьей страны с поддержанием паритета покупательной способности; фиксация национальной валюты к валюте третьей страны (принцип золотого стандарта); принятие валюты третьей страны либо создание валютного союза. Аналитические исследования показывают, что плавающий валютный курс не всегда является эффективным решением. В частности, девальвация не имеет смысла, если для экономики не выполняется условие Маршалла–Лернера, то есть, если экспорт и импорт неэластичны по цене, выраженной в иностранной валюте. Вместе с тем, *теория интеграции предполагает поддержание курса национальной валюты непосредственно по отношению к валюте страны – основного торгового партнера*. В случае же стран Евразийского экономического союза фиксирование или привязка осуществляется по отношению к доллару США, хотя в географической структуре внешней торговли каждой из них преобладающую долю занимает Россия.

Многие специалисты выражают опасения в контексте того, что членство Армении в Евразийском экономическом союзе (ЕАЭС) было продиктовано в большей степени политическими мотивами, нежели экономическими.⁵⁷ Отсутствие макроэкономической конвергенции между странами ЕАЭС ставит под сомнение результативность перехода в краткосрочной перспективе к более глубокой степени интеграции – валютному союзу. Об этой возможности достаточно часто упоминается во многих официальных источниках, поскольку без координации валютной и монетарной политики в целом невозможно дальнейшее развитие интеграционных процессов.⁵⁸ Тем не менее, очевидно, что без наличия

⁵⁷ См., например, **Giragosian R.** Armenia and the Eurasian Economic Union: The view from Yerevan. European council on foreign relations,

http://www.ecfr.eu/article/commentary_armenia_and_the_eurasian_economic_union_the_view_from_yerevan387

⁵⁸ См., например, **Сулейманов Т.** Интеграция – новые возможности и пути выхода из кризиса. Выступление на Международном экономическом форуме 16.03.2015, Евразийская экономическая комиссия, <http://www.eurasiancommission.org/ru/nae/news/Pages/19-03-2015-5.aspx>

тесных интеграционных связей введение единой валюты на всем пространстве ЕАЭС не представляется возможным. Даже при поверхностном рассмотрении специфики развития страны ЕАЭС не удовлетворяют критериям сходимости, обозначенным в теории оптимальных валютных зон.

События конца 2014 г. показали, что монетарная политика стран ЕАЭС существенно зависит от внешнеэкономических процессов, и каналом передачи импульсов является валютный курс. При этом нестабильность экономического развития, вызывающая недоверие к властям, а в некоторых случаях и неразвитый финансовый сектор ведут к тому, что экономические агенты перестают доверять центральному банку и сводят на нет потенциальную возможность передачи импульсов финансового сектора реальному.

На уровне анализа некоторых макроэкономических показателей, приведенных ниже, становится очевидной разнонаправленность развития и регулирования экономик стран ЕАЭС. Подобная ситуация не создает предпосылок для создания валютного союза, поскольку текущее состояние рассмотренных показателей уже не соответствует большинству критериев валютно-финансовой конвергенции. Аналогичная картина складывается при рассмотрении величины бюджетного дефицита и государственного долга в странах ЕАЭС. Наличие макроэкономических дисбалансов в странах оказывает существенное негативное влияние на эффективность функционирования экономического союза в целом. Однако, если внутри ЕС решение проблем менее благополучных стран возможно при помощи более благополучных, то в случае ЕАЭС этому препятствует разный, при этом невысокий (хотя и выше среднего) уровень социально-экономического развития. Таким образом, перед странами Евразийского экономического союза достаточно остро стоит задача сближения валютно-финансовых показателей и гармонизации валютного регулирования, что в долгосрочной перспективе может сделать вероятным создание валютного союза. Новая реальность функционирования евразийских экономик ставит задачу гармонизации валютного регулирования, поиска новых механизмов, позволяющих сблизить природу цикличности и, таким образом, обеспечить возможность максимизации выгод от экономической интеграции.

Глава 2. Валютные механизмы интеграции: валютный союз как высшая форма гармонизации

2.1. Опыт валютной интеграции ЕС

В контексте настоящего исследования наиболее целесообразным является рассмотрение опыта Европейского союза, как единственного примера, близкого к полной экономической и валютной интеграции. Опыт ЕС примечателен также тем, что, несмотря на все меры, применяемые по сближению политик макроэкономического регулирования между странами интеграционного объединения, достичь выполнения всех критериев конвергенции всеми странами одновременно не удалось. Результаты аналитических исследований, особенно участвовавших в свете греческого кризиса, свидетельствуют о том, что хотя европейское интеграционное объединение шло к реализации идеи единой валюты поэтапно, десятилетиями, сменяя различные механизмы валютного регулирования методом проб и ошибок, тем не менее, создать валютный союз в классическом понимании европейские монетарные власти так и не смогли. История и результаты валютной интеграции ЕС могут служить примером того, что в условиях изначальной неготовности объединяющихся экономик и их несоответствия критериям сходимости механизмы валютной гармонизации не обеспечивают полноценного и эффективного функционирования экономик и, соответственно, не приводят к максимизации выгод от интеграции.

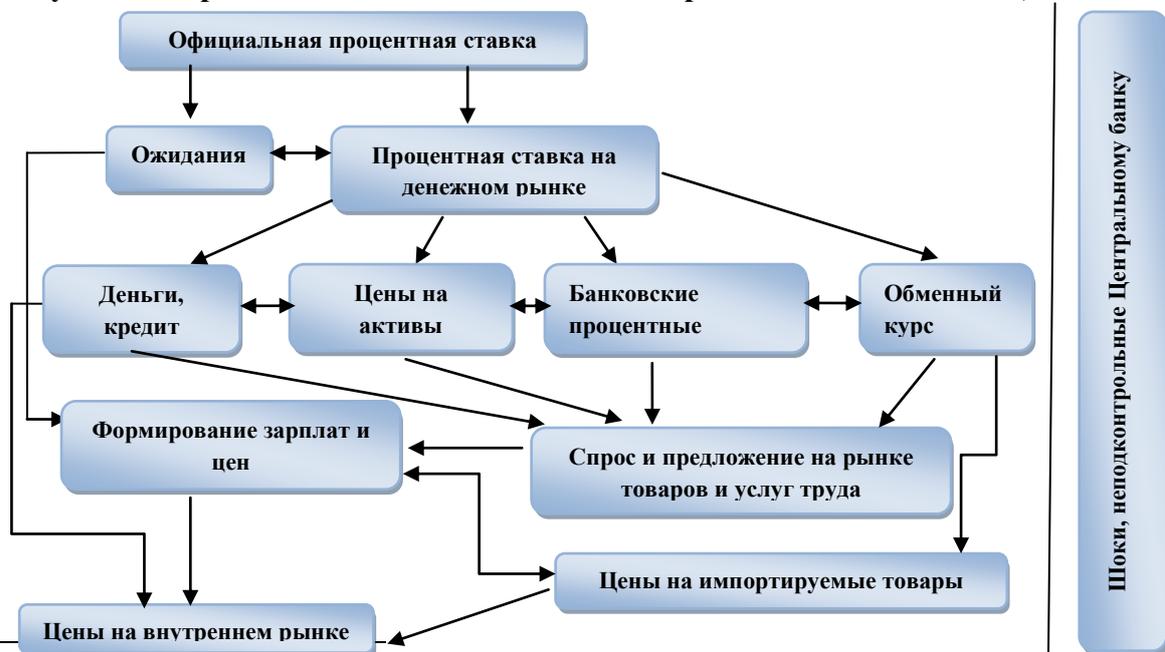
Европейская система центральных банков «включает в себя Европейский центральный банк (ЕЦБ) и национальные банки всех стран-членов ЕС, которые участвуют в реализации единой денежно-кредитной политики в зоне евро, действуя в соответствии с принимаемыми ЕЦБ решениями»⁵⁹.

Как и для большинства монетарных властей, основной целью ЕЦБ является поддержание стабильности цен, при этом деятельность банка также направлена на поддержание общей экономической политики без ущерба для основной цели. Поддержание

⁵⁹ The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks (Edition 2011), http://www.ecb.int/pub/pdf/other/escb_web_2011en.pdf?1695f7853625b84caa9b7dff3bc5b03a

стабильных цен на устойчивой основе является важным предварительным условием для повышения экономического благосостояния и потенциала роста экономики. Именно поэтому, с целью количественной оценки понятия стабильности, Совет управляющих ЕЦБ объявил, что «стабильность цен определяется ежегодным увеличением гармонизированного индекса потребительских цен (НИСР)⁶⁰ в пределах 2% в среднесрочной перспективе»⁶¹. Это сводный показатель, который формируется под воздействием различных факторов. Начальным звеном передаточного механизма монетарной политики ЕЦБ является процентная ставка, посредством которой передается импульс ожиданиям населения и рыночным процентным ставкам (см. рисунок 1). Ключевым инструментом денежно-кредитной политики ЕЦБ и одновременно основными операциями на открытом рынке являются операции по рефинансированию, и, соответственно, процентная ставка по данным сделкам. Ожидания относительно будущей процентной ставки влияют на среднесрочные и долгосрочные процентные ставки, то есть долгосрочные процентные ставки в какой-то степени зависят от рыночных ожиданий касательно будущей ставки по краткосрочным кредитам.

Рисунок 1. Передаточный механизм денежно-кредитной политики ЕЦБ⁶²



⁶⁰ Гармонизированный индекс потребительских цен представляет собой средневзвешенный показатель индексов цен всех стран зоны Евро/

⁶¹ “The Monetary Policy of the ECB”. European Central Bank, 2004 – p.51

⁶² The Monetary Policy of the ECB, 2011 – p. 35,

<https://www.ecb.europa.eu/home/shared/media/publications/monetarypolicy2011en.pdf>

Также верно то, что монетарная политика может руководствоваться ожиданиями экономических агентов непосредственно относительно будущей инфляции и таким образом влиять на динамику цен. Однако это возможно только в том случае, если население полностью доверяет монетарным властям.

Рыночные процентные ставки передают импульс дальше по каналам трансмиссии, в том числе цены на финансовые активы, банковские процентные ставки, валютный курс и т.д. Таким образом, подавая сигнал на денежный рынок, ЕЦБ воздействует на уровень цен в среднесрочной перспективе, действуя при этом в условиях неопределенности. Однако, принимая во внимание тот факт, что в условиях глобализации происходит выравнивание процентных ставок, можно сказать, что это делает невозможным их использование в качестве инструмента денежно-кредитной политики. Таким образом, на первый план выходят ожидания, которые и становятся первичным звеном трансмиссионного механизма. В контексте ожиданий самым главным «отправным механизмом» их формирования является доверие к монетарным властям.

Аналитиками Европейского центрального банка на начальной стадии введения евро выделялось несколько ключевых характеристик успешного проведения монетарной политики, в том числе следующее⁶³:

- ✓ применение в качестве якоря инфляционных ожиданий. В этой связи, ЕЦБ должен четко определить свои цели, разработать и придерживаться последовательного и систематического метода проведения денежно-кредитной политики;
- ✓ в целях содействия лучшему пониманию монетарной политики, основные аспекты процесса ее реализации должны быть предельно понятны для общественности.

Однако на практике достаточно сложно обеспечивать полное, исчерпывающее разъяснение взаимосвязей всех элементов и аспектов монетарной политики на уровне такого количества разных по природе стран. На пути к тому, какой сегодня является Европейская система центральных банков, был пройден достаточно длинный путь.⁶⁴ История европейской

⁶³ The Monetary Policy of the ECB. European Central Bank, 2004 – p. 49

⁶⁴ Маргарян Л.А. «Единая валюта: проблемы и противоречия на примере стран ЕС» // Сборник научных статей Десятой юбилейной годичной научной конференции. Социально-гуманитарные науки, часть III. Издательство РАУ, Ереван, 2016г., стр. 98-102.

монетарной интеграции представляет собой последовательную смену ряда событий, способствовавших формированию современной системы евро, в частности, речь идет о следующем:⁶⁵

1. Золотой стандарт.
2. Бреттон-Вудская система.
3. Доклад Вернера.
4. Европейская валютная змея и создание европейской валютной системы.
5. Создание экономического и валютного союза.

О первых двух системах не раз было отмечено выше. Что же касается доклада Вернера, то этот период наступил на пороге 1970 г., в ответ на флуктуации европейских рынков. Валютные колебания в Германии и Франции стали препятствовать взаимной торговле, в связи с чем возникла необходимость в ускорении процессов валютной интеграции. Доклад Вернера, опубликованный в 1970 г., обозначил шаги на пути углубления монетарной интеграции и стал основой для дальнейших мер сближения европейских экономик. Следующий этап – разработка механизма «валютной змеи», датированный 1972 г., когда председатели центральных банков стран Европейского экономического сотрудничества пришли к решению ввести коридор колебаний валютных курсов относительно американского доллара. Однако это нововведение также потерпело поражение на фоне нефтяного кризиса, разразившегося в начале семидесятых годов прошлого столетия. Выход из сложившейся ситуации был найден в виде решения о создании Европейского валютного союза, в основе которого была заложена идея привязки валют стран союза к корзине национальных валют. Тем не менее, издержки обмена валют между европейскими странами и существующие в связи с этим риски оставались достаточно высокими с точки зрения общего рынка. Так, в декабре 1991 г. был заключен договор о создании Европейского союза, в котором отдельным пунктом было выделено проведение монетарной политики единым независимым центральным банком, преследующим своей основной целью

⁶⁵ Этапы монетарной интеграции ЕС представлены на основе исследования **Delivorias A.** A history of European monetary integration. European Parliamentary Research Service, 2015, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/551325/EPRS_BRI\(2015\)551325_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/551325/EPRS_BRI(2015)551325_EN.pdf)

поддержание стабильного уровня цен. В этом же договоре были закреплены критерии конвергенции (стабильность цен, государственных финансов, валютных курсов и долгосрочных процентных ставок),⁶⁶ выполнение которых являлось необходимым условием для членства в Европейском экономическом и валютном союзе. Как и следовало ожидать, подобная реформа, сопровождающаяся дерегулированием движения капитала, привела к дестабилизации экономической ситуации в ряде стран, что удалось устранить за счет девальвации национальных валют. Экономике стран ЕС были не готовы к внедрению новой единой валюты, и об этом свидетельствует ряд исследований подтверждающих, что к 1994 г., когда было принято решение о внедрении с 1999 г. единой валюты, ни одна из стран не соответствовала полностью критериям конвергенции.⁶⁷ Так, в 1996 г. в результате соглашения между рядом стран, был подписан и принят Пакт роста и стабильности,⁶⁸ который закреплял обязательства стран – членов экономического объединения по соответствию критериям конвергенции. Также было принято решение о том, что курсы национальных валют членов ЕС, не входящих в зону евро, должны быть зафиксированы по отношению к евро с небольшим коридором плавания. Одиннадцать стран, удовлетворявших критериям конвергенции, с 1999 г. стали членами еврозоны. Особо примечательно, что годом позже Совет Европы принял заключение, согласно которому Греция тоже полностью соответствовала критериям, хотя и с условием дальнейшего интенсивного реформирования экономики. Таким образом, по состоянию на 2017г. членами еврозоны стали почти все страны ЕС, за исключением девяти, из коих две – Дания и Великобритания – имеют особый статус.⁶⁹ При этом семь оставшихся стран, согласно договору о присоединении к ЕС, обязаны войти в зону евро в момент достижения критериев конвергенции. Следует отметить также, что некоторые страны (Ватикан, Сан-Марино и др.) не входят в зону евро, но используют его как средство платежа.

⁶⁶ См. подробнее: Introducing the Euro: convergence criteria. EUR-LEX: Access to European LAW, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=URISERV:125014>

⁶⁷ **Delivorias A.** A history of European monetary integration. European Parliamentary Research Service, 2015, p.4, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/551325/EPRS_BRI\(2015\)551325_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/551325/EPRS_BRI(2015)551325_EN.pdf)

⁶⁸ См. подробнее: Stability and Growth Pact. European Commission, Economic and Financial Affairs, http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_en.htm

⁶⁹ См. официальный сайт Европейского союза, https://europa.eu/european-union/about-eu/money/euro_en; **Delivorias A.** A history of European monetary integration. European Parliamentary Research Service, 2015, p.5, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/551325/EPRS_BRI\(2015\)551325_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/551325/EPRS_BRI(2015)551325_EN.pdf)

Последней значимой вехой в истории евро стал глобальный финансово-экономический кризис, который многие считают основой кризиса европейской валюты. Причин тому аналитики видят несколько, из них самые основные – отсутствие механизмов принуждения выполнения обязательств по координации фискальных политик, заложенных в Пакте стабильности и роста, а также масштабное приобретение банками стран еврозоны суверенных долгов ряда развивающихся стран ЕС.

С точки зрения механизмов единого монетарного регулирования также существует определенная хронология событий. С 1 января 1999 г. на Европейский центральный банк была возложена ответственность по реализации денежно-кредитной политики на территории еврозоны, которую принято считать второй по объемам общей экономической зоной после США. Создание еврозоны стало итогом долгого и комплексного интеграционного процесса между рядом стран ЕС. По пути к созданию единого валютного пространства было пройдено шесть этапов. Первый этап – процесс перехода к валютному союзу (1998-1999 гг.) начался с того, что была достигнута стабилизация уровня цен при низком уровне процентных ставок на территории стран формирующейся еврозоны. Вторым этапом (1999-2000 гг.) выразился в росте процентных ставок с целью противодействия инфляционному давлению на фоне возрастающих темпов экономического роста и обесценения новой валюты. Колебания ставки рефинансирования продолжались вплоть до шестого этапа, наступление которого ознаменовал глобальный финансово-экономический кризис 2007-2008 гг., первый серьезный вызов для деятельности ЕЦБ. Ведь, как известно, вхождение в зону единой валюты и отказ от национальной означает невозможность использования процентной ставки и валютного курса как механизмов стабилизации экономики. В случае недостаточной степени конвергенции экономик, входящих в валютный союз, это становится угрозой конкурентоспособности. А критерии конвергенции, как уже было указано выше, включают в себя как законодательные предусловия (сближение нормативов регулирования), так и экономические (стабильность цен, валютного курса, устойчивую фискальную позицию, сближение долгосрочных процентных ставок). При этом вхождение в зону евро предполагает плавающий валютный курс евро по отношению к другим валютам, и зависимость стран еврозоны, разных по структуре и уровню экономического развития, от

курса евро – то есть привязка разных экономик к одному общему для всех шоку. В связи с особенностями монетарного регулирования в этом случае, со стороны ЕЦБ был предпринят ряд нестандартных мер по преодолению критических явлений в еврозоне. Необходимо отметить в этом контексте, что аналитики ЕЦБ в виде основного залога успеха политики единого монетарного регулирования видят в сочетании централизованной денежно-кредитной и децентрализованной фискальной политик. Тем не менее, как уже упоминалось выше, этот кризис позволил выявить несостоятельность системы евро, о чем свидетельствует сегодня экономическое состояние Греции, например.

Обращаясь к этапам и механизмам интеграции с точки зрения валютного и монетарного регулирования, следует обратить особое внимание на пошаговость сближения финансовых рынков стран еврозоны. Этот процесс длился около двух десятков лет и охватил банковский сектор, страхование, а также сферы, связанные с улучшением инвестиционного климата. Целью реформ в отмеченных областях было устранение барьеров на пути движения капитала. Необходимо отметить, что изменения, направленные на обеспечение свободы движения капитала, внедрялись в странах ЕС постепенно, по мере готовности каждой конкретной экономики.

Таблица 1 . Либерализация банковской деятельности в странах ЕС				
	Отмена контроля над движением капитала	Дерегулирование процентной ставки	I Банковская директива	II Банковская директива
Бельгия	1991	1990	1993	1994
Дания	1982	1988	1980	1991
Франция	1990	1990	1980	1992
Германия	1967	1981	1978	1992
Греция	1994	1993	1981	1992
Ирландия	1985	1993	1989	1992
Италия	1983	1990	1985	1992

Люксембург	1990	1990	1981	1993
Нидерланды	1980	1981	1978	1992
Португалия	1992	1992	1992	1992
Испания	1992	1992	1987	1994
Великобритания	1979	1979	1979	1993
<i>Источник: составлено автором на основе данных доклада Buch C.M., Heinrich R.P. Financial integration in Europe and Banking sector performance. Kiel Institute of World Economics, 2002 – p. 3, http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/div/buch.pdf</i>				

Как показывает таблица, либерализация банковской деятельности осуществлялась в течение достаточно длительного периода времени, при этом принятие Второй банковской директивы стало последним шагом на пути к отмене препятствий для движения капитала в банковском секторе. В частности, директивой закреплялись принципы взаимного признания лицензий, минимума гармонизации и внутринационального контроля.⁷⁰ Первая банковская директива закрепляла принципы либерализации процесса создания кредитных учреждений в странах ЕС, оставляя, тем не менее, некоторые пробелы в вопросах открытия филиалов банков в других государствах. Более того, попытка гармонизации банковского законодательства не привела к желаемым результатам, поскольку слишком сильным было давление со стороны стран, не желающих пересматривать свои внутренние, разнящиеся друг от друга нормативы регулирования.⁷¹ И лишь принятие Второй банковской директивы позволило путем признания лицензий решить вопрос дискриминаций из-за законодательных различий. Суть директивы, являющейся очередным шагом на пути создания общего рынка банковских услуг, изложена в таблице.

Таблица 2. Вторая банковская директива ЕС			
Директива	Дата принятия	Дата осуществления	Цель
Second EC Banking Directive	1989	1993	Наличие одной лицензии

⁷⁰ **Buch C.M., Heinrich R.P.** Financial integration in Europe and Banking sector performance. Kiel Institute of World Economics. 2002. – p. 3 (30 p.) <http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/div/buch.pdf>

⁷¹ См., например, **Gruson M., Nikowitz W.** The second banking directive of the EEC and its importance for non-EEC banks. Fordham International Law Journal, Vol. 12, Issue 3, 2008 – 39 p., <https://pdfs.semanticscholar.org/6a34/faceacfc49743d32cc2c8065471d9edd8e81.pdf>

(89/646/EEC)			
Monitoring and Control of Large Exposures Directive (92/121/EEC)	1992	1994	Предоставление годовой отчетности надзорным органам
Capital Adequacy Directive (93/6/EEC) and (93/31/EEC)	1993	1996	Расширение требований к средневзвешенному по риску капиталу для инвестиционных банков
Deposit Guarantee Directive (94/191/EEC)	1994	1996	Разработка общих компенсационных схем вкладчикам во всех странах сообщества
<i>Источник: составлено автором на основе данных доклада Buch С.М., Heinrich R.P. Financial integration in Europe and Banking sector performance. Kiel Institute of World Economics, 2002, http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/div/buch.pdf</i>			

Тем не менее, несмотря на дальнейшие шаги по сближению рынков банковских услуг и не только, глобальный финансово-экономический кризис выявил ряд высоких системных рисков, присущих финансовому сектору стран ЕС. В этом свете было принято решение о создании Банковского союза, основанного на едином своде правил оказания услуг, единых механизмах надзора и восстановления наиболее крупных, системообразующих банков зоны евро.⁷² Однако, по оценкам экспертов, создания и ужесточения единых механизмов надзора недостаточно, когда под угрозой находится общее макроэкономическое состояние экономик ЕС. Учитывая риски, существующие сегодня в связи с долговым кризисом Греции и экономическим спадом ряда других стран, можно утверждать, что экономика ЕС находится в состоянии нестабильности.

Более сложно вопрос интеграции обстоит со страховым полем, поскольку межстрановых различий здесь было намного больше. Самым весомым и значимым шагом на пути создания единого страхового рынка стало принятие Третьей директивы страхования жизни и нежизни (1994 г.),⁷³ на основе которой все юридические барьеры на пути межгосударственного страхования были сведены к минимуму. Этот шаг был выгоден как

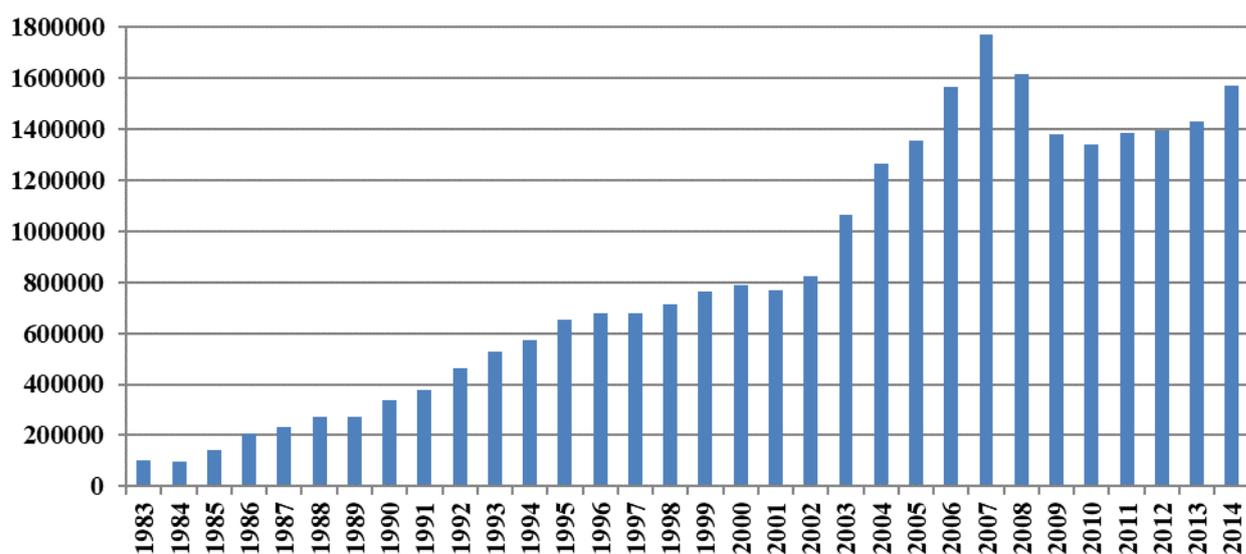
⁷² Усоскин В.М. Новая система банковского надзора в Европейском союзе. Деньги и кредит, 2015 – с. 23, http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/usoskin_03_15.pdf

⁷³ См. подробнее: Non-life insurance: third Directive. EUR-LEX: Access to European LAW. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/?uri=uriserv:l24028b>

потребителям, так и страховым компаниям, в результате чего объемы страховых премий значительно возросли. Однако принятие директивы также стало результатом поэтапного принятия решений.⁷⁴ Так, первым этапом на пути создания единого страхового рынка стало решение о свободе регистрации (1973-1979 гг.), что позволило фирмам открывать филиалы и дочерние предприятия во всех странах ЕС, при этом надзор и регулирование осуществлялись в соответствии с национальными законодательствами соответствующих стран. За этим последовала либерализация услуг (1983-1990 гг.), что позволило оказывать страховые услуги уже без создания филиалов или дочерних предприятий. Третий этап директив, принятых с 1992 г., включал в себя такие пункты, как отмена регулирования цен, установление принципа минимальной гармонизации, введение единой на территории ЕС лицензии, а также принцип национального надзора для всех типов страхования. Тем не менее, специфики национальных экономик и, как следствие, наличие различных рисков не позволили получить полноценного эффекта от создания единого страхового рынка на пространстве ЕС. Однако официальная статистика показывает, что с начала третьего тысячелетия объемы страховых премий в рамках существенно возросли (см. рисунок 2).

Рисунок 2. Страховые премии, млн. долл. (ЕС-15)

⁷⁴ **Beckmann R., Eppendorfer C., Neimke M.** Financial integration within the European Union: Towards a single market for insurance. European Credit Research Institute, 2002 – p. 4, <http://www.ecri.eu/new/system/files/21+insurance.pdf>

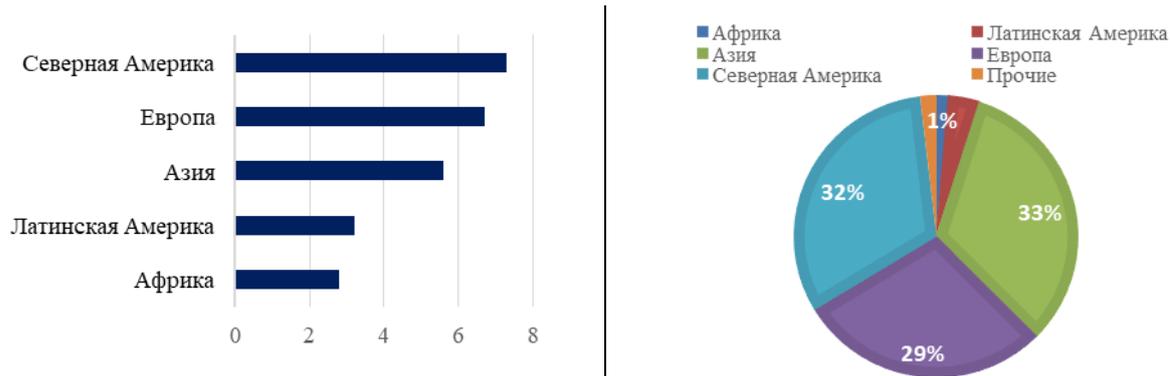


Источник: составлено автором на основе базы данных OECD, <https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=INSIND>

По итогам сопоставительного анализа также становится очевидно, что европейский страховой рынок стал набирать обороты и превзошел по своим объемам все регионы мира, за исключением США. Это видно как по показателю соотношения страховых премий с ВВП, так и доле страховых премий в общемировом масштабе (см. рисунок 3).

Рисунок 3а. Доля страховых премий в ВВП, %, 2016

Рисунок 3б. Структура страховых премий по миру, %, 2016г.



Источник: составлено автором на основе данных "Swiss Re" Group, <http://www.sigma-explorer.com/>

Что касается интеграции рынков ценных бумаг, то этот процесс оказался наиболее медленным и наименее результативным.⁷⁵ Он начался с середины 1990-х гг. и сопровождался рядом событий, в частности, организационной трансформацией европейских фондовых бирж, введением единой валюты и новыми возможностями в связи с развитием электронной торговли. На тот момент времени основным препятствием на пути к созданию единого рынка ценных бумаг, как и во всех предыдущих случаях, стало наличие законодательных барьеров, не способствующих межнациональным сделкам. Формализация данной проблемы нашла свое отражение в Белой книге, Едином европейском акте 1986 г., Программе единого рынка 1992 г.,⁷⁶ которые признавали важность регулирования рынка ценных бумаг и рынка капитала целом, предлагая решение в виде имплементации модели взаимного признания национальных стандартов и минимальной гармонизации. Так, к середине 1990-х гг. была завершена гармонизация некоторых основных элементов регулирования.

По состоянию на 2017г. из 28 стран ЕС 19 входят в зону евро. Предпочтение национальной валюте и монетарной самостоятельности отдали такие страны, как Болгария, Хорватия, Чехия, Венгрия, Польша, Румыния и Швеция⁷⁷, однако согласно договору о присоединении к ЕС эти страны обязаны войти в зону евро с того момента, как станут

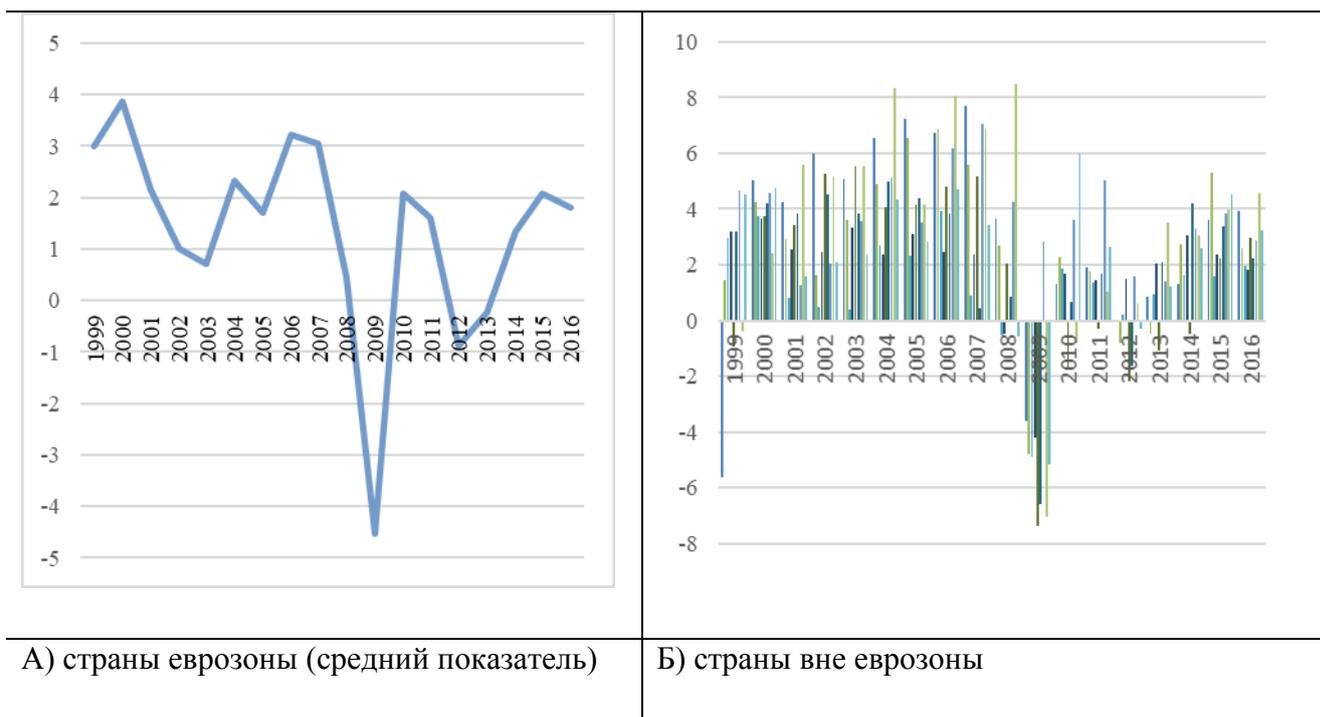
⁷⁵ Carretta A. Integration of the European securities markets and links among stock exchanges: a cross-listing, cross-membership and cross-trading analysis, 2006

⁷⁶ Asgeirsson H. Integration of European securities markets. Central Bank of Island. Monetary Bulletin, 2004 – p. 52, http://www.sedlabanki.is/uploads/files/MB042_5.pdf

⁷⁷ Официальный веб-сайт Европейского Союза, http://europa.eu/european-union/about-eu/money/euro_en

соответствовать критериям конвергенции. Исключение в этом вопросе составляют Великобритания и Дания. При рассмотрении динамики темпов роста ВВП можно отметить определенную синхронность в среднем по ЕС показателе изменения ВВП и аналогичном показателе по странам, находящимся вне зоны евро.

Рисунок 4. Экономический рост в странах ЕС, %

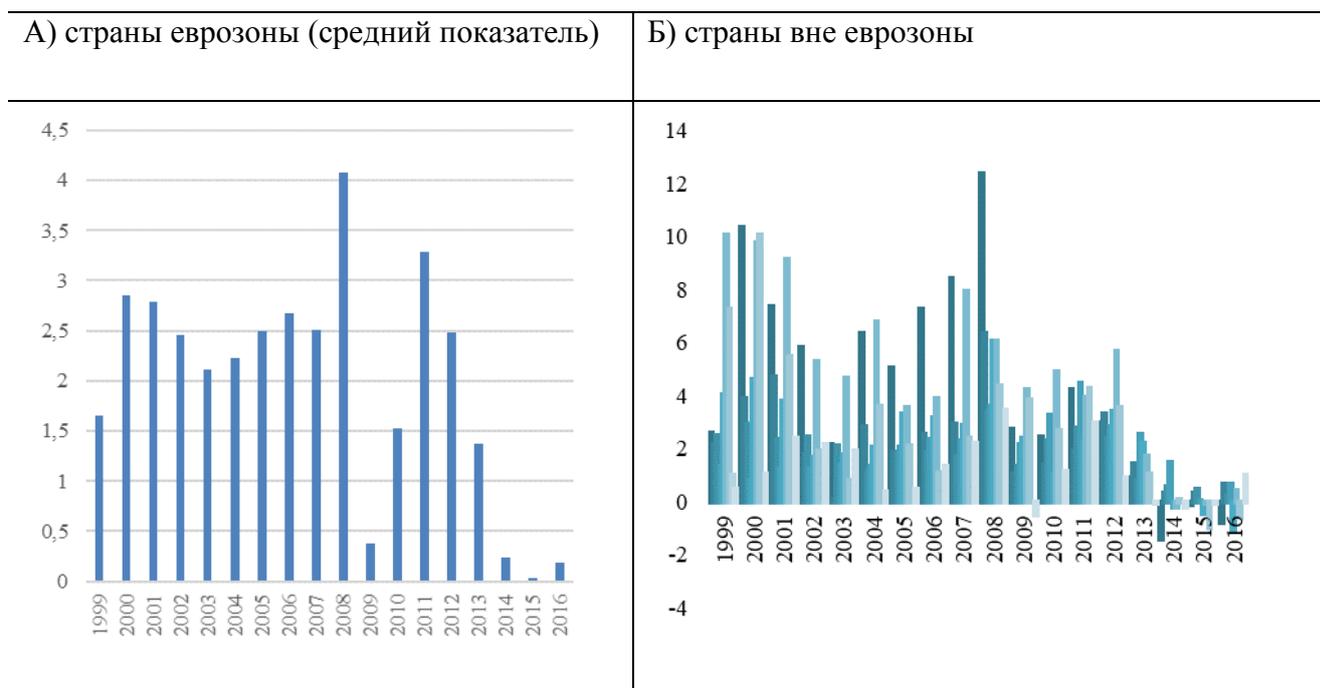


Источник: составлено автором на основе данных Всемирного банка, www.worldbank.org

Помимо сопоставления темпов экономического роста, в контексте интеграции весьма интересно также изучить динамику инфляции в разрезе тех же групп стран. Особый интерес это представляет потому, что, с одной стороны, эффективность интеграции зависит от степени синхронизации экономик, с другой стороны, успешная интеграция приводит к углублению синхронизации экономик. Следовательно, за почти два десятилетия с момента принятия единой валюты и несколько десятилетий политики конвергенции макроэкономического регулирования в странах ЕС и еврозоны в частности, должно наблюдаться определенное сближение ключевых показателей социально-экономического развития.

Динамика инфляции за тот же временной отрезок показывает, что в среднем разброс темпов роста цен различен. Однако, если учитывать, что установленный Европейским центральным банком предел для гармонизированного индекса потребительских цен в странах еврозоны равен 2%, можно утверждать, что механизмы монетарного регулирования не всегда позволяют достичь поставленной цели, при этом отклонение достаточно велико (см. рисунок 5).

Рисунок 5. Динамика темпов инфляции в странах ЕС, %



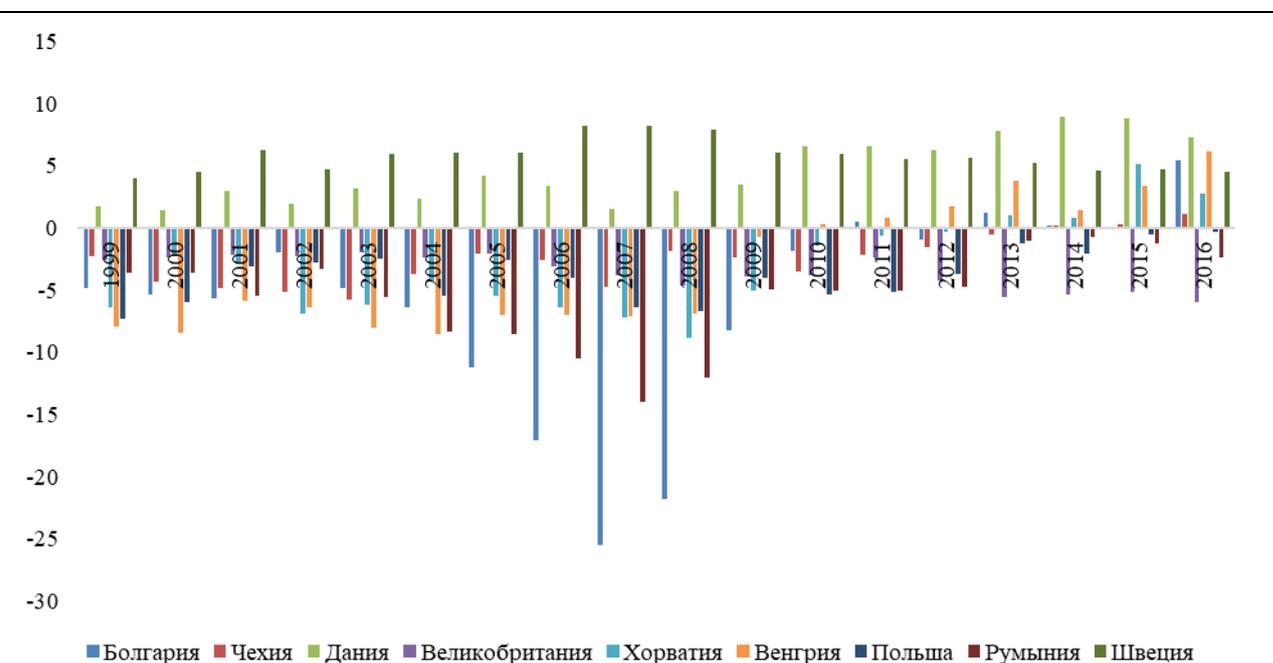
Источник: составлено автором на основе данных Всемирного банка, www.worldbank.org

Что касается стран, не входящих в зону евро, то здесь необходимо отметить, что Швеция, Венгрия, Польша, Румыния, Чехия и Великобритания реализуют политику таргетирования инфляции, что само по себе предполагает плавающий курс национальной валюты, Болгария, Хорватия – управляемое плавание, а Дания – фиксирование курса национальной валюты по отношению к евро. При этом, в странах, таргетирующих инфляцию, установлен достаточно низкий пороговый уровень инфляции. Вместе с тем, Дания, зафиксировавшая курс по отношению к евро в целях поддержания стабильно низкого уровня цен, добилась наибольших успехов в сокращении ценовых колебаний. В целом,

можно сказать, что страны вне зоны евро также не достигли больших успехов в поддержании указанного предела стабильности цен.

Как известно, свободно плавающий валютный курс имеет преимущество, заключающееся в возможности девальвировать валюту для улучшения состояния торгового баланса. Статистика показывает, что ощутимого улучшения сальдо счета текущих операций большинству стран удалось достичь (см. рисунок 6).

Рисунок 6. Сальдо счета текущих операций в странах ЕС, не входящих в еврозону, % от ВВП



Источник: составлено автором на основе данных Всемирного банка, www.worldbank.org

Что касается стран еврозоны, то здесь статистика свидетельствует о положительной динамике сальдо для большинства стран, за исключением, например, Ирландии, Италии, Исландии и Латвии, которые больше всех пострадали в период глобального финансово-экономического кризиса. Тем не менее, им удалось значительно снизить величину отрицательного сальдо, доведя ее до уровня ниже 5%.

В целом, обобщение опыта ЕС и результатов многочисленных исследований, посвященных особенностям европейской экономической интеграции, показывает и доказывает, что введение единой валюты на основе стран, не соответствующих полностью критериям конвергенции, не является залогом эффективного функционирования интеграционного блока. Более того, пример Греции свидетельствует об обратном – в некоторых случаях вхождение в валютный союз может оказаться губительным для неготовой к этому экономики. Исходя из этого, имея в качестве примера предпосылки и итоги европейской экономической интеграции, следует провести анализ на предмет изучения предпосылок евразийской экономической интеграции.

2.2. Предпосылки валютно-финансовой интеграции в странах ЕАЭС

Создание Евразийского экономического союза как очередной стадии интеграционных процессов, приближающей объединение к завершающему этапу полной интеграции, естественным образом породило ряд вопросов, ставящих под сомнение эффективность данного объединения. Скоротечность процессов самой интеграции, разность природы экономик стран-членов, особенности макроэкономического регулирования и прочие факторы стали почвой для исследований перспектив развития и функционирования ЕАЭС. Учитывая, что изначально по пути сближения торгово-экономических отношений шли всего три страны – Россия, Беларусь и Казахстан, большинство трудов по этой проблематике не рассматривало ЕАЭС в том виде, в котором он существует сейчас – с вовлечением Армении и Кыргызстана.

Первоначально, принимая во внимание специфику исторического развития стран, многие авторы изучали возможность валютно-финансовой интеграции на пространстве СНГ в целом. Так, Петров М. В. и Плисецкий Д. Е. в своем исследовании, проведенном параллельно с началом интеграционных процессов будущего ЕАЭС,⁷⁸ отметили ряд существенных различий и некоторых схожих черт в развитии экономик стран СНГ. В частности, авторы акцентировали внимание на том, что все республики Содружества пошли по пути применения германо-японской модели финансового посредничества, где доминирующее положение по капиталу занимает банковский сектор. Отмечено также, что между странами существуют значительные расхождения по индикаторам развитости банковского сектора. Тем не менее, исследователями выдвинуто предложение о модернизации финансовых систем стран СНГ с дальнейшим сближением соответствующих показателей и о создании единого рынка финансовых услуг. В том же позитивном ракурсе перспективы валютной интеграции на пространстве СНГ представлены в работе аналитика

⁷⁸ См. подробнее: **Петров М.Е., Плисецкий Д.Е.** Возможности и перспективы интеграции стран СНГ в финансовой сфере. Финансы и кредит, №8(840), 2011.

Московской межбанковской валютной биржи Мишиной В.⁷⁹ В своем исследовании автор выражает мнение, согласно которому страны СНГ обладают достаточно существенными предпосылками для валютной интеграции. В первую очередь, речь идет об исторической общности, географическом расположении и схожем характере рыночных реформ. Более того, на основе проведенного анализа Мишина В. приходит к выводу о наличии некоторой синхронности в динамике макроэкономических показателей ряда стран СНГ. К идентичным результатам пришли специалисты Евразийского банка развития, расчеты которых показали, что между странами СНГ в течение последних десяти лет стала наблюдаться тенденция к сближению показателей конвергенции. Между тем, указанные исследования имеют в основе своей идею о выборе рубля как резервной валюты на территории валютного союза стран СНГ, при том, что доля сделок, совершенных между странами СНГ в российских рублях, существенно уступает аналогичному показателю в долларах и в евро.

Более глубокий анализ, проведенный *Дробышевским С. М. и Полевым Д. И.*, был направлен на изучение возможности создания единой валютной зоны на пространстве стран Содружества. Авторы раскрыли в своем исследовании сущность теории оптимальных валютных зон Р. Манделла, ее достоинства и ограничения, а также представили ряд эконометрических моделей, позволяющих наиболее точно проверить теорию ОВЗ на практике. Итогом работы стало изучение возможности валютной интеграции на примере стран СНГ с учетом наличия статистических данных по основным макроэкономическим показателям. На основе изучения показателей фискальной и долговой политики, а также особенности внешнеторговых отношений стран СНГ по состоянию на 2006 г. авторы пришли к выводу о том, что соответствующие экономические индикаторы свидетельствуют в пользу введения единой валюты. При этом в качестве возможной базы для создания валютного союза рассматривается российский рубль, однако признается тот факт, что позиции России

⁷⁹ **Мишина В.** Предпосылки валютной интеграции и роль операций с рублем в странах СНГ. ММВБ, Анализ и тенденции №12(72), 2009 – с. 13-18, <http://www.micex.ru/file/bursereview/article/90915/13-18.pdf>

по фискальным показателям достаточно слабы, поскольку величина бюджета и государственного долга напрямую зависят от динамики мировых цен на сырье.⁸⁰

Учитывая глубину исследования *Дробышевского С.* и *Полевого Д.*, некоторые подходы, предложенные ими в методике оценки применимости теории ОВЗ на примере стран СНГ, были использованы в ходе аналогичного анализа, проведенного нами на примере стран ЕАЭС.

В целом, о наличии существенных различий в политике валютного регулирования в России, Казахстане и Беларуси свидетельствует немалое количество исследований.⁸¹ Однако в большинстве из них отмечается факт договоренности о сближении денежно-кредитной политики и валютного регулирования стран-членов ЕАЭС,

О неоднозначности создания евразийского интеграционного блока свидетельствует ряд исследований и экспертных оценок, посвященных преимущественно проблемам и перспективам интеграции России, Беларуси и Казахстана. В связи с этим, уместно упомянуть исследование *Hett F.* и *Szkola S.*⁸², в котором авторы рассмотрели не только особенности функционирования ЕАЭС, но и коснулись возможных последствий вступления в союз двух новых членов – Армении и Кыргызстана. Наиболее глубоко со стороны армянских исследователей этот вопрос изучался, прежде всего и изначально, с точки зрения возможных выгод и потерь от вступления Армении в таможенный союз.⁸³ Перспектива создания экономического союза и перехода в более долгосрочном горизонте к введению единой

⁸⁰ **Дробышевский С.М., Полевой Д.И.** Финансовые аспекты валютной интеграции на территории СНГ – М.: ИЭПП, 2007. – 152 с. : ил. – (Научные труды/ Ин-т экономики переход. периода; № 109Р). – ISBN 978-5-93255-225-4, 2007. - Стр. 130-134.

⁸¹ **Максимчук А.** Валютное регулирование в Республике Беларусь в условиях конвергенции стран Евразийского экономического союза. Банковский Вестник, Национальный банк Беларуси, 2014 – с. 22-30;

Винокуров Е. О перспективах создания валютного союза ЕАЭС. Пресс-центр Евразийского банка развития, 12 мая 2015, http://www.eabr.org/r/press_center/expert_comment/?id_4=48745

⁸² **Hett F., Szkola S.** The Eurasian Economic Union: Analyses and Perspectives from Belarus, Kazakhstan and Russia. Friedrich Ebert Stiftung Foundation, 2015, <http://library.fes.de/pdf-files/id-moe/11181.pdf>

⁸³ См., например: Армения и Таможенный союз: оценка экономического эффекта интеграции. Евразийский банк развития, доклад №20, 2013 – 48 с., http://www.eabr.org/general/upload/СІІ%20-%20izdania/2014/%D0%90%D1%80%D0%BC%D0%B5%D0%BD%D0%B8%D1%8F-%D0%A2%D0%A1/doklad_20_ru_preview.pdf; **Восканян М. А.** Перспективы вступления Армении в Евразийский таможенный союз: за и против. Журнал Евразийская экономическая интеграция, ЕЭИ, № 2 (23), 2014 – с. 20-35; и др.

валюты на его территории вызвала новый всплеск исследований относительно теперь уже предпосылок и последствий валютно-финансовой интеграции.⁸⁴ При этом всеми авторами отмечается характерная для экономик ЕАЭС низкая степень диверсификации, нефтяная зависимость двух крупнейших игроков интеграционного объединения, а также ряд ключевых различий с точки зрения экономического регулирования.

Основные принципы функционирования Евразийского экономического союза, закрепленные в соответствующем договоре, подразумевают координацию макроэкономической политики стран – членов ЕАЭС. Часть третья Договора о создании ЕАЭС, по сути, устанавливает «правила игры» для субъектов макроэкономического регулирования. При этом, критерии устойчивого развития экономик стран-членов, закрепленные в статье 63 того же раздела с некоторыми корректировками являются повторением Маастрихтских критериев, зафиксированных в Пакте роста и стабильности. В частности, речь идет о том, что формирование макроэкономической политики стран ЕАЭС должно осуществляться в пределах следующих ориентиров:⁸⁵

- «ежегодный дефицит консолидированного бюджета сектора государственного управления не должен превышать 3% от ВВП;
- долг сектора государственного управления не должен превышать 50% от ВВП;

⁸⁴ См., например, **Сандоян Э. М.** Проблемы денежно-кредитного регулирования в Республике Армения в условиях евразийской экономической интеграции. Сборник тезисов докладов международной научной конференции «Воспроизводство России в XXI веке: диалектика регулируемого развития к 80-летию выхода в свет книги Дж. М. Кейнса «Общая теория занятости, процента и денег», Москва, 3-4 марта 2016 – с. 592-597; **Сандоян Э. М.** Проблемы и тенденции валютной ликвидности на финансовом рынке Армении в контексте развития армяно-российских торгово-экономических отношений. Девятая Годичная научная конференция (3-9 декабря 2014 г.). Сборник научных статей: Социально-гуманитарные науки, часть 2, Ереван: РАУ, 2015; **Восканян М. А.** Проблемы и перспективы валютной интеграции в рамках ЕвРазЭс. Формирование евразийского социально-экономического и информационно-коммуникативного пространства: успехи, проблемы, перспективы: сборник научных статей (из материалов Международной научно-практической конференции в рамках Евразийского научного форума «Интеграционные процессы на евразийском пространстве: успехи, проблемы, перспективы», Санкт-Петербург: МИЭП, 2013. – с. 28-34 (201 с.); **Восканян М. А.** О необходимости гармонизации подходов к валютному регулированию в странах ЕАЭС. Институциональный механизм преодоления рецессии. Коллективная монография по материалам XIII Международной научно-практической интернет-конференции 11–20 сентября 2015 г., Ростов-на-Дону: Содействие – XXI век, 2015 – с.191-200 (262 с.); **Тавадян А. А., Багратяна Г. А.** и др.

⁸⁵ Договор о Евразийском экономическом союзе, Часть 3: Единое экономическое пространство, Раздел XIII: Макроэкономическая политика, Статья 63 – с. 65-66

- годовой уровень инфляции, рассчитанный по индексу потребительских цен (декабрь к декабрю предыдущего года) не должен превышать уровня ИПЦ в стране с наименьшим значением данного показателя более, чем на пять процентных пунктов».

Утверждение о необходимости ведения согласованной политики экономического регулирования подтверждается статьей 64 «Цели и принципы согласования валютной политики», которая закрепляет необходимость поэтапной гармонизации подходов к формированию валютной политики в странах ЕАЭС «в том объеме, в каком это соответствует сложившимся макроэкономическим потребностям интеграционного сотрудничества».⁸⁶ При этом особое место в разработке согласованной политики макроэкономического регулирования отводится прогнозу социально-экономических показателей с учетом интервальных количественных значений внешних параметров прогноза.⁸⁷ В частности, Решением №85 Коллегии Евразийской экономической комиссии от 26 июля 2016 г. были установлены следующие значения параметров на 2016 г. и прогнозные 2017-2019 гг.:

Таблица 3. Интервальные количественные значения внешних параметров прогнозов для подготовки официальных прогнозов социально-экономического развития государств – членов ЕАЭС на 2016-2019 гг.

	2016	2017	2018	2019
Значения прогнозов темпов развития мировой экономики (расчет по паритету покупательной способности), % к предыдущему году	3,1–3,6	3,3–3,9	3,4–3,9	3,4–3,9
Значения прогнозов цен на нефть марки Brent, долл. США за баррель	30–52	35–57	35–60	35–65

Источник: составлено автором на основе Решения Коллегии Евразийской экономической комиссии от 26 июля 2016 года №85, <http://www.eaeunion.org/>

⁸⁶ Там же, статья 64, стр.

⁸⁷ См. подробнее: Порядок согласования интервальных количественных значений внешних параметров прогнозов, используемых для подготовки официальных прогнозов социально-экономического развития государств – членов Евразийского экономического союза, Решение Коллегии Евразийской экономической комиссии от 11 декабря 2012 г. № 269, https://docs.eaeunion.org/pd/ru-ru/0121297/pd_05092016_att.pdf

Однако перечень внешних параметров прогноза явно свидетельствует о том, что ключевыми экзогенными факторами, влияющими на внутреннюю среду интеграционного объединения, являются динамика мировых объемов производства, а также цены на нефть. Таким образом, подобная формулировка в очередной раз фиксирует факт зависимости основных игроков ЕАЭС и всего союза в целом от потоков иностранной валюты, в частности, долларов США.

Договором также закреплён перечень показателей, позволяющих оценить уровень интеграции экономик, в том числе:⁸⁸

- объёмы взаимных инвестиций внутри ЕАЭС;
- удельный вес взаимных объёмов экспорта/импорта внутри ЕАЭС;
- удельный вес членов ЕАЭС во внешнеторговом обороте остальных стран Союза.

При этом Приложение 15 к тому же договору фиксирует основные меры, направленные на согласование курсовых политик стран-членов ЕАЭС, облегчение ведения взаимных расчетов в национальных валютах и либерализацию процессов миграции капитала между странами. Вместе с тем, в целях устранения транзакционных издержек, связанных с множественностью курсов, устанавливается механизм их формирования: на основе кросс-курсов национальных валют к доллару США. Таким образом, курсовая политика стран внутри интеграционного блока документально становится зависимой от действия экзогенных факторов, определяющих динамику курса доллара. Учитывая, что виды курсовой политики между странами разнятся, так же, как и режимы денежно-кредитной политики, этот пункт Приложения к договору фактически означает ограничение монетарного суверенитета с точки зрения создания благоприятных условий для взаимной торговли между странами ЕАЭС.

Сводные показатели Доклада о глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума позволяют составить обобщенное представление о некоторых сферах экономики стран ЕАЭС в сопоставлении. Как показывает таблица, наиболее благоприятными являются показатель России по критерию «Макроэкономическая среда», и вполне очевидное преимущество России по критерию «Емкость рынка», по которому

⁸⁸ Приложение №14 к договору о Евразийском экономическом союзе, раздел 4., стр. 5

Армения является аутсайдером. При этом данные рейтинга свидетельствуют о неразвитости финансовых рынков стран ЕАЭС и низком уровне инновационного развития (см. таблицу 4).

Таблица 4. Некоторые компоненты индекса глобальной конкурентоспособности, 2017-2018 гг.* (максимальное значение индекса – 7)

	Армения	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Институты	4.1	4	3.4	3.7
Инфраструктура	3.9	4.2	3	4.9
Макроэкономическая среда	4.1	4.2	4.4	5
Эффективность товарных рынков	4.7	4.3	4.2	4.2
Эффективность рынка труда	4.4	4.6	3.7	4.3
Уровень финансового развития	3.9	3.3	3.8	3.4
Технологическая оснащенность	4.1	4.3	3.2	4.5
Емкость рынка	2.8	4.5	2.8	5.9
Инновации	3.3	3.2	2.7	3.5

*Беларусь отсутствует в базах данных Всемирного экономического форума.

Источник: составлено автором на основе данных *Global Competitiveness Report, 2017-2018*, <http://www3.weforum.org/docs/GCR2017-2018/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2017%E2%80%932018.pdf>

В целом, можно заметить, что показатели конкурентоспособности находятся на уровне, а по некоторым критериям – даже ниже средних показателей по странам мира. Интеграция предполагает объединение ресурсов для получения синергетического эффекта, однако в данном случае происходит объединение заведомо слабо развитых по ряду

критериев экономик, без движущей силы, существенно отличающейся по уровню развития. Еще одним индикатором состояния институционального развития экономики является индекс экономической свободы, публикуемый Heritage Foundation. Эти данные также отражают одинаковую, с небольшими различиями, несостоятельность стран с точки зрения защиты прав собственности и борьбы с коррупцией. Более того, таблица демонстрирует, что совершенно несвободным является финансовый рынок Беларуси – об этом свидетельствуют показатели страны по критериям свободы инвестиций и финансовой свободы (см. таблицу 5). Лидером по этим показателям, причем с большим отрывом, является Армения. В целом, разброс величины показателей по странам опять же свидетельствует об институциональной разнородности стран ЕАЭС, что в очередной раз доказывает необходимость сближения макроэкономических показателей до процесса интеграции.

Таблица 5. Некоторые компоненты индекса экономической свободы, 2017 гг.

	Права собственности	Судебная эффективность	Свобода бизнеса	Монетарная свобода	Свобода инвестиций	Финансовая свобода
Армения	55,3	47,4	78,7	75,8	75	70
Беларусь	53,5	57,3	74,1	62,3	30	10
Казахстан	56,0	58,1	74,3	68,2	50	50
Кыргызстан	50,2	22,1	73,3	74,9	60	50
Россия	48,7	46,9	77,0	60,8	30	30

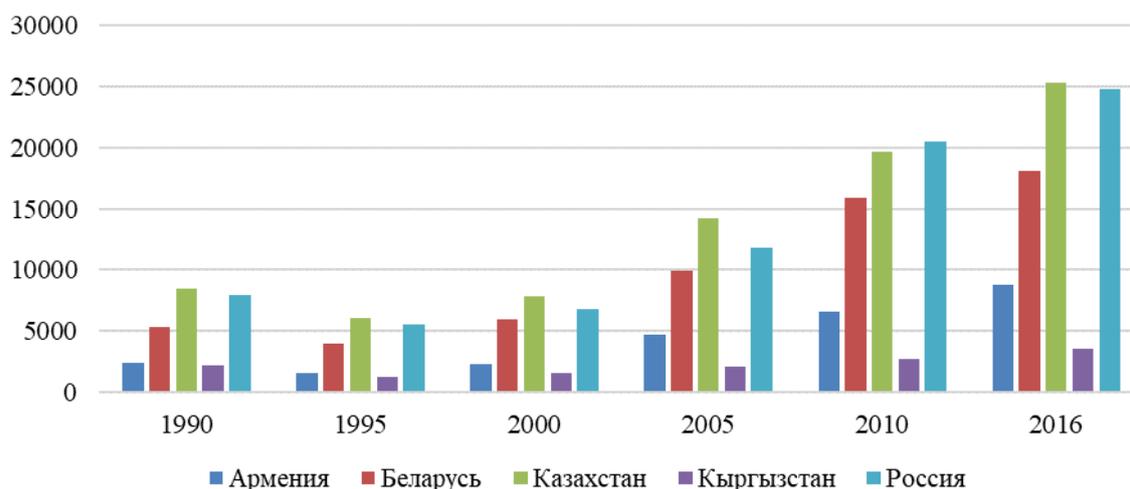
Источник: составлено автором на основе данных Heritage Foundation, <http://www.heritage.org/index/download>

Таким образом, обобщенные показатели различных аналитических источников составляют одну общую картину. Среди стран ЕАЭС наблюдается очевидный диссонанс в показателях экономического развития, что изначально не может служить базой для эффективной интеграции. В связи с этим, в контексте настоящего исследования анализ перспектив трансформации валютного и монетарного регулирования в странах ЕАЭС должен опираться, в первую очередь, на исследование макроэкономической базы самой интеграции. Как уже было сказано выше, необходимым, хоть и не достаточным условием создания полноценно функционирующего экономического союза является синхронизация

циклов деловой активности стран-членов интеграционного блока. Анализ предпосылок экономической интеграции предполагает изучение и оценку степени конвергенции макроэкономических показателей членов Евразийского экономического союза, куда Армения де факто вступила с 1 января 2015 г.

Ретроспективный анализ на уровне самого обобщенного показателя уровня жизни – величины ВВП на душу населения (см. рисунок 7), рассчитанного с учетом паритета покупательной способности (ППС), позволяет прийти к двум основным выводам.

Рисунок 7. ВВП на душу населения по ППС, долл. США

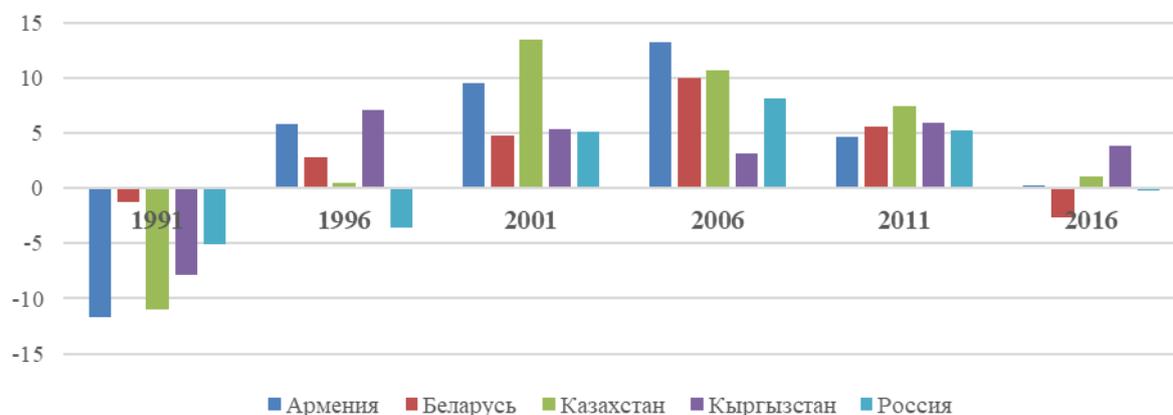


Источник: составлено автором на основе данных Всемирного банка, www.data.worldbank.org

Исходя из динамики данных, становится очевидно, что в интеграционном блоке есть два явных лидера по этому показателю, при этом с течением времени разрыв между лидерами – Россией и Казахстаном, и отстающими – Арменией и Кыргызстаном, возрастает, начиная с первой декады 2000-х гг. Тем не менее, в разрезе конкретных стран заметен также стабильный рост уровня подушевого дохода уже с середины 1990-х гг., когда экономики постсоветского пространства устойчиво встали на путь своего восстановления.

Естественным продолжением логики исследования является изучение темпов экономического роста и его качественных характеристик (см. рисунок 8 и таблицу 6).

Рисунок 8. Темпы прироста ВВП, год к предыдущему году, %



Источник: составлено автором на основе данных Всемирного банка, www.worldbank.org

При поверхностном рассмотрении, на уровне темпов роста ВВП, можно заметить, что синхронности в динамике между странами ЕАЭС не наблюдается, так же, как и отсутствует какая-либо закономерность в темпах роста экономик стран, взятых по отдельности. Согласно данным официальной статистики, представленной на сайтах национальных статистических служб, достаточно разнятся ключевые показатели по уровню жизни в рассматриваемых странах (см. таблицу 6).

	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Индекс Джини, %	37.5	26,7	26,5	29	41.2
Уровень бедности (национальная черта) , %	29.4	5,7	0,4	25,4	13,4
Уровень безработицы, %	18	0,8	5	7.2	5,5
ИПЦ, %	-1.1	11,8	14.5	0.4	7

*В целях обеспечения сопоставимости все данные взяты по состоянию на 2016 г., поскольку статистика за

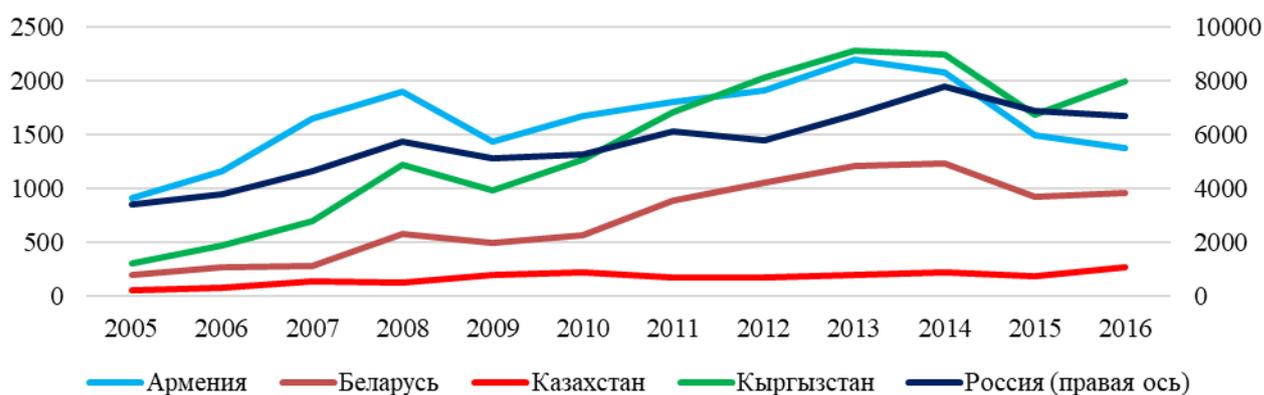
2017 г. на момент написания работы по полному объему данных показателей была доступна не по всем рассмотренным странам

Источник: составлено автором на основе данных официальных статистических служб стран ЕАЭС

При этом различия также весьма неоднозначны. По уровню инфляции, рассчитанной по ИПЦ, в наиболее выгодном положении находятся Армения и Кыргызстан, которые, при этом, имеют наиболее высокие показатели по бедности. Подобные диспропорции становятся основой для миграции: согласно данным Всемирного банка, в десятку наиболее крупных миграционных коридоров (по количеству человек в абсолютном выражении) входят коридоры Россия – Казахстан и Казахстан – Россия, в то же время в числе стран, ранжированных по объему притока трансфертов (как доли от ВВП) второе место занимает Кыргызстан (30,3%), одиннадцатое – Армения (179%) по состоянию на 2013 г.⁸⁹ Тот факт, что Россия занимает третье место в мире по абсолютному объему высылаемых частных денежных переводов, подкрепленный данными национальных статистик Армении и Кыргызстана, позволяет прийти к заключению, что *на пространстве ЕАЭС поток человеческих ресурсов движется в обратном направлении с потоком капитала в виде частных денежных переводов*. При этом, однако, примечателен тот факт, что в динамике притока частных иностранных трансфертов в абсолютном выражении наблюдается весьма существенная синхронность во всех странах, кроме Казахстана. Объясняется данный факт тем, что объемы денежных переводов во многом определяются конъюнктурой российского рынка: по официальной статистике, в географической структуре притока трансфертов в этих странах лидирует Россия.

Рисунок 9. Приток частных иностранных трансфертов, млн. долл.

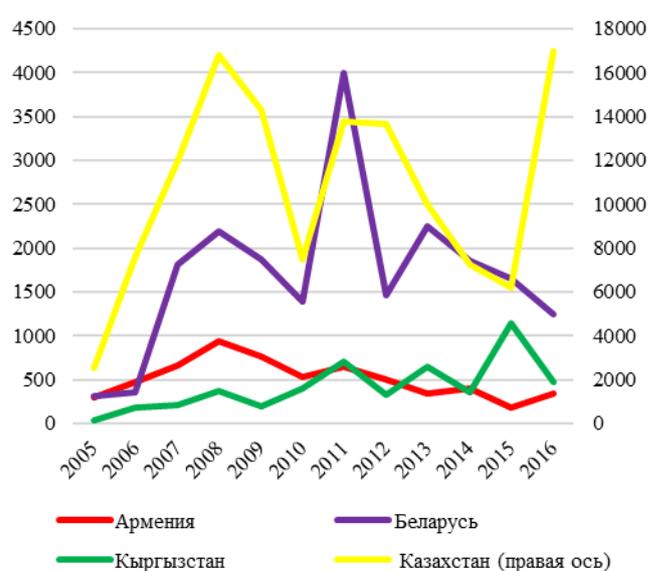
⁸⁹ Migration and Remittances Factbook. World Bank, Third Edition, 2016
<http://siteresources.worldbank.org/INTPROSPECTS/Resources/334934-1199807908806/4549025-1450455807487/Factbookpart1.pdf>



Источник: составлено автором на основе базы данных Всемирного банка, <http://data.worldbank.org/indicator/BX.TR.F.PWKR.CD.DT>

Что касается других циклических показателей экономического развития, то далее необходимо рассмотреть динамику инвестиций и процентных ставок. Инвестиции, как второй по удельному весу компонент ВВП, в свою очередь, могут являться источником и передаточным механизмом циклических колебаний экономики. Однако здесь картина весьма расплывчата: динамика притока ПИИ в страны ЕАЭС не отражает однозначной синхронности, а российская экономика в этом контексте совершенно отличается по своим показателям (см. рисунок 10).

Рисунок 10. Чистый приток прямых иностранных инвестиций, млн. долл. США



Источник: составлено автором на основе данных Всемирного банка, <http://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD>

основе данных Всемирного банка,

В связи с вышесказанным, уместно рассмотреть географическую структуру инвестиций. Согласно статистике, предоставляемой ЮНКТАД, лидером по совокупному объему ПИИ внутри СНГ является Россия, которая занимает 80% от суммарной величины взаимных потоков инвестиций в пределах региона. Второе место в этом рейтинге принадлежит Казахстану.⁹⁰ Что касается взаимных инвестиций между странами ЕАЭС, то и здесь статистика свидетельствует в пользу России – доминирующая роль и заинтересованность российских инвесторов в евразийском рынке очевидна ввиду географической и культурной близости стран. Об этом свидетельствует показатель накопленных ПИИ: по состоянию на конец 2016 г. наибольший вклад в экономики Армении, Беларуси и Казахстана имела Россия (см. таблицу 7). Однако следует отметить низкую степень диверсификации вложений: среди наиболее крупных объектов российских вложений можно назвать обеспечение мобильной связи в некоторых странах ЕАЭС («Вымпелком»),

⁹⁰ Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ. Евразийский банк развития, Доклад №39. 2016г., стр. 7, http://www.eabr.org/general/upload/reports/EDB_Centre_2016_Report_39_MIM_CIS_RUS.pdf

«МТС»), поставку нефти и газа («Газпром», «Роснефть»), вложения в добычу и переработку минерального сырья.⁹¹

Таблица 7. Накопленные ПИИ в странах ЕАЭС

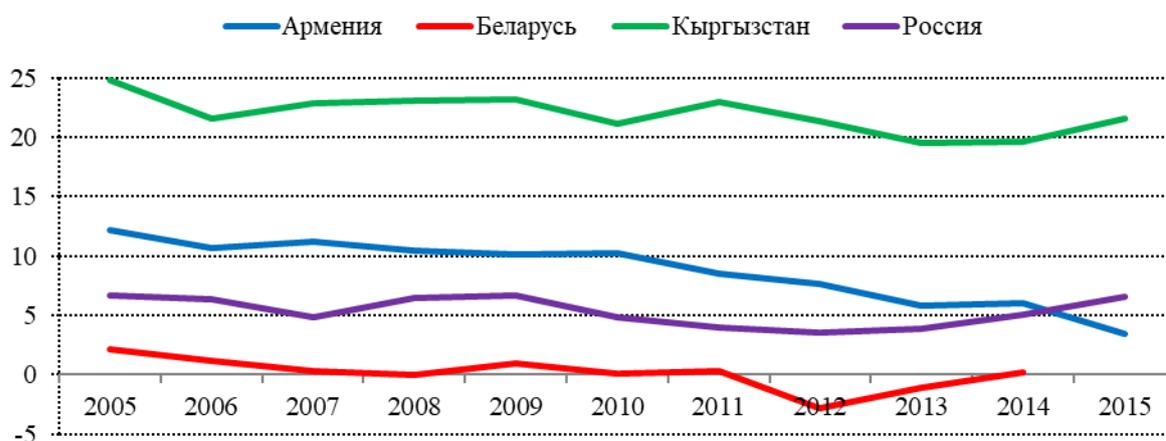
Страны – реципиенты	Накопленные ПИИ стран – инвесторов на конец 2016 г., млрд. долл. США				
	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Армения	X	0	0	--	3,44
Беларусь	--	X	0,06	--	8,52
Казахстан	--	0,03	X	--	8,21
Кыргызстан	0	--	0,61	X	0,86
Россия	--	2,05	2,95	--	X

Источник: составлено автором на основе Доклада №45 Евразийского банка развития «Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ», 2017 г., стр. 19,
https://eabr.org/upload/iblock/6fa/EDB-Centre_2017_Report-45_MIM-CIS_RUS_2.pdf

Представленная выше статистика снова показывает наличие тесной связи (при этом односторонней) экономик остальных стран ЕАЭС с экономикой России. При этом иных инвестиционных взаимосвязей между Арменией, Беларусью, Казахстаном и Кыргызстаном не наблюдается, за исключением пары Кыргызстан – Казахстан. В этом контексте следует отметить, что Кыргызстан существенно отличается по всем показателям макроэкономического развития в целом. Это касается и показателя спреда процентной ставки (см. рисунок 11). По имеющимся данным Всемирного банка можно сделать вывод о том, что величина спреда существенно различается между странами, а в Кыргызстане стабильно превышает двузначную отметку в 20%. Исходя из этого, можно сделать вывод о различной степени рисковости и характера спроса и предложения денег в странах ЕАЭС.

⁹¹ Там же, стр. 52

Рисунок 11. Спрэд процентной ставки



Источник: составлено автором на основе данных Всемирного банка, <http://data.worldbank.org/indicator>

Тем не менее, наиболее существенной предпосылкой для эффективной интеграции, как уже было отмечено выше, является схожесть структур экономик, входящих в экономический союз, и степень их диверсифицированности. Анализ составляющих компонентов валового внутреннего продукта стран-членов ЕАЭС свидетельствует о наличии очевидных общностей в виде достаточно значимой доли торговли и обрабатывающей промышленности. В то же время выявляется очевидная сельскохозяйственная направленность Армении и Кыргызстана, где доля аграрного сектора составляет почти пятую часть общего созданного продукта страны. Кыргызстан является аграрно-индустриальной страной, в связи с чем половина трудоспособного населения занята в сельском хозяйстве.⁹² Перед экономикой Кыргызстана сегодня стоит задача развития более производительных сфер, нежели сельское хозяйство, и вместе с тем, повышения его производительности с целью содействия росту заработных плат занятых в аграрном производстве. В целом, необходимо отметить, что экономический рост в Кыргызстане, так же, как и во всех странах ЕАЭС, не является инклюзивным.⁹³ Здесь же следует учесть, что

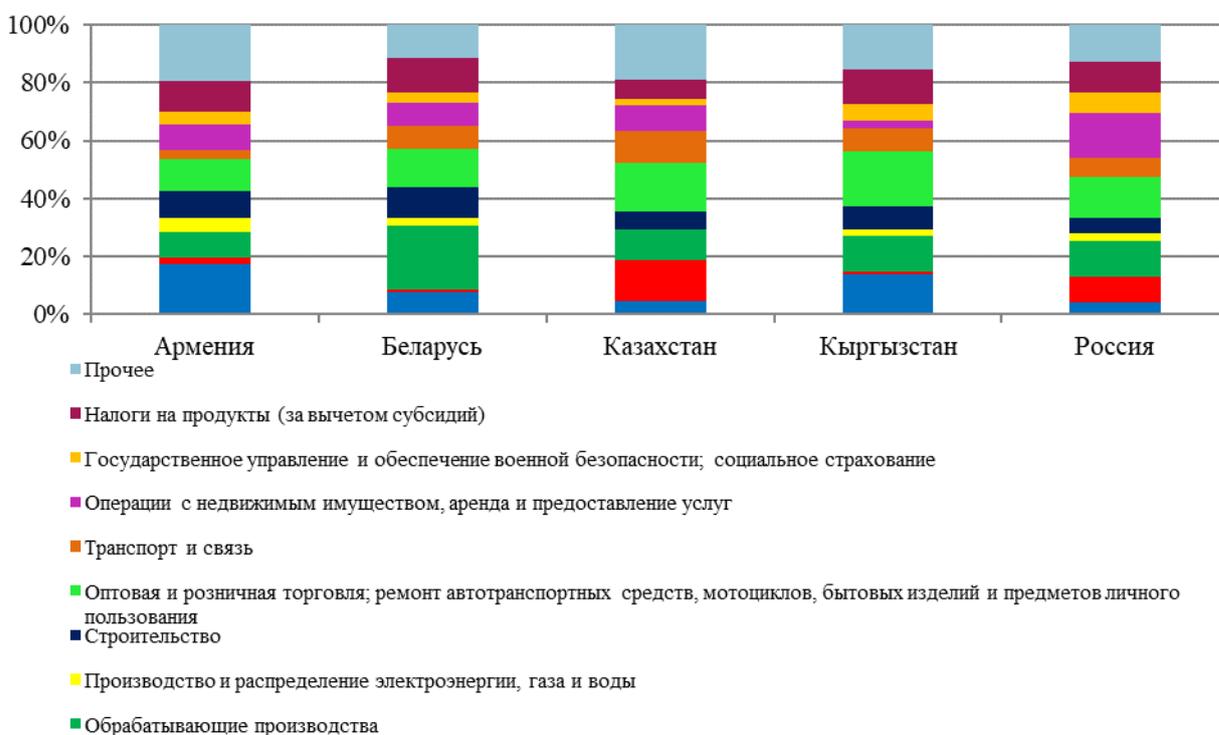
⁹² Информационно-правовая система «Законодательство Кыргызской Республики», раздел «Экономика», <http://www.kg.spinform.ru/economics.html>

⁹³ См. подробнее: «Кыргызстан: экономический рост, занятость и сокращение бедности». Международная организация труда, 2008 – 79 с., http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---europe/---ro-geneva/---sro-moscow/documents/publication/wcms_306630.pdf

согласно аналитическим исследованиям и статистическим данным, экономика страны существенно зависит от конъюнктуры российского, казахского и китайского рынков. Зависимость эта проявляется через частные иностранные трансферты, прямые иностранные инвестиции и экспорт.⁹⁴

Среди основных проблем, препятствующих развитию кыргызской экономики, аналитики выделяют отсутствие верховенства права, отсутствие доступа к финансам ввиду низкого уровня сбережений, что становится причиной неразвитости финансового сектора.

Рисунок 12 . Структура ВВП по отраслям производства в странах ЕАЭС за 2015 г., %



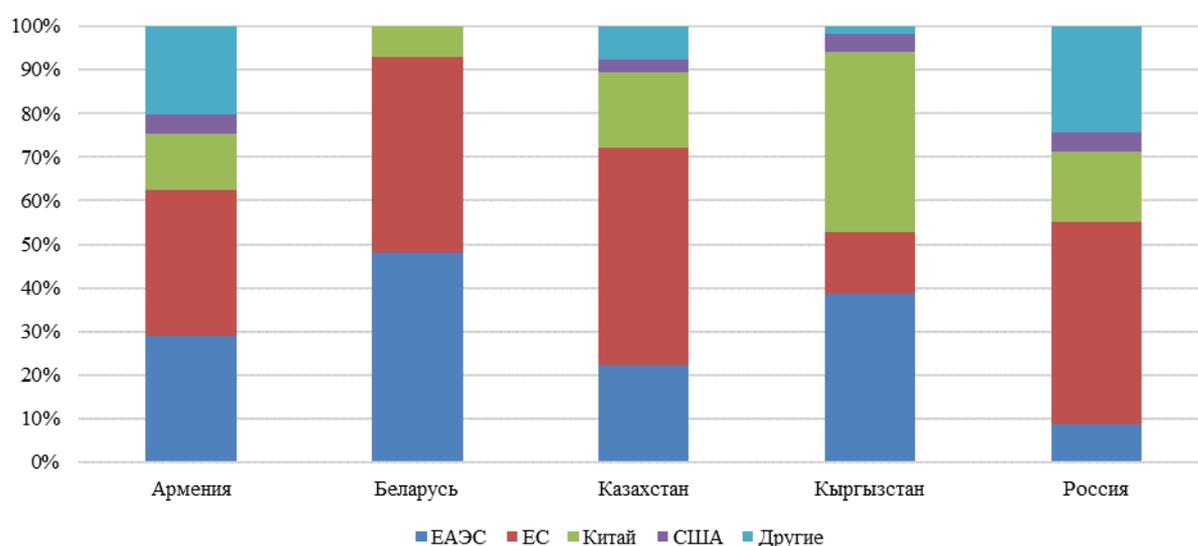
Источник: составлено автором на основе данных Национальных статистических служб стран ЕАЭС

Что касается России и Казахстана, то здесь, вполне ожидаемо, проявляется сырьевой характер экономик (см. рисунок 12). При этом в случае Казахстана также выявляется существенная степень зависимости от российской и китайской экономик, предъявляющих

⁹⁴ См. подробнее: «Кыргызская Республика: Стратегическая оценка экономики. Продвижение инклюзивного роста». Азиатский банк развития, 2014 – с. 15 (147с.) <http://www.adb.org/sites/default/files/publication/154075/kyrgyz-republic-strategic-assessment-economy-ru.pdf>

спрос на металлическую и металлургическую продукцию страны.⁹⁵ В аналогичной ситуации находится экономика Беларуси, которая в 2015 г. впервые за последние два десятилетия оказалась в состоянии рецессии из-за ухудшения экономического состояния России и падения цен на сырье.⁹⁶ Соответственно, далее представляется целесообразным рассмотреть географическую и товарную структуру экспорта стран ЕАЭС, а также показатели взаимной торговли. Статистика в этом контексте показывает, что основным торговым партнером стран, за исключением Беларуси и Кыргызстана, является ЕС, а во взаимной торговле со странами ЕАЭС большая часть приходится на долю России (см. рисунок 13).

Рисунок 13. Структура внешнеторгового оборота стран ЕАЭС, 2017г., % к общему итогу



Источник: рассчитано и составлено автором на основе данных Евразийской экономической комиссии, http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/tradestat/tables/intra/Pages/2017/12.aspx

Евразийское интеграционное объединение существует уже три года, однако объемы взаимной торговли внутри стран-членов ЕАЭС не показывают существенного роста. Более того, в некоторые периоды был замечен определенный спад. Так, суммарный объем

⁹⁵ См. подробнее: «Казахстан: Замедление роста экономики на фоне увеличения внешнего давления». Полугодовой доклад Всемирного банка, 2014, <http://www.worldbank.org/ru/country/kazakhstan/publication/kazakhstan-growth-slows-as-external-pressures-rise>

⁹⁶ См. подробнее: «Республика Беларусь. Экономический обзор». Всемирный банк, 2016, <http://pubdocs.worldbank.org/en/775841461815774862/Belarus-economic-update-spring-2016-ru.pdf>

экспортных операций внутри стран за период январь-декабрь 2016г. составил 42,5 млрд. долл. США, что составляет 93,3% по отношению к аналогичному периоду 2015 года.⁹⁷ Что касается торговых отношений с третьими странами, то здесь по-прежнему существует весомое преимущество: по итогам 2016г. в общем объеме внешнеторгового оборота стран ЕАЭС 86% приходилось на третьи страны. Во взаимной торговле между странами-членами ЕАЭС лидерство также остается за Российской Федерацией, на долю которой приходится 63% экспортных и 34% импортных операций. Товарная структура взаимной торговли между странами ЕАЭС представлена преимущественно следующими товарами:⁹⁸

- минеральные продукты (27,1%, доля РФ - 85%);
- поставки машин, оборудования и транспортных средств (17,5%, доля РФ- 54,7%);
- поставки продовольственных товаров и сельскохозяйственного сырья (16,1%, доля РФ- 35,9%) ;
- продукция химической промышленности (12,4%, доля РФ - 60%).

Подобная статистика, спустя два года с момента функционирования экономического союза показывает, что существенных сдвигов в структуре торговли стран ЕАЭС не произошло. При этом, стремление к привязке национальных валют интеграционного блока к доллару, несмотря на значительные объемы внешней торговли стран ЕАЭС со странами ЕС и Китаем, имеет свое объяснение: высокий уровень долларизации во всех экономиках, и особенно в Армении, является преобладающим фактором в выборе курсовой политики. В данном случае объемы внешней торговли становятся второстепенными, если принять во внимание сильную зависимость стран от притока долларовых доходов по линии частных иностранных трансфертов.

Что касается диверсификации экономик стран ЕАЭС, то товарная структура экспорта по странам также свидетельствует об обратном, отражая определенную однобокость развития. Здесь необходимо отметить, что любое интеграционное объединение, как правило, формируется с целью создания более крупной, более конкурентоспособной экономической единицы, способной противостоять вызовам глобализации. Тем не менее, сегодня

⁹⁷ «Об итогах взаимной торговли товарами Евразийского экономического союза». Аналитический обзор от 28 февраля 2017 г. Евразийская экономическая комиссия. http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/tradestat/analytics/Documents/Analytics_I_2016_12.pdf

⁹⁸ Там же

интеграционное объединение пяти стран евразийского пространства поставляет миру преимущественно минеральные продукты, металлы и изделия из них. При этом основным экспортером (с долей 75% в общем объеме экспорта ЕАЭС по состоянию на 2016 г.) выступает Россия.⁹⁹ С точки зрения экспорта со стороны ЕАЭС это уже свидетельствует об отсутствии диверсификации. Та же картина присуща странам по отдельности. Как показывает таблица, основным компонентом экспорта стран ЕАЭС в третьи страны являются минеральные продукты. При этом экспорт Казахстана и России намного более концентрирован и составляет больше половины общего объема вывозимой продукции. В этой позиции экономики Армении и Беларуси являются более диверсифицированными. Армения экспортирует также металлы и изделия из них, продукцию сельского хозяйства, а Беларусь – продукцию химической промышленности. Структура экспорта Кыргызстана принципиально выбивается из общей логики, однако, в целом, становится ясно, что по основному компоненту экспорта страны ЕАЭС достаточно схожи. С качественной точки зрения это означает, что в экономический союз объединились страны, которым нечего дать друг другу взамен. Объединились экономики со схожим конкурентным преимуществом. А, как известно, в этом случае взаимная торговля теряет свою эффективность и уж точно не ведет к повышению конкурентоспособности контрагентов. И статистика подтверждает вытекающий отсюда вывод: структура импорта из третьих стран в страны ЕАЭС тоже примерно одинакова.¹⁰⁰

⁹⁹ См. подробнее: «Об итогах внешней торговли товарами Евразийского экономического союза. Январь – февраль 2016 года». Аналитический обзор, Евразийская экономическая комиссия, 2016 – с. 3, http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/tradestat/analytics/Documents/Analytics_E_2016_02.pdf

¹⁰⁰ См. подробнее: «Об итогах внешней торговли товарами Евразийского экономического союза. Январь–декабрь 2016 года», , Приложение 2, http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/tradestat/analytics/Documents/Analytics_E_2016_12.pdf

Таблица 8а. Экспорт государств-членов ЕАЭС по укрупненным товарным группам, % к общему итогу, 2016г.

	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Всего, в т.ч.:	100	100	100	100	100
Минеральные продукты	33.6	39.1	68.6	8.7	61
Металлы и изделия из них	15.6	7	15.7	2.9	10
Продукция химической промышленности	1.2	25.4	5.8	1.7	6
Продовольственные товары и с/х сырье	18.9	2.6	5.2	6.9	5.6
Машины, оборудование и транспортные средства	2	9.7	1.3	9.2	4.3
Другие товары	28.7	16.2	3.4	70.6	13.1
<i>Источник: составлено автором на основе данных Евразийской экономической комиссии, аналитический обзор «Об итогах внешней торговли товарами Евразийского экономического союза. Январь–декабрь 2016 года», стр. 9, Приложение 1,</i>					
http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/tradestat/analytics/Documents/Analytics_E_201612.pdf					

Вместе с тем, расчеты индекса концентрации Херфиндаля -Хиршмана для товаров, составляющих экспорт страны, показывают, что наименее диверсифицированным является экспорт из Беларуси, Кыргызстана и Армении, в то время как экспорт из Казахстана и России близок к совершенной диверсификации. Однако данные расчеты очевидно противоречат статистике, приведенной выше.

Таблица 8б. Индекс концентрации Херфиндаля-Хиршмана для экспорта стран*

	2013	2014	2015	2016
Армения	0,14	0,12	0,10	0,12
Беларусь	0,29	0,25	0,20	0,38
Казахстан	0.09	0.07	0.07	0.08

Кыргызстан	0,19	--	0,23	0,15
Россия	0,04	0,04	0,04	0,04
<p>*Страна, имеющая совершенно диверсифицированный экспорт, получает значение индекса, близкое к нулю, в обратном случае – близкое к 1. Источник: составлено автором на основе данных World Integrated Trade Solutions, https://wits.worldbank.org/CountryProfile/en/Country/ARM/Year/LTST/</p>				

Анализ основных, наиболее обобщенных макроэкономических данных уже позволил сделать вывод о том, что единого вектора развития в странах ЕАЭС нет. Отсутствует диверсификация как один из ключевых критериев конвергенции, отсутствует взаимная торговля между странами. Каждая из экономик ЕАЭС внутри интеграционного блока имеет тесную связь лишь с российской экономикой. Основными же торговыми партнерами стран, даже после того, как был создан экономический союз и условия торговли с третьими странами изменились, продолжают оставаться страны ЕС и Китай. С точки зрения проведения валютной политики уже на этом этапе становится очевидной нецелесообразность, или даже невозможность создания валютного союза на территории ЕАЭС. Тем не менее, вопрос выбора механизмов монетарного и валютного регулирования в данных условиях остается открытым и актуальным. По сути, деятельность современных центральных банков направлена, в первую очередь, на поддержание стабильного уровня цен. Ожидаемые и при этом умеренные темпы изменения цен закладывают фундамент стабильности любой экономики. Эффективная в рамках этой цели монетарная политика позволяет формировать соответствующие ожидания экономических субъектов. Вместе с тем, прозрачность регулирования и ценовая стабильность стимулируют инвестиции. В конечном счете, умеренный темп ценовых колебаний не искажает механизма перераспределения доходов и благосостояния в обществе. На пути к достижению конечной цели – поддержания стабильного уровня цен, перед центральным банком стоит проблема выбора промежуточной цели – той, посредством которой возможно держать контроль над инфляцией. Наиболее популярными среди промежуточных целей являются денежные агрегаты, номинальный валютный курс и самое распространенное – таргетирование инфляции. В этом случае промежуточная и конечная цели совпадают. Исходя из того, что странами ЕАЭС было принято решение о переходе к единому режиму денежно-кредитного регулирования –

инфляционному таргетированию, следующий этап исследования предполагает изучение предпосылок и возможных перспектив его имплементации на всем пространстве ЕАЭС.

Глава 3. Проблемы и механизмы гармонизации валютного регулирования в условиях интеграции: пример Армении

3.1. Особенности монетарного и валютного регулирования Армении в контексте интеграции в ЕАЭС

Задача координации курсовых политик как ключевых составляющих конкурентоспособности общего рынка ЕАЭС является одним из приоритетов дальнейшего развития интеграционного блока, закрепленных Евразийской экономической комиссией (ЕЭК). Более того, все чаще на уровне руководящих структур ЕЭК и глав государств-членов ЕАЭС высказываются идеи о возможности создания валютного союза. Однако, вместе с этим подчеркивается необходимость сближения механизмов денежно-кредитного и налогово-бюджетного регулирования.¹⁰¹ Таким образом, в очередной раз акцентируется внимание на предсказуемости и синхронности динамики валютных курсов и процентных ставок. Особенно актуальной проблема синхронизации стала на фоне событий 2014-2015 гг., когда под воздействием внешних негативных шоков, вызванных падением цен на сырье, произошло значительное ухудшение экономических показателей во всех странах ЕАЭС.¹⁰² Отразилось это и на показателях инвестиционной активности: в результате в 2015 г. произошло снижение объемов взаимных прямых иностранных инвестиций между странами.¹⁰³

Данная проблема в очередной раз привлекла внимание к особенностям монетарной политики, реализуемой странами ЕАЭС. По состоянию на 2014 г. аналитиками МВФ был опубликован очередной доклад об особенностях монетарной и валютной политик стран

¹⁰¹ См. «Страны Евразийского экономического союза могут скоординировать денежно-кредитную и бюджетную политику. В перспективе это может привести к созданию единой валюты и регулятора» //Новости финансового портала «Arminfo» от 22.08.2015 г., http://www.finport.am/full_news.php?id=22946&lang=2

¹⁰² См. «ЕЭК обсудила с центральными банками стран ЕАЭС вопросы сотрудничества в сферах согласованной макроэкономической и денежно-кредитной политики в Союзе»//Новости Евразийской экономической комиссии от 04.12.2015 г., <http://eec.eaeunion.org/ru/nae/news/Pages/07-12-2015-3.aspx>

¹⁰³ «Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ 2016»

мира, где явно проявлялись различия в макроэкономическом регулировании в странах ЕАЭС (см. таблицу 9).

Таблица 9. Режимы монетарной и валютной политик стран ЕАЭС по состоянию на 2014г.		
	Режим денежно-кредитной политики	Режим валютной политики
Армения	Таргетирование инфляции	Переходный (с возможностью корректировки курса)
Беларусь	Отсутствие номинального якоря	Переходный (с возможностью корректировки курса)
Казахстан	Валютный якорь	Режим стабилизированного курса (с привязкой к доллару США)
Кыргызстан	Отсутствие номинального якоря	Прочие режимы управляемого курса
Россия	Отсутствие номинального якоря	Прочие режимы управляемого курса

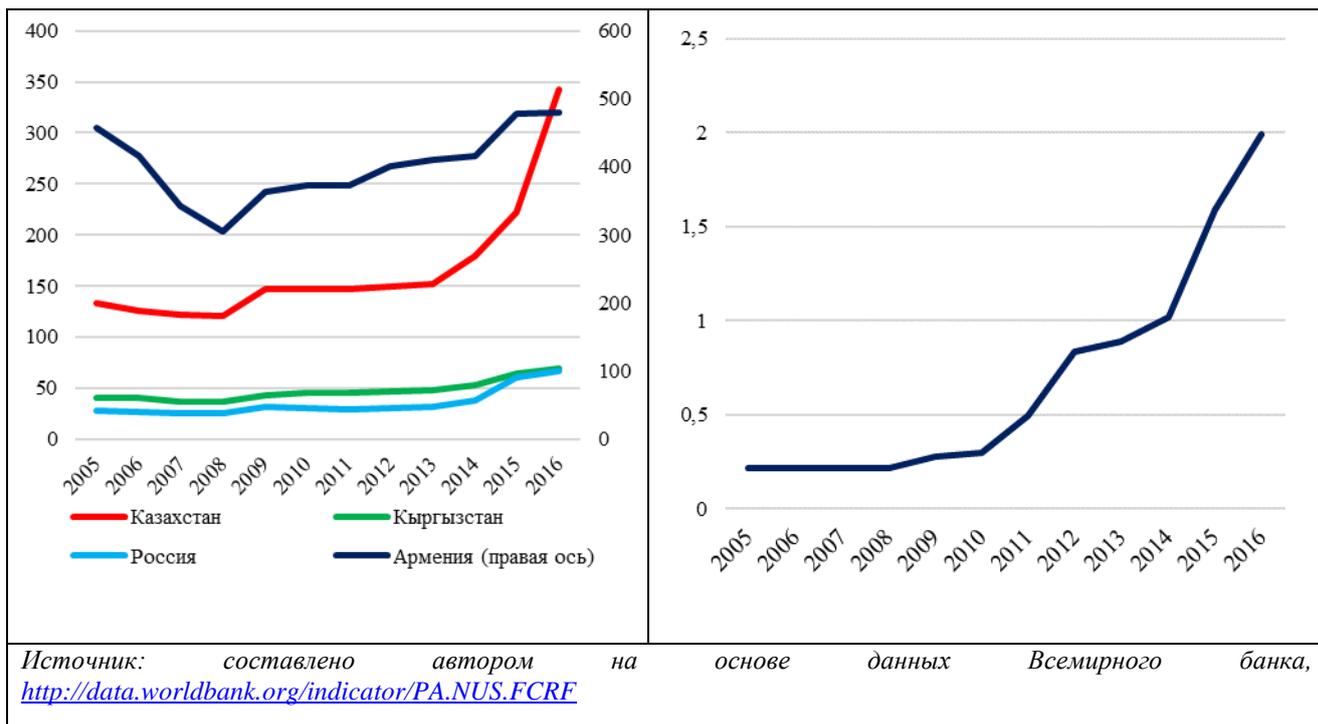
Источник: составлено автором на основе данных IMF “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions”, 2014 – p. 6-7, <https://www.imf.org/external/pubs/nft/2014/areaers/ar2014.pdf>

Центральный банк Армении принял решение об имплементации переходного режима в марте 2013 г., сменив предшествующий этому режим свободного плавления валютного курса. Параллельно с этим, с 2006 г. монетарные власти страны взяли на себя обязательство таргетирования инфляции в качестве режима денежно-кредитной политики, что уже само по себе представляет противоречие. При этом, выше отмечалось, что переходные курсы не содержат в себе преимуществ и недостатков двух крайних случаев валютного регулирования – в этом случае нет ни гибкости реагирования на внешние флуктуации, ни стабильности, ни

независимости монетарной политики. Беларусь перешла к переходному режиму в конце 2012 г. Это решение было связано с обесценением белорусского рубля. Что же касается России и Казахстана, то в этом случае выбор режима валютного курса определяется исходя из сырьевой экспортоориентированной направленности экономики. В этом контексте целесообразным является выбор России в пользу бивалютной корзины (сумма в рублевом выражении 55 центов США и 45 центов евро).¹⁰⁴ С одной стороны, подобная структура корзины указывает на превалирование зависимости от мировых цен на ресурсы, с другой – отображает доминирующую роль ЕС во внешней торговле страны. При этом, Россия сменила режим лишь к концу 2014 г., в связи с резким падением цен на нефть, что будет детально рассмотрено в следующем параграфе. Динамика курса национальных валют к доллару США за предыдущие десять лет отображена на рисунке (в связи с масштабом измерения валютный курс белорусского рубля к доллару США выделен отдельным графиком, см. рисунки 14 и 15). Даже на уровне порядка цифр можно сделать вывод о том, что белорусская экономика более глубоко увязла в инфляции: здесь, в отличие от остальных стран, валютный курс исчислялся в тысячах, а спустя десять лет – даже в десятках тысяч единиц национальной валюты.

<p>Рисунок 14. Динамика курсов национальных валют стран ЕАЭС к доллару США</p>	<p>Рисунок 15. Динамика курса белорусского рубля к доллару США</p>
---	---

¹⁰⁴ По данным Центрального банка РФ, http://cbr.ru/hd_base/?PrtID=bicurbase



Исходя из рисунка, можно сделать следующий вывод: за исключением Беларуси, в странах ЕАЭС наблюдалась существенная стабильность валютного курса, не считая кризисные 2007-2008 гг. и 2014-2015 гг. При этом из динамики заметна определенная степень синхронности флуктуаций. Беларусь же отличается в целом от рассмотренных стран: здесь явно заметна тенденция постоянной девальвации национальной валюты, что вполне закономерно становится причиной разворачивания инфляционной спирали.

Однако современные тенденции внутренних и внешних процессов, сопровождающие функционирование ЕАЭС, стали результатом принятия общего решения: в рамках ЕАЭС предполагается переход к единому режиму монетарной политики – таргетированию инфляции как наиболее оптимальному и гибкому способу реагирования на внешние шоки.¹⁰⁵ Логика подобного решения заключается также в том, что сближение показателей инфляции позволит содействовать увеличению потоков товарооборота между странами. Кроме того, это позволит повысить доверие населения к политике центральных банков.¹⁰⁶

¹⁰⁵Новости Евразийской экономической комиссии от 05.10.2015 г., <http://www.eurasiancommission.org/ru/nae/news/Pages/07-10-2015-2.aspx>

¹⁰⁶Новости Евразийской экономической комиссии от 04.12.2015 г., <http://eec.eaeunion.org/ru/nae/news/Pages/07-12-2015-3.aspx>

В этой связи, необходимо отметить, что таргетирование инфляции требует обязательного соблюдения ряда предусловий, к которым аналитики Международного Валютного Фонда относят следующее:¹⁰⁷

- развитый финансовый рынок;
- широкое использование краткосрочной процентной ставки как одного из ключевых каналов трансмиссии монетарной политики;
- полная юридическая автономия центрального банка;
- отсутствие фискального доминирования и политического давления;
- минимально возможный уровень долларизации;
- наличие адекватного инструментария для точного прогнозирования уровня инфляции;
- невысокая доля продовольственных товаров и топливно-энергетических затрат в структуре ИПЦ.

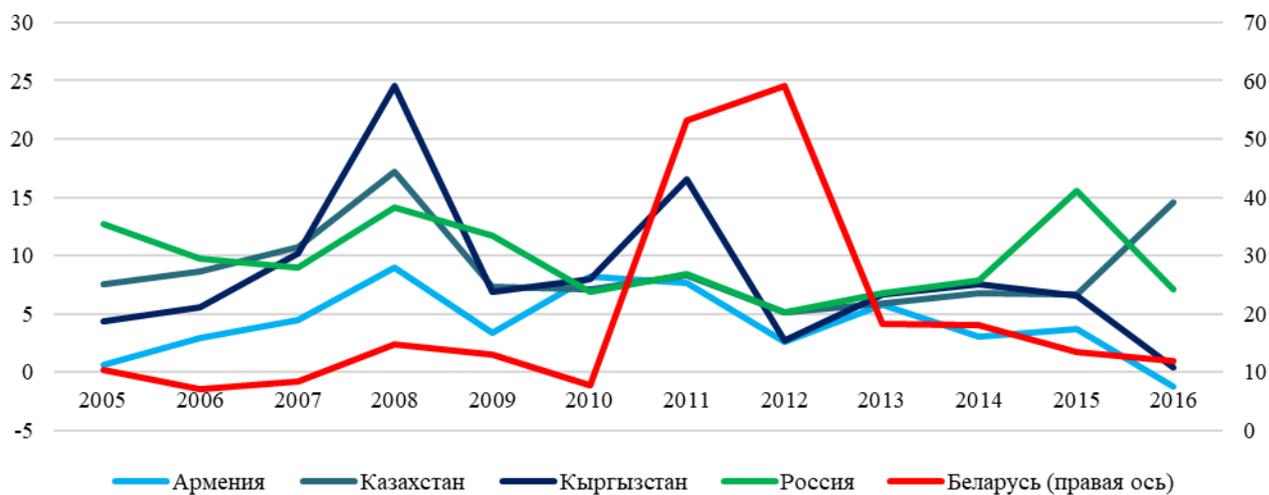
Кроме того, как гласит известная дилемма «невозможной троицы», *в условиях свободного движения капитала стремление к проведению независимой денежно-кредитной политики должно сопровождаться плавающим валютным курсом, которого, тем не менее, некоторые страны ЕАЭС не придерживаются.* Исходя из перечисленных пунктов, становится очевидно несоответствие экономик ЕАЭС указанным критериям. Таким образом, напрашивается вывод о том, что *инфляционное таргетирование не является оптимальным режимом в данном случае.*¹⁰⁸ Еще одним подтверждением тому может служить структура импорта и экспорта стран: они являются импортерами преимущественно товаров первой необходимости, в том числе продовольствия. Это значит, что природа инфляции во многом определяется внешними ценами, то есть инфляция является импортируемой. В таком случае не имеет смысла говорить об обеспечении стабильности цен инструментами монетарной политики, в частности, при помощи краткосрочной процентной ставки. В случае Армении это еще более актуально, поскольку экономика в принципе не чувствительна к колебаниям

¹⁰⁷ **Govil R.** Monetary policy frameworks and strategies. IMF, Singapore, 2014 – p. 44-45, <https://www.imf.org/external/region/tlm/rr/pdf/Nov1.pdf>

¹⁰⁸ **Маргарян Л.А., Аветисян А.Г.** О возможности имплементации политики инфляционного таргетирования в странах ЕАЭС. Журнал Финансы и Экономика № 9-10 (205-206), Е.: 2017 – с. 78-81, **Маргарян Л.А.** «О некоторых задачах валютно-финансовой конвергенции стран ЕАЭС» // Журнал «Финансы и экономика», № 7-8 (179-180), Ереван, 2015г., стр. 16.

процентной ставки, что подтверждают непосредственно аналитики ЦБ.¹⁰⁹ При первичном рассмотрении об эффективности проведения монетарной политики в странах ЕАЭС можно судить по динамике годовых темпов роста ИПЦ. Так, согласно официальной статистике, наиболее стабильные темпы изменения цен на протяжении предшествующих десяти лет наблюдались только в Армении – индекс потребительских цен не превышал двузначной отметки даже в кризисные 2007-2008 гг. (см. рисунок 16). Особой нестабильностью отличается уровень цен в Беларуси, которая многими аналитиками относится к числу стран с гиперинфляцией. Особо кризисными в этом плане для страны оказались 2011-2013 гг., когда наблюдался резкий рост цен не только на потребительские товары, но и на весь спектр производимой в стране продукции и услуг.¹¹⁰ Началом этой инфляции, как уже отмечалось выше, послужила девальвация национальной валюты, изначально инициированная для стимулирования экономического роста в краткосрочном периоде.

Рисунок 16. Динамика ИПЦ стран ЕАЭС, %



Источники: составлено автором на основе данных Всемирного банка, <http://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>

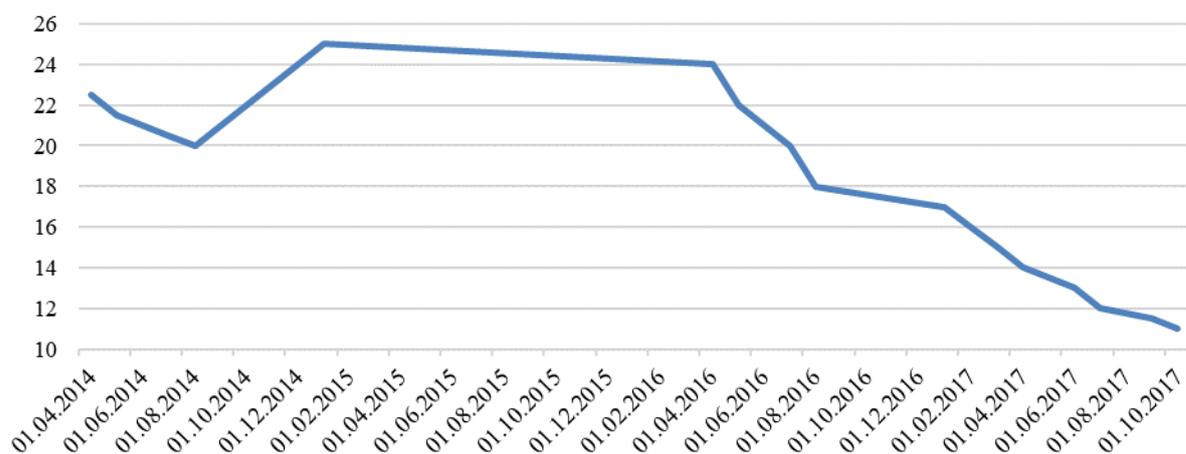
¹⁰⁹ ՀՀ ԿԲ աշխատանքային փաստաթուղթ: Դրամավարկային և հարկաբյուջետային քաղաքականությունների կոորդինացումը ՀՀ-ում

¹¹⁰ По данным Минского областного центра приватизации и инвестиций, <http://www.centr-cen.by/readnews/2170.html>

В Беларуси, так же, как и в других странах ЕАЭС, девальвация национальной валюты не сопровождается позитивными эффектами в виде прироста компонентов совокупного спроса. Поскольку в данном случае не выполняется условие Маршалла–Лернера, то снижение покупательной способности национальной валюты не оборачивается ничем иным, кроме инфляции. Этим объясняется и резкий скачок цен в 2015 г. как следствие девальвации, имевшей место во всех странах ЕАЭС в конце 2014 г. – начале 2015 г. в ответ на девальвацию российского рубля.

В сложившихся обстоятельствах ключевым антиинфляционным элементом ЦБ Беларуси являлась ставка рефинансирования. Следует отметить, что и здесь проявляется существенное отличие от экономик Армении, России, Казахстана и Кыргызстана, где ключевая процентная ставка (или ставка рефинансирования) лишь достигает двухзначной отметки, и в редких случаях – незначительно превышает 10%. Что же касается политики ЦБ Беларуси, то здесь, будучи ключевым инструментом денежно-кредитной политики в условиях высокой инфляции, вызванной девальвацией национальной валюты, ставка рефинансирования показывает соответствующую динамику (см. рисунок). В целях борьбы с инфляцией в определенный промежуток времени наблюдался резкий рост до беспрецедентного уровня 45%, что сигнализировало о проведении политики дорогих денег. Затем, движимый необходимостью девальвации национальной валюты, ЦБ снова стал понижать процентную ставку, которая, тем не менее, продолжает оставаться самой высокой на пространстве ЕАЭС с большим отрывом от остальных стран-членов.

Рисунок 17. Ставка рефинансирования Центрального банка Беларуси, %



Источник: составлено автором на основе данных Центрального банка Беларуси, <https://www.nbrb.by/statistics/MonetaryPolicyInstruments/RefinancingRate>

При этом, девальвация валюты имеет негативное влияние на экономику в виде высокой инфляции именно в связи со структурой самой экономики. Зависимость от импорта, высокая доля потребительских товаров в объеме импорта, отсутствие диверсификации самой экономики – все это становится причиной резкого роста цен. В целом, эта ситуация характерна для всех стран ЕАЭС, с небольшими отличиями. К примеру, те же негативные эффекты в России проявляются в меньшей степени, нежели в Беларуси, ввиду ряда причин:¹¹¹

- импортоемкость производства и долларизация потребительского рынка в Беларуси выше, чем в России;
- подходы к применению монетарных и валютных инструментов регулирования в странах разнятся.

При этом, существенный вклад в белорусскую инфляцию внесли и немонетарные факторы, в частности, рост доли оплаты труда в структуре затрат на производство, государственное регулирование цен на определенные виды товаров. Исходя из этого, можно заключить, что режим денежно-кредитной политики, применяемый ЦБ Беларуси, не позволяет решать ключевой задачи – обеспечения стабильного уровня цен. Усилия,

¹¹¹ Василега В.Г. Инфляция в Беларуси: причины и условия современных трендов. Белорусский экономический журнал, № 2, 2015 – с. 101-102, <http://bem.bseu.by/rus/archive/2.15/BEJ-2-2015-vasilega.pdf>

направленные на стимулирование экономического роста посредством девальвации национальной валюты не дают должного эффекта ввиду специфики самой экономики – недиверсифицированной и импортозависимой, прежде всего, по линии потребительских товаров. Уже на этом этапе очевидно, что Беларусь не соответствует критериям конвергенции по отношению к остальным странам ЕАЭС, находясь в существенном отрыве от них по ряду ключевых макроэкономических показателей. Более того, с 2015 г. ЦБ Беларуси перешел к режиму монетарного таргетирования, при котором операционной целью является денежная база. Вместе с тем, политика регулирования валютного курса стала более гибкой, близкой к управляемому плаванию. При этом валютный курс рассчитывается по отношению к корзине, состоящей из доллара, евро и российского рубля. Стоимость корзины определяется как геометрическая средняя величина взвешенных курсов этих валют, где наибольший вес (50%) принадлежит рублю.¹¹²

Перед Центральным банком Кыргызстана стоят аналогичные проблемы: обеспечение стабильности уровня цен с учетом высокой степени импортозависимости экономики и наличия внешних немонетарных рисков. При этом намеченной цели предполагается достичь за счет усиления роли процентного канала в трансмиссионном механизме монетарной политики. Таким образом, процентная (учетная) ставка становится промежуточным ориентиром денежно-кредитной политики.¹¹³ Подобные ориентиры установлены Центральным банком страны в конце 2014 г. со среднесрочным горизонтом. Это особо примечательно ввиду того, что уже весной 2015 г. Кыргызстан вступил в состав евразийского интеграционного объединения.

Обвал сырьевых цен в 2014 г. оказал существенное влияние и на экономику Казахстана. Сценарий кризисных процессов здесь был таким же, как и в России. Резкий скачок цен в 2015 г. подтолкнул ЦБ Казахстана к решению отказаться от таргетирования обменного курса и перейти на таргетирование инфляции с выполнением условия свободного рыночного формирования валютного курса. При этом целевой ориентир инфляции

¹¹² Национальный банк Беларуси, <https://www.nbrb.by/statistics/Rates/CurrBasket/>

¹¹³ Центральный банк Кыргызской Республики. Основные направления денежно-кредитной политики на среднесрочный период. Декабрь, 2014 – с. 3-4, <http://www.nbkr.kg/DOC/18062015/000000000036108.pdf>

установлен на уровне 3-4% ¹¹⁴, и хотя решение о переходе было объявлено в августе 2015 г., в связи с нестабильностью валютного рынка интервенции проводились до конца года. Уже в 2016 г. произошла относительная стабилизация экономики, и снижение темпов инфляции стало сопровождаться, соответственно, снижением базовой ставки, которая является основным инструментом монетарной политики Национального банка Казахстана (см. таблицу 10).

Таблица 10. Базовая ставка Национального банка Казахстана		
Дата обновления ставки	Размер ставки, %	Коридор базовой ставки, %
02.09.2015	12.0	7.0 - 17.0
02.10.2015	16.0	15.0 - 17.0
02.02.2016	17.0	15.0 - 19.0
14.03.2016	17.0	15.0 - 19.0
05.05.2016	15.0	14.0 - 16.0
06.06.2016	15.0	14.0 - 16.0
11.07.2016	13.0	12.0 - 14.0
15.08.2016	13.0	12.0 - 14.0
03.10.2016	12.5	11.5 - 13.5
14.11.2016	12.0	11.0 - 13.0
09.01.2017*	12.0	11.0 - 13.0
21.02.2017	11.0	10.0 - 12.0
11.04.2017	11.0	10.0 - 12.0
06.06.2017	10.5	9.5 - 11.5
18.07.2017	10.5	9.5 - 11.5
22.08.2017	10.25	9.25 - 11.25

¹¹⁴ Национальный банк Казахстана, <http://www.nationalbank.kz/?docid=3330&switch=russian>

10.10.2017	10.25	9.25 - 11.25
28.11.2017	10.25	9.25 - 11.25
<i>Источник: официальный сайт Национального банка Казахстана, http://www.nationalbank.kz/?docid=3333&switch=russian</i>		

Наиболее глубоко анализ денежно-кредитных политик в странах ЕАЭС и перспектив их координации представлен в докладе Центра интеграционных исследований Евразийского банка развития.¹¹⁵ Аналитиками Центра была разработана система моделей, позволяющих оценивать и прогнозировать динамику экономических показателей всех пяти стран ЕАЭС – каждой в отдельности и интеграционного блока в целом. На основе этих моделей, построенных на постулатах налогово-бюджетного и денежно-кредитного равновесия, производится постоянный мониторинг, исходя из которого вырабатываются соответствующие рекомендации по дальнейшему сближению макроэкономических показателей и координации денежно-кредитной политики. В свете высокой волатильности уровня инфляции и валютных курсов, появляющейся в ответ на внутренние и внешние шоки, возникает существенная необходимость нивелирования имеющихся на данный момент различий в курсовой и монетарной политике стран ЕАЭС. Обобщенно эти различия можно представить следующим образом:¹¹⁶

- разная курсовая политика (только в Армении по состоянию на 2016 г. валютный курс поддерживается в стабильных рамках, при том, что ЦБ РА законодательно зафиксировал таргетирование инфляции в качестве фактически реализуемого режима монетарной политики);
- различные режимы денежно-кредитной политики и разные операционные ориентиры;
- разность трансмиссионных механизмов: согласно исследованиям, наиболее действенным каналом в Армении, России и Беларуси является валютный канал, чего не показывают результаты анализа по Казахстану и Кыргызстану.

¹¹⁵ «Денежно-кредитная политика государств — членов ЕАЭС: текущее состояние и перспективы координации». М.: ЕЭК, СПб.: ЦИИ ЕАБР, 2017 – 148 с.

¹¹⁶ Там же, стр. 46

Низкая эффективность других каналов трансмиссионного механизма определяется высокой степенью долларизации в странах ЕАЭС. Подтверждением этому служат результаты структурной VAR-модели, построенной аналитиками ЕАБР. В частности, на примере Армении было выявлено, что наибольшее влияние на изменение макроэкономических показателей оказывает изменение денежной массы. В данной модели в качестве внешних шоков учитывается изменение ВВП России, и расчеты показывают, что колебания этого показателя в РФ оказывают воздействие на макроэкономические показатели (инфляция, денежная база, реальный выпуск) посредством валютного курса.¹¹⁷ Выводы кажутся достаточно предсказуемыми в свете высокой степени трансфертозависимости Армении от РФ, а также с учетом объемов инвестиций и внешней торговли в направлении Россия – Армения.

В целом, аналитики ЕАБР, так же, как и большинство авторов других трудов, посвященных изучению данной проблематики по Армении и остальным странам ЕАЭС,¹¹⁸ сходятся во мнении, что таргетирование инфляции является не самым оптимальным режимом монетарной политики для евразийского интеграционного объединения. Доказательством тому служит фактическое невыполнение двух основных требований (предпосылок) к инфляционному таргетированию: эффективность процентного канала и свободно плавающий валютный курс. По сути, для стран ЕАЭС не срабатывают и другие предпосылки: развитость финансового сектора, доверие населения и транспарентность. Вместе с тем, альтернативное этому монетарное таргетирование также неэффективно, чему

¹¹⁷ Там же, с. 60

¹¹⁸ См., например, **Сандоян Э.М.** Проблемы денежно-кредитного регулирования в Республике Армения в условиях евразийской экономической интеграции. Сборник тезисов докладов международной научной конференции «Воспроизводство России в XXI веке: диалектика регулируемого развития к 80-летию выхода в свет книги Дж.М.Кейнса «Общая теория занятости, процента и денег», Москва, 3-4 марта 2016 – с. 592-597;

Sandoyan E., Voskanyan M., Mnatsakanyan L., Barseghyan M. Theory of Communicating Vessels: The Problem of Currency Regulation Transition Studies Review. Publisher ISSN online 1614-4015 / ISSN print 1614-4007 DOI: <http://dx.doi.org/10.14665/1614-4007-21-1-007> Issue: Volume 21 №1;

Восканян М. А. Таргетирование инфляции как оптимальный режим денежно-кредитной политики: опыт Армении. Научно-аналитический журнал «Управленец», №11-12(27-28), УрГЭУ, 2011 – с. 12-19 (80 с.)

Восканян М. А. Некоторые аспекты политики таргетирования инфляции: международный опыт и монетарная политика Армении. Ежемесячный научно-практический журнал «Деньги и кредит», 9/2011, Москва, 2011 – с. 57-59

способствует высокая степень долларизации, неизбежная в связи с трансфертозависимостью экономик, и слабо развитый финансовый сектор, не позволяющий абсорбировать излишки временно свободных денежных средств. Здесь необходимо отметить, что уровень долларизации в Армении является самым высоким на всем пространстве ЕАЭС.¹¹⁹ Об этом свидетельствует ряд исследований армянских авторов, изучающих особенности трансмиссионного механизма и природу инфляции в Армении.¹²⁰

В конечном итоге, в качестве не столько количественного, сколько качественного показателя, можно привести некоторые сводные данные социологических опросов, проведенных среди населения стран ЕАЭС. Ведь, как не раз упоминалось выше, эффективность претворения в жизнь любых экономических решений зависит от настроения потребителей, их доверия к макроэкономической политике государства. Задавшись целью выявить отношение жителей интегрируемых стран к происходящим процессам, аналитики Евразийского банка развития провели опрос относительно некоторых ключевых аспектов настоящего и будущего функционирования ЕАЭС.¹²¹ Примечательным является тот факт, что существует определенное разделение мнений между группами с низким уровнем дохода и группами с высоким уровнем дохода. Это наиболее ярко проявилось в Беларуси, где сторонниками интеграции в большинстве своем явились представители низкодоходных групп населения. В рамках логики данного исследования наибольший интерес представляют мнения касательно непосредственных экономических индикаторов. Так, нижеследующая таблица позволяет выявить ряд противоречивых тенденций. К примеру, результаты опроса

¹¹⁹ Денежно-кредитная политика государств – членов ЕАЭС: текущее состояние и перспективы координации». — М.: ЕЭК, СПб.: ЦИИ ЕАБР, 2017 – с. 114

¹²⁰ См.: **Восканян М. А.** Валютное регулирование и борьба с долларизацией: опыт Армении. Интеграция науки, образования и производства – стратегия развития инновационной экономики. Материалы I Международной научно-практической конференции (Екатеринбург, 25 – 26 января 2011 г.), Екатеринбург: УрГЭУ, 2011 – с. 48-52 (201 с.);

Восканян М. А. Валютное регулирование в Армении в рамках инфляционного таргетирования: миф и реальность. XIX Кондратьевские чтения «Модернизация Российской экономики: уроки прошлого, шансы и риски», тезисы участников Чтений, Международный фонд Н. Д. Кондратьева – с. 69-71 (316 с.);

Восканян М. А. Механизмы борьбы с долларизацией: мировой опыт и Армения. Сборник научных статей Пятой Годичной научной конференции (6-10 декабря 2010 г.), часть 1, Ереван: РАУ, 2011 – с. 158-165(298 с.);

¹²¹ Методология опроса подробно представлена в следующем источнике: «Интеграционный барометр ЕАБР – 2016 (Пятая волна изменений)», Центр интеграционных исследований ЕАБР, доклад №40, 2016 – с. 22

отражают противоречивые взгляды общества по поводу введения единой валюты. Из приведенных ниже данных отчетливо прослеживается два противоположных мнения: Армения и Беларусь менее позитивно настроены, в связи с чем менее половины опрошенных выступило за идею валютного союза. В то же время среди стран, склонных к этому решению, лидирует Кыргызстан. Страна с наиболее низкими в пространстве ЕАЭС показателями социально-экономического развития, более всего тяготеет к потере монетарной автономии.

Таблица 11. Отношение населения стран ЕАЭС к возможным действиям Союза, численность выступающих «за», в процентах от общей численности опрошенных

	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Введение единой валюты в странах ЕАЭС	45	41	58	69	54
Разрешение свободного передвижения граждан стран ЕАЭС внутри Союза с возможностью жить, работать, учиться и вести бизнес в любой стране Союза	78	71	76	87	70
Расширение ЕАЭС путем включения в Союз других стран	61	65	62	72	67
Заключение соглашения о свободной торговле и инвестициях между ЕАЭС и ЕС	79	68	71	82	68
<i>Источник: «Интеграционный барометр ЕАБР – 2016 (Пятая волна изменений)», Центр интеграционных исследований ЕАБР, доклад №40, 2016 – с. 25</i>					

Из этой же таблицы вытекает одна закономерность, присущая всем странам: почти единогласно наибольшей популярностью среди населения пользуется возможность расширения степени свободы передвижения, или, иначе говоря, миграции: трудовой, образовательной и особенно миграции с целью длительного проживания. При этом здесь, так же, как и во всех других рассмотренных показателях, наибольшее количество опрошенных, выступающих за потенциальные действия ЕАЭС, отмечено в Кыргызстане. Исходя из проведенного анализа, можно сделать вывод, что для кыргызского населения наиболее

приемлемым вариантом повышения уровня жизни представляется глубокая интеграция со странами ЕАЭС, вплоть до потери определенных степеней свободы. В первую очередь, речь идет о потере монетарного суверенитета. Что касается населения Армении, то оно в большей степени заинтересовано в возможности эмиграции и заключения соглашения о свободной торговле и инвестициях между ЕАЭС и ЕС. В более общем виде можно заключить, что на психологическом и ментальном уровне армянское общество более остальных стран ЕАЭС тяготеет к поддержанию баланса между евразийскими и европейскими интеграционными процессами. Вместе с тем, население Армении осознает необходимость сохранения монетарной автономии в контексте введения единой валюты. Наиболее подходящим объяснением этому является тот факт, что Армения отличается наивысшим по сравнению с остальными уровнем долларизации. Приверженность населения американской национальной валюте и высокая доля сбережений в долларах США не стимулируют большую часть граждан к валютной интеграции со странами ЕАЭС.

Еще более интересную тенденцию к разрозненности мнений внутри стран ЕАЭС отражают результаты опроса по поводу того, какие предпочтения имеют потребители с точки зрения страны производства товара (см. таблицу). Результаты опроса по этому критерию отражают тот факт, что потребительский спрос в ЕАЭС направлен не вовнутрь интеграционного блока, а вне его. Единственной страной, выделяющейся в этом контексте, является Казахстан, население которого более склонно к продукции производства стран СНГ.

Также интересно, что в большинстве стран отсутствует доверие к национальному производителю. Этот показатель минимален в Кыргызстане, где, очевидно, достаточно высоким является показатель склонности к импортированию, и достаточно низок в Казахстане. Наиболее благоприятной по данному критерию является ситуация в Армении и России, где треть респондентов отдает предпочтение товарам отечественного производства. В целом, представленная статистика отражает импортоориентированные потребительские настроения, направленные, преимущественно за пределы стран ЕАЭС.

Таблица 12. Потребительские предпочтения жителей стран ЕАЭС по группам стран, %, 2016 г.

	СНГ	Евросоюз	Другие страны	Нац. рынок
Армения	40	48	36	30
Беларусь	40	49	61	21
Казахстан	62	33	56	18
Кыргызстан	56	29	62	8
Россия	29	44	47	36

Источник: составлено автором на основе данных доклада «Интеграционный барометр ЕАБР – 2016 (Пятая волна изменений)», Центр интеграционных исследований ЕАБР, доклад №40, 2016 – с. 46

Таким образом, статистика свидетельствует о неуверенности потребителей в будущем евразийского общего рынка. Склонность к импорту из стран, находящихся за пределами ЕАЭС, является признаком недостаточного или некачественного внутреннего производства. Неспособность экономики удовлетворить внутренний спрос уже сама по себе ставит под вопрос возможность наращивания экспортного потенциала в краткосрочном интервале. Помимо этого, ставится под вопрос взаимовыгодность сотрудничества в рамках экономического союза, поскольку текущие тенденции экономического развития свидетельствуют о достаточно узком спектре сфер, в которых странам есть, что дать друг другу. В целом, проведенный анализ позволил в очередной раз убедиться в необходимости трансформации политик макроэкономического регулирования в странах ЕАЭС. При этом, с учетом глубины существующих различий, становится очевидно, что необходима всесторонняя экономическая и институциональная трансформация. Ключевая роль валютного курса в процессе синхронизации циклов деловой активности ставит перед центральными банками задачу поиска оптимальных точек соприкосновения монетарных и курсовых политик. Проведенный выше анализ показал, что на сегодняшний день существует три возможных варианта регулирования валютного курса: создание валютного союза; привязка к валюте третьей страны с учетом ППС, либо принятие валюты третьей страны. Опыт ЕС и ретроспективный анализ валютного регулирования позволяют прийти к выводу, что фиксирование по принципу золотого стандарта является идеей, изначально обреченной на провал. Создание же валютного союза на евразийском интеграционном пространстве не

представляется целесообразным в настоящий момент. С одной стороны, внутри объединения отсутствуют тесные взаимные торгово-экономические связи, однако существует один, общий для всех, крупный торговый партнер – Россия. Вместе с тем, несмотря на то, что в структуре внешнеторгового оборота стран лидирующими являются Россия и страны ЕС, до кризисных событий 2014-2015 гг. курсовая политика всех стран была направлена на поддержание стабильного курса национальных валют к доллару США. Объяснение этому сводится к факту высокого уровня долларизации – население стран ЕАЭС отдает предпочтение не национальным валютам, и даже не российскому рублю, а американскому доллару. Связано это также с высоким уровнем трансфертозависимости – большие объемы частных денежных переводов, поступающих в страны из России и не только, как правило, номинируются в долларах США. Вместе с тем, импортозависимый характер экономик и структура импорта, в котором существенную долю занимают товары первой необходимости, не позволяют допускать высокий уровень волатильности валютных курсов во избежание социальных проблем.

Первый шаг на пути к конвергенции – намерение центральных банков перейти к таргетированию инфляции – уже сейчас имеет на своем пути достаточно много препятствий. Процентный канал, являющийся основным инструментом реализации инфляционного таргетирования, в странах ЕАЭС действует неэффективно, как показывают соответствующие исследования. Более того, наиболее действенным каналом в Армении, Беларуси и России является валютный канал. Однако выбранный в качестве единого режима денежно-кредитной политики ориентир на инфляцию имеет одну обязательную предпосылку – целеполагание инфляции возможно только в условиях плавающего валютного курса. Таким образом, возникает противоречие, своеобразная дилемма монетарной политики и политики регулирования валютного курса. С одной стороны, имплементация единого режима монетарной политики в странах ЕАЭС будет содействовать сближению показателей инфляции, что, в свою очередь, приведет к конвергенции реальных валютных курсов. Однако из приведенного выше анализа вытекает вывод о том, что в чистом виде инфляционное таргетирование не может быть реализовано, в том числе и потому, что природа инфляции в странах не всегда объясняется эндогенными факторами.

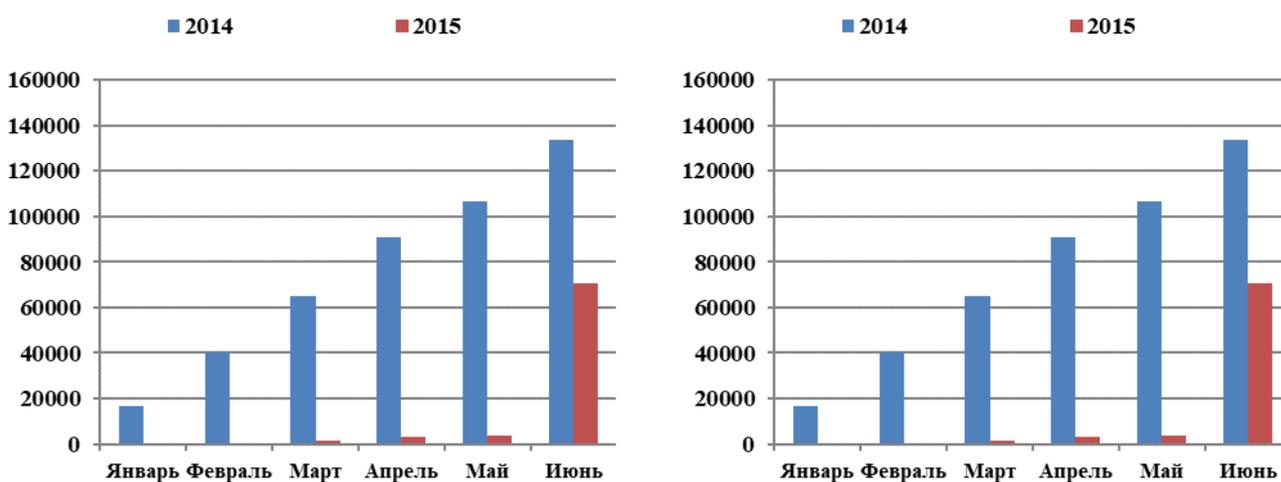
Вместе с тем, переход к политике плавающего валютного курса также не является оптимальным для евразийского блока стран. Структура импорта и экспорта свидетельствуют о низкой степени эластичности спроса по цене, а это значит, что регулирование колебаний валютного курса является не самым эффективным способом улучшения состояния торгового баланса.

Исходя из вышесказанного, можно прийти к следующему выводу: при текущей динамике макроэкономических показателей и существующих в настоящее время особенностях монетарной и валютной политики стран ЕАЭС политика таргетирования инфляции является не самым подходящим режимом денежно-кредитной политики, при том, что плавающий валютный курс также не является оптимальным выбором с точки зрения курсовой политики. Учитывая высокий уровень долларизации и попарные объемы внешней торговли каждой из стран ЕАЭС с Россией, становится очевидно, что наиболее выгодным в сложившейся ситуации решением является поддержание относительного паритета покупательной способности национальных валют к рублю, выраженных в долларах США. В случае Армении это решение еще более актуально с учетом кризисных процессов, произошедших в 2014-2015 гг., что подробно представлено в следующем пункте.

3.2. Валютный кризис 2014-2015 гг. и его влияние на Армению

Валютные флуктуации, произошедшие в 2014-2015 гг. в России, как уже было отмечено выше, имели воздействие на экономики всех стран ЕАЭС. Обесценение рубля, вызванное резким сокращением притока иностранной валюты в экономику РФ, и его последствия для экономики РА показали, что монетарная политика этих стран существенно зависит от внешнеэкономических процессов. При этом каналом передачи импульсов является валютный курс, в связи с чем несогласованность курсовой политики РА и РФ способствует усилению негативных последствий для обеих экономик. Согласно теории, девальвация национальной валюты является целесообразной в том случае, когда это приводит к улучшению состояния торгового баланса страны, иначе говоря, если выполняется условие Маршалла–Лернера. Тем не менее, статистика свидетельствует об обратном, что наиболее наглядно проявляется при изучении данных на пике кризисного периода – в первом полугодии 2015 г. Так, объемы экспорта из России в Армению в 2015 г. сократились по сравнению с 2014 г., при этом в апреле 2015 г. спад составил около 40% (см. рисунок 18).

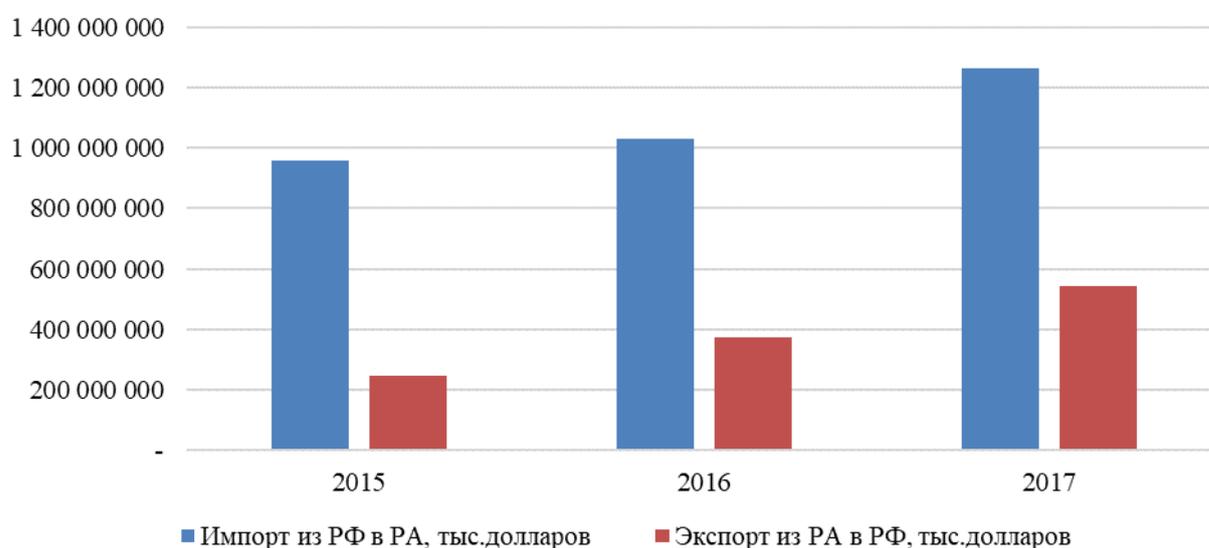
Рисунок 18. А) Импорт из РФ в РА, тыс. долларов (кумулятивно), первое полугодие 2015 **Б) Экспорт из РА в РФ, тыс. долларов (кумулятивно), первое полугодие 2015**



Источник: составлено на основе данных Национальной статистической службы РА, www.armstat.am

Спад по линии экспорта оказался еще более значительным: объем экспортированной в 2015 г. продукции составил всего 1-4% от показателей первых пяти месяцев предыдущего периода (см. рисунок 19). В свете ограничений внешней торговли, с которыми столкнулась Россия в результате санкций, наложенных США и странами ЕС, а также с учетом выгод от вступления Армении в ЕАЭС, подобное сокращение экспорта возможно объяснить только валютной политикой РА, совершенно не соответствующей сложившейся ситуации. Более поздняя статистика показывает, что к 2017г. ситуация существенным образом изменилась с точки зрения экспорта, который возрос вдвое, при этом импорт также продолжал возрастать, увеличившись за указанный период почти на треть.

Рисунок 19. Показатели внешней торговли РА и РФ, тыс. долларов



Источник: составлено на основе данных Евразийской экономической комиссии, http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/tradestat/tables/intra/Pages/2015/12_180_1.aspx

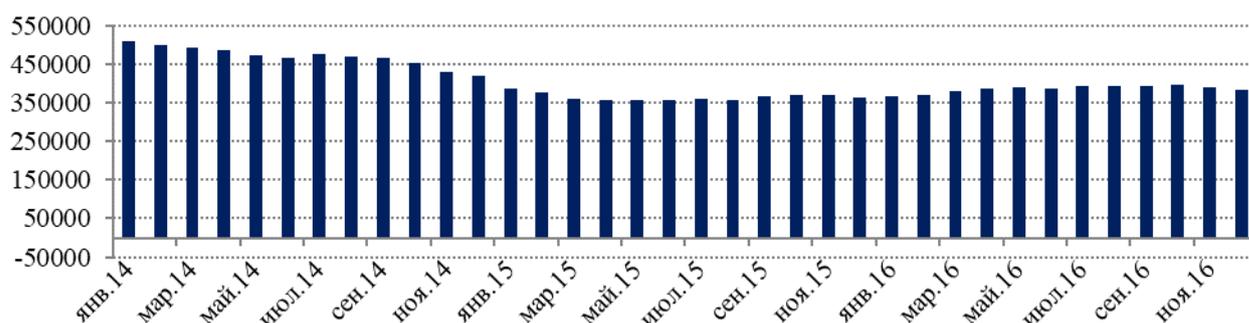
Исходя из этого, необходимо понять, насколько такой прирост был вызван мерами монетарной политики. Данные официальной статистики свидетельствуют о том, что за кризисный период произошло не просто сокращение экспорта традиционных товаров из Армении в Россию (коньяк, вино, овощи и фрукты), но и по некоторым из них произошел прирост импорта. В частности, возрос импорт мяса и молочной продукции, пива, раков, кондитерских изделий из сахара и др. (см. приложение 1, 2).

Причиной тому стала дешевая в пересчете по текущему курсу рубля импортируемая российская продукция и, наоборот – дорогая по той же причине экспортируемая продукция.

Таким образом, нецелесообразная в сложившейся ситуации валютная политика привела к потере российского рынка для армянских производителей и ухудшению состояния торгового баланса.

Негативные тенденции развития внешнеполитических процессов в 2014 г. обернулись для России кризисными явлениями в экономике. Так, бюджет РФ на 2014 г. был составлен, исходя из среднегодовой цены на нефть, равной 93 доллара США, а плановый на 2015-2016 гг. – 95 долларов. При этом планируемый объем доходов на 2014 г. составил 14239 млрд. руб.,¹²² а на 2015 г. – 14 565 млрд.¹²³ Таким образом, резкий спад цен на нефть почти до 50 долларов (см. рисунок) привел к сокращению как притока долларов в страну, так и рублевых доходов бюджета в условиях фиксированного курса. В результате санкций, наложенных США и ЕС на Россию, приток иностранной валюты сократился еще больше. Таким образом, дальнейшее поддержание фиксированного курса предполагало валютные интервенции со стороны ЦБ, что и стало первой реакцией со стороны руководства Центрального банка. Динамика объемов международных резервов РФ за кризисный и посткризисный период представлена ниже на рисунке. Стабилизационные меры, предпринятые монетарными властями, привели к существенному сокращению резервов – за полгода потери составили почти 30% от суммы, имеющейся на начало четвертого квартала 2014 г.

Рисунок 20. Динамика международных резервов ЦБ РФ за 2014-2016 гг., млн. долл.



Источник: составлено автором на основе данных статистики внешнего сектора ЦБ РФ, http://cbr.ru/statistics/?PrId=svs#QA_itm_45767

¹²² Фактическое исполнение доходов бюджета составило 1449 млрд. рублей, http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/fin21.htm

¹²³ <http://kremlin.ru/acts/bank/38042>

Интервенции, направленные на удержание валютного курса, тем самым содействовали поддержанию относительно высокой стоимости экспорта и созданию инфляционного давления на внутреннем рынке. Вкупе с сокращением бюджетных доходов это могло бы привести к сжатию совокупного спроса. Ведь Министерством финансов РФ была предложена модифицированная версия бюджетного правила: поскольку при составлении бюджета на 2016 г. цена на нефть была заложена равной 87 долларов за баррель, необходимо учитывать тот курс, который сложится именно при этой цене.¹²⁴

Уже в конце 2014 г. при составлении бюджета на 2015 г. прогнозное значение доходов составило 12 540 млрд. руб.¹²⁵, поскольку прогнозная цена на нефть была заложена равной 50 долларов за баррель.¹²⁶ Уже в феврале 2015 г. министерство финансов РФ предложило законопроект по секвестре бюджета 2015 г.: в новом изложении расходы бюджета были сокращены на 1,070 трлн. рублей за счет неиндексации зарплат и сокращения инвестиций.¹²⁷ При этом было отмечено, что ввиду снижения ожидаемых поступлений в бюджет для покрытия расходов будут использованы средства резервного фонда РФ. Более того, согласно одному из предполагаемых сценариев планирования бюджета, в 2016 г. возможно сокращение расходов на 864 млрд. руб.¹²⁸ Таким образом, на фоне продолжающегося снижения цены на нефть, во избежание роста дефицита бюджета и дальнейшей потери международных резервов, было принято решение отпустить курс, что возымело эффект сжатой пружины: к концу 2014 г. произошла двукратная девальвация рубля. Рисунок иллюстрирует резкий и продолжительный рост курса доллара по отношению к рублю. Исходя из статистики, можно предположить, что российская национальная валюта была

¹²⁴ **Силуанов А.** министр финансов РФ. Бюджетное правило для бюджета РФ на 2016-2018гг. менять не надо // Пресс-центр Министерства финансов РФ, 20 мая 2015 г., http://www.minfin.ru/ru/press-center/?id_4=33176&mode_4=default

¹²⁵ <http://kremlin.ru/acts/bank/39268>

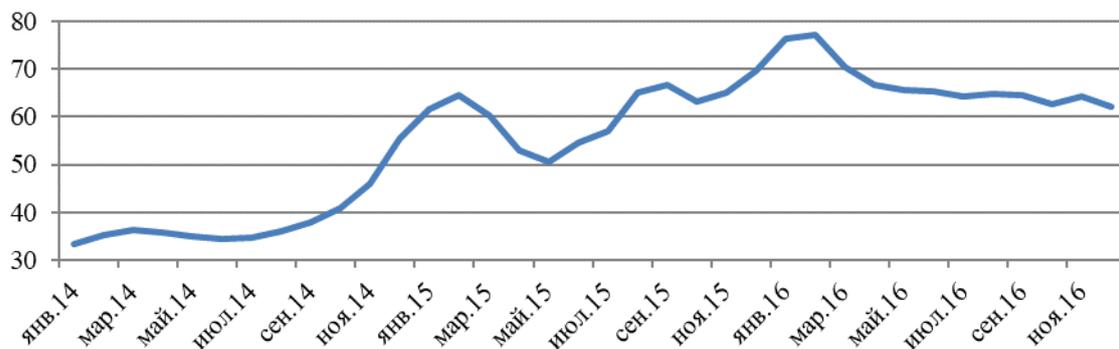
¹²⁶ **Улюкаев А.**, министр экономического развития РФ // Информационное агентство «Интерфакс», 3 марта 2015 г., <http://www.interfax.ru/russia/427524>

¹²⁷ **Нестеренко Т.**, зам. министра экономического развития РФ // Информационное агентство «Интерфакс», 3 марта 2015 г., <http://www.interfax.ru/business/426853>

¹²⁸ **Нетреба П., Коптюбенко Д.** // РБК, 1 мая 2015 г., <http://top.rbc.ru/economics/19/05/2015/555b35ad9a79474cc96ae5e5>

достаточно переоценена изначально, и ее стоимость поддерживалась на уровне, в два раза превышающем ее рыночную стоимость. Колебания цены на доллар в течение 2015-2016 гг. в среднем держались в пределах 50 – 60 рублей.

Рисунок 21. Динамика курса доллара к российскому рублю



Источник: составлено на основе данных Центрального банка РФ, http://cbr.ru/currency_base/dynamics.aspx?VAL_NM_RQ=R01235&date_req1=01.01.2014&date_req2=01.08.2015&rt=1&mode=1

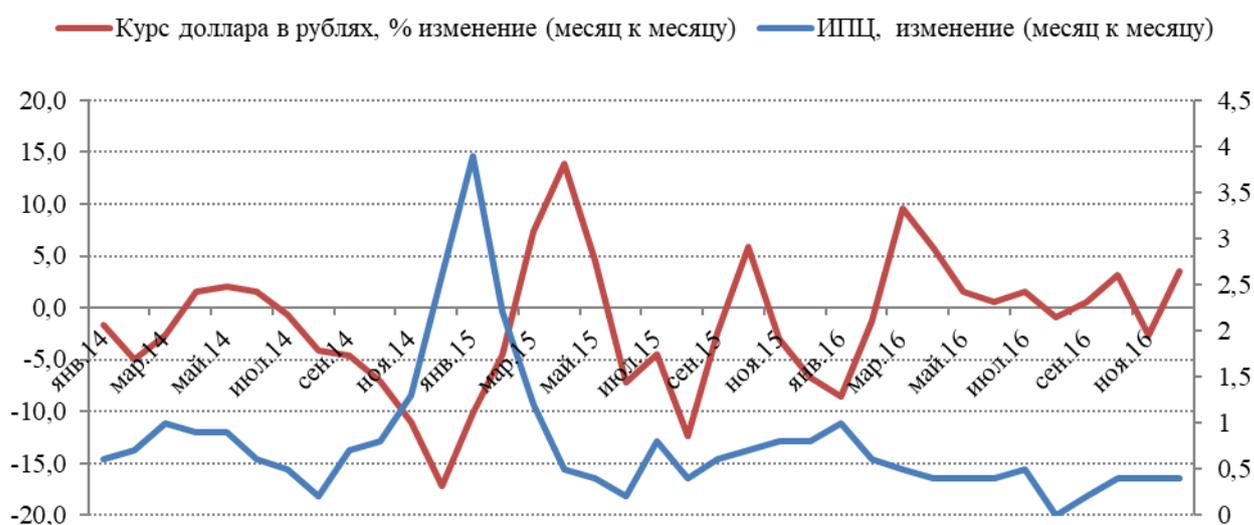
В сложившейся ситуации валютный курс послужил катализатором для инфляционных процессов, связанных, в том числе, с подорожанием импортируемой продукции. При этом, однако, ЦБ РФ удавалось удерживать инфляцию в рамках меньших, чем темпы девальвации рубля (см. рисунок). В годовом исчислении темп роста ИПЦ в 2014 г. составил 11,4% (декабрь к декабрю предыдущего года), в 2015 г. – 12,9%, и уже к концу 2016 г. темп роста цен снизился вдвое – до 5,4%. В целях поддержания курса рубля и борьбы с инфляцией в декабре 2014 г. ЦБ РФ принял решение о повышении ставки рефинансирования до 17%.¹²⁹ Сдерживающая монетарная политика, проводимая ЦБ, привела к укреплению рубля, начиная с первого квартала 2015 г. и, соответственно, замедлению темпов роста цен: по состоянию на апрель 2015 г. уровень инфляции в РФ составил 16,4% по отношению к тому же периоду предыдущего года¹³⁰. В связи с этим, для поддержания снизившихся темпов экономической

¹²⁹Официальный сайт ЦБ РФ, «Процентные ставки по операциям Банка России», http://www.cbr.ru/DKP/print.aspx?file=standart_system/rates_table_15.htm&pid=dkp&sid=ИТМ_49976

¹³⁰ По данным Центрального Банка РФ, <http://www.cbr.ru/>

активности в конце апреля 2015 г. было принято решение о снижении ключевой ставки до 12%.¹³¹

Рисунок 22. Динамика процентных изменений ИПЦ РФ и курса доллара к рублю, 2014-2016 гг.



Источник: составлено автором на основе доклада Центрального банка РФ «Инфляция на потребительском рынке», № 12/2016, стр. 1, http://cbr.ru/statistics/infl/Infl_01122016.pdf

При этом, как показывают аналитические данные, наибольший вклад в прирост инфляции (примерно 30% от величины общего ежемесячного прироста цен) вносили продовольственные товары. Учитывая структуру российского импорта, становится очевидным вывод о том, что этот прирост был обеспечен импортными товарами. Вместе с тем, в случае диверсифицированной экономики подобное обесценение национальной валюты могло стать толчком для резкого роста экспорта, однако для России это обернулось лишь ухудшением уровня жизни населения. Тем не менее, экономический кризис 2014 г. подчеркнул острую необходимость пересмотра курсовой и монетарной политики РФ, в связи с чем, взявший ориентир на имплементацию политики инфляционного таргетирования

¹³¹ Официальный сайт ЦБ РФ, «О ключевой ставке Банка России», http://www.cbr.ru/press/pr.aspx?file=30042015_133103dkp2015-04-30T13_05_21.htm

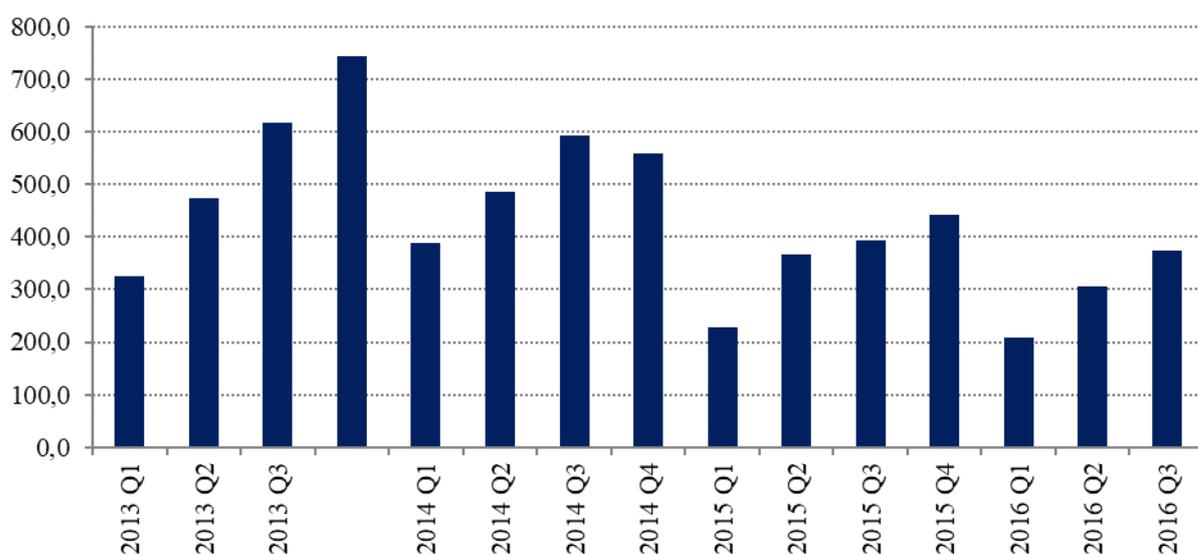
Центральный банк РФ объявил о переходе с 2015 г. к режиму плавающего валютного курса¹³².

Как было отмечено выше, кризисные процессы российской экономики отразились и на экономике Армении в виде сокращения притоков иностранной валюты в страну. Поступления долларов сократились как по линии экспорта (см. рисунок 23), так и частных иностранных трансфертов. Согласно данным ЦБ РА, к концу 2014 г. наблюдалось снижение объема денежных переводов, в результате чего в первом квартале 2015 г. приток составил 227,1 млн. долларов против 387,5 млн. долларов в первом квартале 2014 г.¹³³ В целом, в сопоставлении с предшествующими периодами можно заметить очевидное сокращение – почти вдвое сократились притоки частных иностранных трансфертов в четвертом квартале 2015 г. по сравнению с аналогичным периодом 2013 г. Исходя из данных рисунка, можно убедиться, что более чем год спустя объемы трансфертов не удалось восстановить даже до уровня кризисного 2014 г. Учитывая роль этих денежных потоков в экономике РА и долю трансфертных доходов в структуре валовых доходов населения, можно утверждать, что сокращение притока валюты по линии частных переводов почти наполовину при том же уровне валютного курса ведет к аналогичному снижению располагаемых номинальных доходов населения.

Рисунок 23. Динамика частных денежных переводов, поступивших в РА, млн. долл.

¹³² По материалам ЦБ РФ, «О направлениях единой денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов», http://cbr.ru/publ/ondkp/on_2015%282016-2017%29.pdf

¹³³ Статистика внешнего сектора/База данных Центрального банка Армении, <https://www.cba.am/am/SitePages/statexternalsector.aspx>



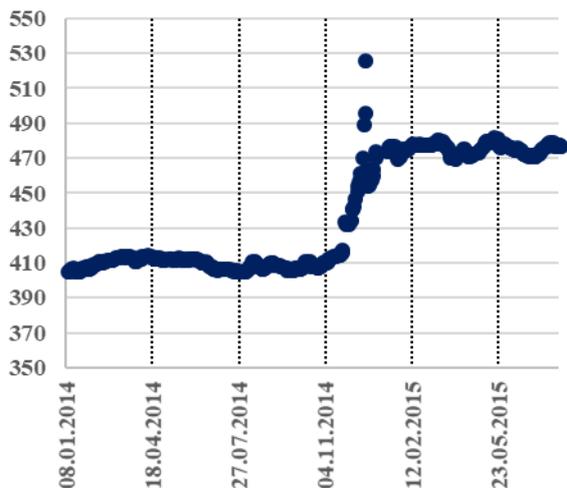
Источник: составлено автором на основе данных статистики внешнего сектора/База данных Центрального банка Армении, <https://www.cba.am/am/SitePages/statexternalsector.aspx>

Однако трансферты являются экзогенной величиной, сокращение которой вызвано снижением общего уровня жизни в РФ. В то же время факт снижения объемов экспорта армянской продукции в Россию почти вдвое объясняется не только падением платежеспособного спроса, но и не соответствующей ситуации валютной политикой. Согласно классификации МВФ,¹³⁴ Армения по состоянию на 2014г. осуществляла политику таргетирования инфляции, совмещая ее с режимом, подобным скользящей привязке (crawl-like arrangement). На протяжении всего 2014 г. до конца ноября курс доллара по отношению к драму поддерживался в пределах 400-415 драмов, однако в декабре сокращение притока долларов вызвало резкий скачок курса: в середине декабря по данным ЦБ был достигнут максимум на уровне 527 драмов за доллар, при этом в отдельные моменты времени под влиянием ажиотажного спроса достигался предел в 600 драмов (см. рисунки 24 и 25). Таким образом, удерживаемый курс драма, тем не менее, обесценился на 30%. При этом, как уже было отмечено выше, сокращение притока частных иностранных трансфертов могло быть нивелировано за счет 50%-ой девальвации армянского драма.

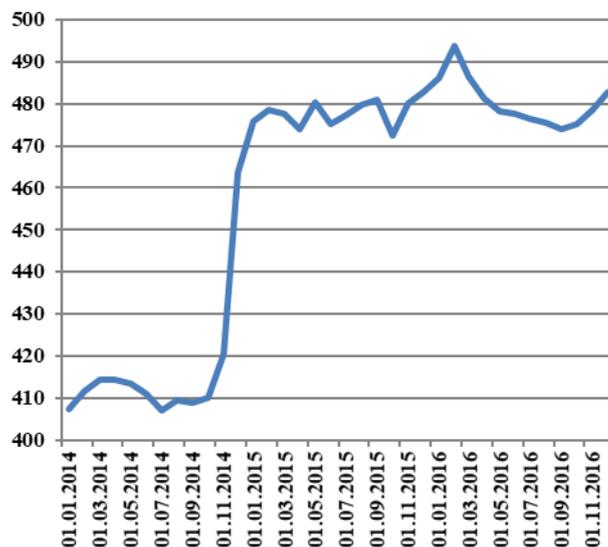
Рисунок 24. Ежедневная динамика курса | Рисунок 25. Ежемесячная динамика курса

¹³⁴ Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. International Monetary Fund, 2014 – p. 6 (98 p.), <http://www.imf.org/external/pubs/nft/2014/areaers/ar2014.pdf>

доллара к армянскому драму



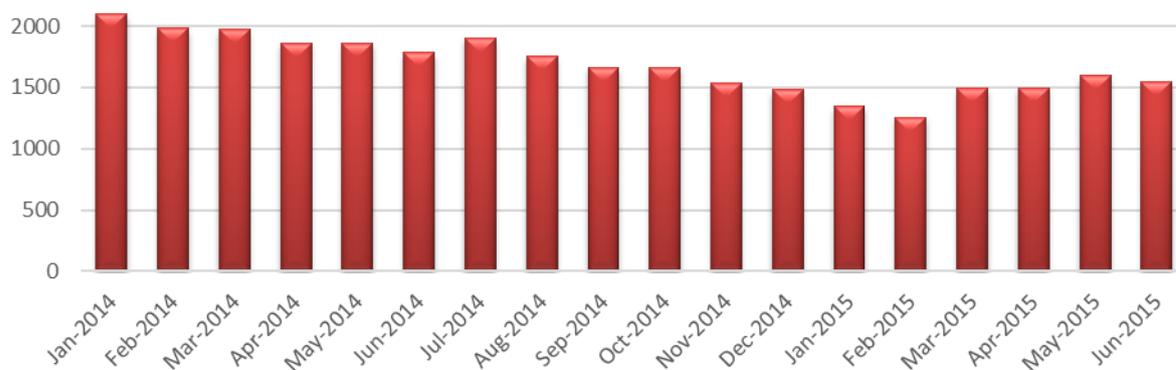
доллара к армянскому драму



Источник: составлено на основе данных по курсам валют ЦБ РА, <https://www.cba.am/AM/SitePages/ExchangeArchive.aspx?DateFrom=2014-01-01&DateTo=2015-08-01&ISOcodes=USD,GBP,RUB,EUR>

Действия Центрального банка, направленные на удержание курса для предотвращения резкого роста цен и обесценения доходов населения, обернулись негативными последствиями для экспорта. При сложившемся в середине декабря 2014 г. соотношении темпов подорожания доллара по отношению к рублю (100%) и драму (30%) экспорт из Армении в Россию стал невыгодным. При этом удержание курса осуществлялось за счет сокращения валютных резервов, повышения норматива обязательного резервирования вкладов в иностранной валюте (см. рисунок 26) и ставки рефинансирования.

Рисунок 26. Динамика международных валютных резервов РА, млн. долл.



Источник: составлено на основе данных Центрального банка Армении, <https://www.cba.am/am/SitePages/statexternalsector.aspx>

Реализуемая Центральным банком политика дорогих денег привела к росту процентных ставок по кредитам и депозитам в национальной валюте, мультипликативному сокращению денежной массы и новым заимствованиям. Таким образом, ревальвация национальной валюты привела к удорожанию экспорта, сокращению внутреннего спроса и снижению рентабельности коммерческих банков.

С целью проверки гипотезы о наличии непосредственной зависимости курса драма от рубля был проведен регрессионный анализ данной взаимосвязи. Анализ коррелограммы показал, что наилучшей моделью, описывающей данную зависимость, является авторегрессия первого порядка. Это подтвердил и анализ коррелограммы построенной модели. О значимости коэффициентов регрессии свидетельствуют значения показателя Р-вероятности, F-статистики и др.

Dependent Variable: LOG(AMD)

Method: ARMA Maximum Likelihood (OPG - BHHH)

Date: 08/30/15 Time: 17:31

Sample: 1 242

Included observations: 242

Convergence achieved after 29 iterations

Coefficient covariance computed using outer product of gradients

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG(RUR)	0.078889	0.008468	9.315960	0.0000
C	-5.793111	0.052496	-110.3535	0.0000
AR(1)	0.988608	0.009584	103.1516	0.0000
SIGMASQ	7.64E-05	1.83E-06	41.76305	0.0000
R-squared	0.986158	Mean dependent var		-6.098983
Adjusted R-squared	0.985984	S.D. dependent var		0.074429
S.E. of regression	0.008812	Akaike info criterion		-6.593426
Sum squared resid	0.018480	Schwarz criterion		-6.535758
Log likelihood	801.8046	Hannan-Quinn criter.		-6.570196
F-statistic	5652.007	Durbin-Watson stat		1.533584
Prob(F-statistic)	0.000000			

Inverted AR Roots .99

Таким образом, уравнение зависимости выглядит следующим образом:

$$\underline{\text{LOG(AMD)} = 0.0788891756099 * \text{LOG(RUR)} - 5.79311067217 + [\text{AR}(1) = 0.988608021443, \text{UNCOND.ESTSMPL} = "1 \ 242"]}$$

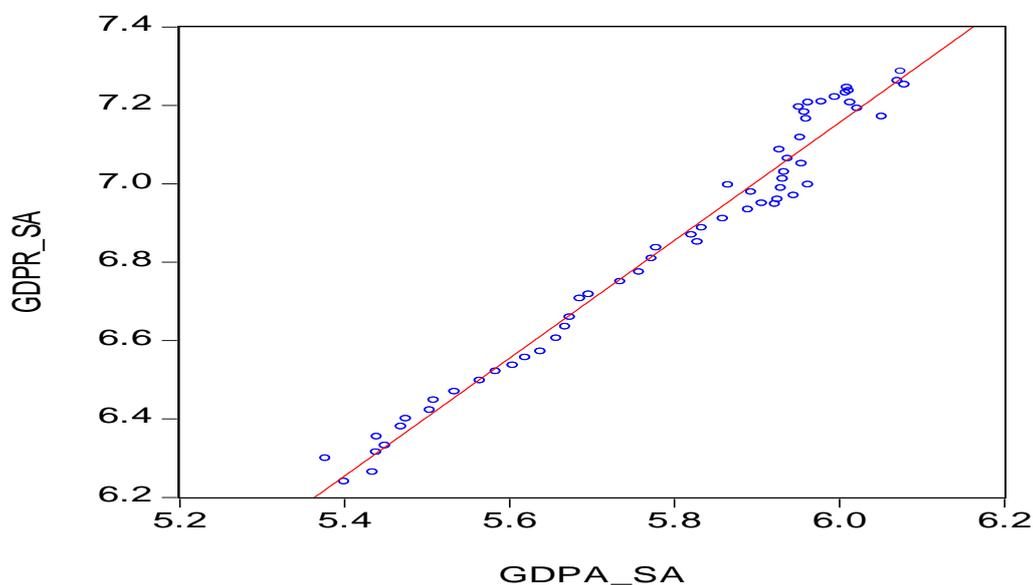
Это означает, что изменение курса рубля на 1% приведет к аналогичному изменению курса драма на 0,07%, что свидетельствует о наличии весьма слабой прямой корреляции. Это, в свою очередь, подчеркивает нерыночность формирования курса драма к доллару.

Исходя из полученных в ходе анализа этих и других результатов, можно заключить, что каналы передачи импульса валютных колебаний из РФ в РА искажены, при этом искажены императивным вмешательством в формирование валютного курса. Учитывая степень воздействия экономических процессов, происходящих в российской экономике, на экономику Армении, становится очевидным, что сильные флуктуации в одной стране становятся причиной аналогичного в другой, что проявляется, прежде всего, в потоках капитала. В этом контексте можно заключить, что резкие изменения валютного курса в РФ должны сопровождаться соответствующими изменениями в Армении для поддержания неизменными условий торговли. В противном случае возникает дисбаланс, который чреват ухудшением торгового баланса Армении, что и произошло в кризисные 2014-2015гг. Исходя из этого, в целях получения максимальных выгод от взаимной торговли с РФ в первом приближении целесообразными предполагаются несколько возможных вариантов: поддержание курса драма к доллару на основании паритета к курсу рубль/доллар, либо же переход на взаиморасчеты непосредственно в российских рублях, во избежание валютных рисков, или же осуществление взаимных расчетов на основании прямого курса армянского драма к рублю с учетом ППС. В целях проверки выдвинутой гипотезы следующая глава посвящена анализу и оценке предложенных возможных сценариев.

3.3. Перспективы гармонизации валютного регулирования в Армении в условиях евразийской интеграции: анализ возможных сценариев.

В контексте настоящего исследования, с учетом статистики и доводов, приведенных выше, нам представляется целесообразной оценка степени синхронизации экономики Армении с экономикой РФ. Одним из основных показателей степени синхронизации циклов деловой активности является анализ разности между объемами ВВП. В связи с этим, основываясь на методике, предложенной в работе Bencik M.,¹³⁵ нами были взяты поквартальные данные по ВВП Армении и России. После корректировки на сезонность и логарифмирования имеющихся данных гипотеза о наличии тесной взаимосвязи циклов Армении и России была рассмотрена нами графически. Рисунок 27 отображает явную прямую и весьма сильную взаимосвязь.

Рисунок 27. Взаимосвязь логарифмических показателей ВВП Армении и России, скорректированных с учетом сезонности



¹³⁵ **Bencik M.** Business cycle synchronisation between the V4 countries and the euro area. Národná banka Slovenska, WP 1/2011, ISSN 1337-5830 – p.14, https://www.nbs.sk/img/Documents/PUBLIK/wp_1-2011_e.pdf

Источник: самостоятельные расчеты автора

Ковариационный анализ данных, проведенный после корректировки на сезонность и последующего логарифмирования, также показал наличие высокой степени взаимосвязи, где GDPA_SA – скорректированный с учетом сезонности ВВП Армении, GDPR_SA – скорректированный с учетом сезонности ВВП России.

Covariance Analysis: Ordinary		
Date: 08/11/16 Time: 19:38		
Sample (adjusted): 2001Q1 2015Q3		
Included observations: 59 after adjustments		
Balanced sample (listwise missing value deletion)		
Covariance		
Correlation	GDPA_SA	GDPR_SA
GDPA_SA	0.042972	
	1.000000	
GDPR_SA	0.064575	0.099541
	0.987345	1.000000

Проверка гипотезы на основе метода наименьших квадратов дала следующие результаты:

Dependent Variable: GDPA_SA				
Method: Least Squares				
Date: 08/11/16 Time: 19:37				
Sample (adjusted): 2001Q1 2015Q3				
Included observations: 59 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.352304	0.094595	14.29572	0.0000
GDPR_SA	0.648728	0.013801	47.00492	0.0000
R-squared	0.974851	Mean dependent var		5.794024
Adjusted R-squared	0.974409	S.D. dependent var		0.209077
S.E. of regression	0.033446	Akaike info criterion		-
Sum squared resid	0.063763	Schwarz criterion		3.924454
Log likelihood	117.7714	Hannan-Quinn criter.		-
F-statistic	2209.463	Durbin-Watson stat		3.896963
				0.433090

Prob(F-statistic)	0.000000			
-------------------	----------	--	--	--

Показатели цикличности деловой активности между Россией и Арменией, как было показано выше в ходе исследования, имеют достаточно сильную взаимосвязь, при этом импульс, естественно, распространяется от России к Армении. В связи с этим, возникает вопрос о динамике реальных валютных курсов армянского драма и российского рубля по отношению к доллару США и возможности сохранения паритета покупательной способности между ними. Так, в первом приближении, приведенный ниже график показывает, что видимой синхронности колебаний показателей изменения ИПЦ и номинальных валютных курсов не наблюдается.

Рисунок 28. Динамика прироста ИПЦ и номинальных валютных курсов в РА и РФ за 2014-2016 гг.



Источник: рассчитано и составлено автором на основе данных официальных веб-сайтов Централных банков РА и РФ, www.cba.am, www.cbr.ru

С учетом объемов взаимной торговли между РА и РФ и особенностей ее структуры ранее было сделано предположение о том, что наиболее оптимальным для обеих стран вариантом является совершение сделок по ряду товаров первой необходимости (в первую очередь, по газу) в рублях РФ, или по прямому курсу рубль/драм с учетом ППС. Подобный выбор позволит нивелировать влияние внешних экономических шоков, передающих импульс посредством колебаний валютного курса доллара, на колебания цен товаров первой необходимости. Для Армении это будет иметь положительные последствия с точки зрения социальной политики: цены на импортируемые товары первой необходимости будут относительно менее волатильны, для России же более стабильными будут рублевые поступления по линии наиболее экспортируемых товаров. В целом для Армении это означает отказ от де-юре утвержденной, но де-факто не выполняемой по основным требованиям политики инфляционного таргетирования: проведенный нами анализ доказывает отсутствие в Армении тех необходимых предпосылок, которые делают возможной фактическую реализацию выбранного Центральным банком режима монетарной политики. Прямая привязка к российскому рублю с этой точки зрения является более желательной, тем не менее, на данном этапе не является целесообразной, поскольку этому существуют препятствия в виде высокого уровня долларизации и преобладающей доли внешней торговли с остальным миром (кроме РФ).

Вместе с тем, если рассмотреть динамику изменения номинального курса армянского драма и российского рубля к доллару США за вычетом изменения ИПЦ, то можно отметить, что и здесь отсутствует синхронность. Более того, когда Центральный банк РФ перешел к свободно плавающему валютному курсу, динамика реального изменения национальных валют к доллару США между странами стала очевидно разнонаправленной (см. рисунок 29).

Рисунок 29. Динамика разности темпов изменения курса национальных валют и ИПЦ в РА и РФ за 2014-2016 гг., %



Источник: рассчитано и составлено автором на основе данных официальных веб-сайтов Централных банков РА и РФ, www.cba.am, www.cbr.ru

Как было отмечено выше, Армения оказалась единственной из стран ЕАЭС, где в течение кризисных 2014-2015 гг. сохранялась относительная стабильность валютного курса – в отличие от России, Казахстана и Беларуси, где произошла существенная девальвация, армянская национальная валюта подешевела примерно на 30%. Итогом этой несинхронности стали потери во внешней торговле, причем не только с Россией. Таблица показывает, что в 2015 г. по сравнению с 2014 г. произошло значительное (почти на 30%) снижение экспорта в Россию и Казахстан, еще большее в процентном соотношении сокращение – по линии экспорта товаров и услуг в Беларусь. При этом значительно возросли в процентном соотношении объемы импорта по всем странам, за исключением ввоза из РФ – по этому показателю наблюдался спад на 10% (см. таблицу 13).

Таблица 13 . Показатели взаимной торговли Армении со странами ЕАЭС в 2015 г., в % к 2014 г.

	Экспорт	Импорт
Беларусь	60,4	114,9
Казахстан	69,9	В 2,8 раза
Кыргызстан	92,8	В 2,3 раза
Россия	73,5	88,9

Источник: составлено автором на основе данных доклада «Взаимная торговля товарами. Статистика Евразийского экономического союза. 2015 год»// Статистический бюллетень Евразийской экономической комиссии, стр. 19,

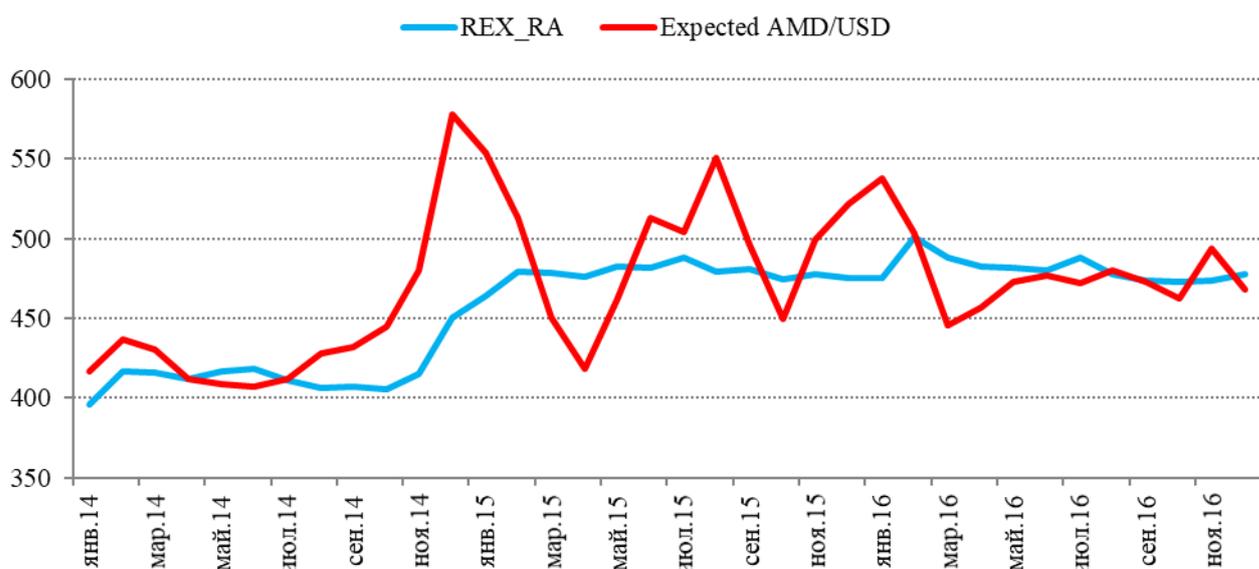
http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/tradestat/publications/Documents/Int_2015.pdf

Очевидным решением, наиболее выгодным для экономики в подобной ситуации, было бы дерегулирование валютного курса. Свободно плавающий валютный курс, который в краткосрочной перспективе приведет к большому обесценению драма, может стимулировать экспорт и избавить от необходимости вести рестриктивную монетарную политику. Для поддержания паритета и обеспечения благоприятных условий торговли необходимо обесценение драма, по относительному значению соответствующее обесценению рубля за вычетом изменения уровня цен, выраженного индексом потребительских цен.

Исходя из этого, нами были проведены расчеты с целью определения того уровня курса доллара к армянскому драму, при котором сохранялось бы паритетное соотношение номинальных курсов с учетом их инфляционного обесценения в период валютного кризиса 2014-2015гг.¹³⁶

Рисунок 30. Фактический номинальный курс доллара к армянскому драму и его паритетная величина по отношению к изменению курса доллар/рубль

¹³⁶ Подробные расчеты представлены в приложении



Источник: самостоятельные расчеты автора на основе данных официальных веб-сайтов Центральные банков РА и РФ, www.cba.am, www.cbr.ru

Исходя из расчетных данных (см. рисунок 30), можно сделать вывод о том, что в период кризисных событий 2014-2015 гг. для сохранения неизменных с точки зрения валютного курса условий для торговли цена доллара в драмовом выражении за вычетом инфляционного обесценения должна была составлять величину, на 30% превышающую фактический показатель по состоянию на конец 2014 г. Это означает, что в целях стимулирования внешней торговли с РФ и улучшения торгового баланса в условиях санкций, наложенных на российскую экономику, обесценение драма должно было составить около 50% по отношению к докризисному периоду (по состоянию на сентябрь 2014 г.). Вышеприведенные расчеты основаны на статистике по динамике курсов валют и ИПЦ в ежемесячном исчислении (месяц к месяцу). Кумулятивные расчеты показывают несколько иную картину. Если рассчитывать изменение курса, взяв за базисный период предкризисные месяцы (здесь нами за основу был взят август месяц, после которого началось обесценение рубля), то получается, что курс драма к доллару, обеспечивающий неизменные, и даже скорее благоприятные с точки зрения валютного курса условия для внешней торговли, должен был быть почти на 50% выше фактически сложившегося уровня по состоянию на конец 2015 г. (см. таблицу 14).

Таблица 14. Расчетная величина курса доллара по отношению к драму с учетом поддержания относительного ИПС к соотношению доллар/рубль			
	2014 г., конец года	2015 г., конец года	2016 г., конец года
Курс доллара к рублю	56,26	72,88	60,66
Курс доллара к драму	463,53	482,93	482,84
Кумулятивный ИПС в РА к августу 2014 г., %	5,7	5,6	4,5
Кумулятивный ИПС в РФ к августу 2014 г., %	5,4	17,9	23,1
Удорожание доллара, к августу 2014 г., %	52	97	64
Паритетный курс доллара к драму¹³⁷	573,89	706,67	555,55
<i>Источник: данные официальных веб-сайтов Централъных банков РА и РФ, www.cba.am, www.cbr.ru, самостоятельные расчеты автора.</i>			

Очередным доказательством гипотезы, выдвинутой в пользу девальвации армянского драма, являются расчеты, проведенные нами с целью проверки условия Маршалла – Лернера. Сопоставление динамики изменения объемов экспорта и импорта за кризисный промежуток (второе полугодие 2014 г. – 2015 г.) позволяет отметить некоторую синхронность в колебаниях валютного курса и показателей внешней торговли (см. рисунок 31). В частности, на некоторых отрезках отмечается рост или спад всех показателей одновременно, хоть и на разную величину. Это свидетельствует о достаточно малом временном лаге – исходя из графика, периодом является один месяц. Вместе с тем, в краткосрочном периоде степень эластичности всегда меньше, нежели в долгосрочном,

¹³⁷ Курс доллара к драму по состоянию на август 2014г. составлял 407,г. - 3

поскольку объемы производства и поставок во многом определяются предшествующими договорами и не успевают гибко реагировать на колебания валютного курса.

Рисунок 31. Взаимосвязь динамики изменения показателей внешней торговли и курса доллара к драму, первое полугодие 2014 г. – 2015 г., %



Источник: рассчитано и составлено автором на основе данных Центрального банка РА, www.cba.am, и Национальной статистической службы РА, www.armstat.am

Исходя из этого, имеет смысл рассчитать показатели эластичности спроса на импортную и экспортную продукцию по цене. В данном случае речь идет о процентном изменении объемов экспорта и импорта к процентному изменению курса доллара к драму. Согласно условию Маршалла – Лернера, если суммарная эластичность экспорта и импорта составляет сумму, большую единицы, тогда девальвация национальной валюты при прочих равных условиях приведет к улучшению состояния торгового баланса. Если же экспортно-импортные поставки в сумме неэластичны, то есть их суммарная эластичность меньше единицы, тогда следует ревальвировать валюту. В первом приближении, исходя из структуры импорта и экспорта, как уже не раз отмечалось выше, очевидна неэластичность спроса. Учитывая, что импорт осуществляется по большому спектру товаров первой необходимости, включая, например, газ, пшеницу и сахар, можно допустить, что девальвация не приведет к сокращению импорта, а взамен лишь будет содействовать росту цен и ухудшению уровня жизни населения. В то же время отсутствие диверсифицированного

экспорта не позволит должным образом отреагировать на изменение валютного курса. Однако здесь существенную роль играет фактор времени. Исходя из данных официальной статистики, нами были проведены расчеты коэффициента эластичности с учетом временного лага – процентное изменение объемов экспорта и импорта текущего периода было рассчитано по отношению к процентному изменению валютного курса предыдущего периода. Результаты, представленные в таблице 15, позволили прийти к выводу о том, что суммарная эластичность показателей внешней торговли выше единицы, таким образом, посредством девальвации в долгосрочном периоде улучшение состояния торгового баланса является вполне реальным.

Таблица 15. Расчет условия Маршалла–Лернера для экономики РА

Дата (месяц/год)	Изменение объемов экспорта, % к предыдущем у периоду	Изменение объемов импорта, % к предыдущем у периоду	Изменение валютного курса, % к предыдущем у периоду	Коэфф. эластичности экспорта	Коэфф. эластичности импорта	Сумма коэффициент ов
10/14	-0,01123	0,077494	0,002886	-3,8912	26,8517	22,9605
11/14	-0,04968	-0,11765	0,025538	-1,94534	-4,60686	-6,5522
12/14	0,010456	0,01849	0,102462	0,102048	0,180457	0,282505
01/15	-0,3895	-0,48172	0,02632	-14,7986	-18,3024	-33,1011
02/15	0,161017	0,234336	0,005591	28,79932	41,91307	70,71239
03/15	0,179353	0,154676	-0,00155	-115,712	-99,791	-215,503
04/15	0,082228	-0,16961	-0,0075	-10,9637	22,61467	11,65093
05/15	0,042484	0,003752	0,013036	3,258975	0,287818	3,546793
06/15	0,197492	0,11794	-0,01068	-18,4918	-11,0431	-29,5348
07/15	-0,11322	-0,03455	0,004651	-24,3432	-7,42851	-31,7717
08/15	-0,11439	0,015391	0,005133	-22,2852	2,998441	-19,2868
09/15	0,068333	0,089807	0,002689	25,41205	33,40115	58,8132
10/15	-0,00312	0,097705	-0,01771	0,176172	-5,51679	-5,340618
11/15	-0,04695	-0,07856	0,016083	-2,91923	-4,8844	-7,80363
12/15	0,163383	0,154005	0,00579	28,21813	26,59907	54,8172

Источник: самостоятельные расчеты автора

Вместе с тем, исходя из проведенного анализа, необходимым представляется рассмотрение и оценка некоторых рассмотренных в работе сценариев валютной интеграции, модифицированных с учетом специфики интеграционных процессов на евразийском

пространстве. Среди всех возможных моделей и вариантов валютного регулирования наиболее сложный сценарий представлен в создании валютного союза. Сложность регулирования в рамках валютного союза заключается, прежде всего, в том, что невозможно учесть интересы всех государств – участников валютного союза в равной мере и рано или поздно, особенно в условиях кризиса, выбор направления валютного или монетарного регулирования практически всегда определяется исходя из интересов небольшого количества доминирующих экономик.

Таким образом, с целью определения возможности создания валютного союза в рамках ЕАЭС необходимо, в первую очередь, оценить степень конвергенции монетарных показателей. Для решения этой задачи были взяты следующие показатели по пяти странам ЕАЭС (Армения, Россия, Казахстан, Беларусь, Кыргызстан)¹³⁸:

- Паритет покупательной способности
- Номинальный валютный курс
- ИПЦ
- М2Х

При этом, учитывая специфику евразийской интеграции и лидирующую роль российской экономики в процессах взаимной торговли, потоков инвестиций и трансфертов, мы посчитали целесообразным рассмотреть конвергенцию именно с монетарными показателями России, поскольку по большинству факторов, российская экономика не только доминирует на евразийском пространстве, но также имеет непосредственное и зачастую значительное влияние на экономики стран-участниц ЕАЭС.

На первом этапе регрессионного исследования все временные ряды были прологарифмированы, после чего был проведен расчет взаимных разниц показателей по всем странам по отношению к показателям России (Армения – Россия, Беларусь – Россия, Казахстан – Россия, Кыргызстан – Россия). Полученные результаты были протестированы с помощью Dickey-Fuller на проверку наличия единичного корня (unit root)¹³⁹. Основные

¹³⁸ **Маргарян Л.А.** Конвергенция макроэкономических показателей стран ЕАЭС в рамках возможности создания валютного союза. Квартальный Журнал АЛЬТЕРНАТИВА, январь-март, № 1, Е.: Альтернатива, 2018 – с. 65-69

¹³⁹ Наличие единичного корня означает, что конвергенция не наблюдается.

результаты исследования обобщены в таблице 16 (итоги расчетов более подробно представлены в Приложении В).

Таблица 16. Результаты расчета конвергенции показателей в странах ЕАЭС.

Паритет покупательной способности (PPP)		
Армения	No unit root	Конвергенция наблюдается
Беларусь	No unit root	Конвергенция наблюдается
Казахстан	No unit root	Конвергенция наблюдается
Кыргызстан	No unit root	Конвергенция наблюдается
Номинальный валютный курс (Nominal exchange rate)		
Армения	Has a unit root	Конвергенция не наблюдается
Беларусь	Has a unit root	Конвергенция не наблюдается
Казахстан	Has a unit root	Конвергенция не наблюдается
Кыргызстан	No unit root	Конвергенция наблюдается
ИПЦ (CPI)		
Армения	No unit root	Конвергенция наблюдается
Беларусь	Has a unit root	Конвергенция не наблюдается
Казахстан	No unit root	Конвергенция наблюдается
Кыргызстан	No unit root	Конвергенция наблюдается
M2X		
Армения	No unit root	Конвергенция наблюдается
Беларусь	Has a unit root	Конвергенция не наблюдается
Казахстан	-	
Кыргызстан	-	

Источник: самостоятельные расчеты автора

Результаты проведенных расчетов показывают, что по части паритета валютного курса, конвергенция наблюдается во всех странах союза. Однако, стоит отметить, что в данном случае ИПС рассчитывается через обменный курс доллара США, который, в свою очередь, во всех странах ЕАЭС устанавливается не на рыночной основе, что, по сути, искажает полученные результаты.

С точки зрения конвергенции номинального обменного курса можно отметить, что это явление наблюдается только в Кыргызстане, тогда как в остальных странах ЕАЭС конвергенция с обменным курсом рубля обнаружена не была.

Наиболее значимый показатель с точки зрения монетарного регулирования – уровень цен – в данном случае представлен индексом потребительских цен, который также показал неоднозначные результаты. Так, во всех странах, за исключением Беларуси, наблюдается конвергенция цен. Беларусь в данном случае отличается достаточно высоким уровнем цен, а также достаточно частыми периодами галопирующей, а иногда и гиперинфляции.

Здесь следует добавить, что все рассмотренные экономики обладают высокой степенью концентрации на товарных рынках, что, в свою очередь, говорит о нерыночном механизме формирования цен в экономике, а значит, о недостоверности измерений инфляции в данных экономиках.

Изучение показателя M2X оказалось ограничено рамками доступности информации: получены результаты только по двум экономикам, поскольку статистика доступна не во всех рассмотренных странах. Таким образом, если в Армении конвергенция с Россией наблюдается, то в Беларуси мы получили обратную картину.

Обобщая проведенный анализ, можно доказательным путем прийти к очевидному при первом приближении выводу о том, что по многим макроэкономическим показателям конвергенция между странами ЕАЭС в данный момент отрицательна. Исходя из этого, можно утверждать, что данный сценарий при прочих равных условиях не сработает: создание валютного союза на нынешнем этапе развития стран ЕАЭС не представляется возможным и экономически целесообразным.

Перспективы валютного регулирования в евразийском интеграционном блоке теоретически предполагают еще два сценария развития, одним из которых является возможность использования прямых валютных курсов.¹⁴⁰ Данный сценарий предполагает соглашение между странами на предмет возможности осуществления экспортно-импортных операций в национальных валютах, по примеру многих азиатских стран и союзов.

¹⁴⁰ **Маргарян Л.А.** Валютное регулирование в странах ЕАЭС: оценка возможных сценариев. Журнал Финансы и Экономика № 11-12 (207-208), Е.: 2017 – с. 81-83

Преимущество такого соглашения заключается в полном отсутствии зависимости от обменного курса доллара как на мировом рынке, так и на локальном. Исходя из этого, возникает необходимость оценки потенциального выигрыша или потерь в связи с переходом на подобную систему расчета. Таким образом, перспективы внедрения данного сценария сводятся к сравнению показателей внешней торговли, рассчитанных по прямому и по кросс-курсу.

В указанных целях нами был рассчитан прямой курс с учетом паритета покупательной способности (результаты расчетов приведены в нижеследующей таблице):

Таблица 17. Прямые валютные курсы, рассчитанные с учетом ППС.

	<i>Армения</i>				<i>Беларусь</i>				<i>Казахстан</i>			
	Бел	Каз	Кгз	Рос	Арм	Каз	Кгз	Рос	Арм	Бел	Кгз	Рос
2015	383,51	2,13	9,45	8,26	0,003	0,01	0,02	0,02	0,47	180,16	4,44	3,88
2016	357,71	1,93	9,27	7,76	0,003	0,01	0,03	0,02	0,52	185,16	4,80	4,02
	<i>Киргизия</i>				<i>Россия</i>							
	Арм	Бел	Каз	Рос	Арм	Бел	Каз	Кгз				
2015	0,11	40,59	0,23	0,87	0,12	46,44	0,26	1,14				
2016	0,11	38,60	0,21	0,84	0,13	46,10	0,25	1,19				

Источник: рассчитано автором на основании данных национальных статистических служб стран ЕАЭС

Полученные результаты позволили рассчитать объемы импорта и экспорта по прямому курсу, на основании чего – вывести расчетную величину торгового баланса. В основе расчета лежат физические объемы ввоза и вывоза продукции, рассчитанные по прямому курсу. При этом Беларусь в расчетах не была учтена, поскольку высокая волатильность обменного курса белорусского рубля искажает статистическую достоверность полученных результатов.

Таблица 18. Показатели взаимной торговли стран ЕАЭС, рассчитанные по прямому курсу с учетом ППС (в нац. валюте, млн. д.е.)

Экспорт												
	<i>Армения</i>			<i>Казахстан</i>			<i>Кыргызстан</i>			<i>Россия</i>		
	Каз	Кгз	Рос	Арм	Кгз	Рос	Арм	Каз	Рос	Арм	Каз	Кгз
2015	935	19	14172	338	25905	259914	103	66990	11790	528873	2568805	69265
2016	1237	54	23191	370	31188	293523	4	89031	14898	500763	2574612	57973

Импорт												
2015	305	7	55582	2009	9492	601798	202	162344	102692	105477	1157255	3830
2016	1862	4	63834	3180	16504	791348	555	146621	95465	199756	982470	9911

Источник: самостоятельные расчеты автора

Исходя из полученных показателей внешней торговли, была выведена расчетная величина торгового баланса (см. таблицу 19) и проведен сравнительный анализ торгового баланса стран в случае расчетов по прямым курсам и по кросс-курсу (через доллар).

Таблица 19. Сравнительный торговый баланс по прямым курсам и кросс-курсам (в нац. валютах, в млн. д.е.)

	Армения		Казахстан		Кыргызстан		Россия	
	По ПК	По КК	По ПК	По КК	По ПК	По КК	По ПК	По КК
2015	-40769	-42707	-327141	-345026	-186354	-149085	1900381	1805204
	$\hat{f} = + 1938$		$\hat{f} = + 17885$		$\hat{f} = - 37 269$		$\hat{f} = + 95177$	
2016	-41219	-44623	-485951	-379468	-138709	-123863	1941212	2360753
	$\hat{f} = + 3404$		$\hat{f} = - 106 483$		$\hat{f} = -14846$		$\hat{f} = -419541$	

Источник: самостоятельные расчеты автора

На основании расчетов можно сделать вывод, разница торговых балансов стран, рассчитанных по прямому курсу или по кросс-курсу не столь значительна в 2015 г. и более ощутима в 2016 г. По результатам проведенного анализа очевидно, что текущая динамика макроэкономических показателей стран ЕАЭС не позволяет подобрать единого, взаимовыгодного для всех членов интеграционного блока, подхода к валютному регулированию. Таким образом, исходя из темы настоящего исследования, более оптимальным является подход, минимизирующий издержки, или максимизирующий выгоды Армении от членства в ЕАЭС. Исходя из этого, при рассмотрении обоих случаев очевидно, что расчет торгового баланса в денежном выражении по прямым курсам в той или иной мере более выгоден Армении, нежели расчеты через обменный курс доллара.

Следующий сценарий является более простым с точки зрения расчетов и предполагает осуществление взаимной торговли по прямому курсу к российскому рублю,

рассчитанному с учетом ППС. В рамках данного сценария был рассчитан прямой курс по ППС с российским рублем всех валют стран – участниц ЕАЭС (см. таблицу 20).

Таблица 20. Прямые курсы валют по отношению к российскому рублю

	AMD/RUB	BLR/RUB	KZT/RUB	KGS/RUB
2015	8,26	0,02	3,88	0,87
2016	7,76	0,02	4,02	0,84

Источник: самостоятельные расчеты автора

Для нахождения расчетной величины торгового баланса в денежном выражении в этом случае также были получены величины объемов экспортно-импортных операций каждой из стран ЕАЭС с Российской Федерацией с учетом прямых курсов национальных валют по отношению к российскому рублю (см. таблицу 21).

Таблица 21. Показатели взаимной торговли стран ЕАЭС по прямым курсам с российским рублем, рассчитанным по ППС (в млн. руб.)

	Армения				Казахстан				Кыргызстан			
Экспорт												
	Бел	Каз	Кгз	Рос	Арм	Бел	Кгз	Рос	Арм	Бел	Каз	Рос
2015	394	241	21	14172	41	3057	29638	259914	13	414	17268	11790
2016	831	308	64	23191	48	4022	37251	293523	1	274	22169	14898
Импорт												
2015	1553	79	9	55582	243	27893	10859	601798	24	3741	41847	102692
2016	1501	464	5	63834	410	28886	19713	791348	72	3729	36509	95465

Источник: самостоятельные расчеты автора

Сравнение торгового баланса по прямым курсам и кросс-курсам с российским рублем указывает на существенное различие в некоторых странах. Так, в Казахстане величина расхождения торгового баланса в денежном выражении по состоянию на 2016 г. составляет около 20%.

Таблица 22. Сравнительный торговый баланс по прямым курсам и кросс-курсам с российским рублем.

	Армения		Казахстан		Кыргызстан	
	По ПК	По КК	По ПК	По КК	По ПК	По КК
2015	-42394	-44373	-348144	-371188	-118820	-98178

	$\hat{f} = +1979$		$\hat{f} = + 23044$		$\hat{f} = - 20642$	
2016	-41411	-44657	-505514	-397869	-98433	-79043
	$\hat{f} = +3246$		$\hat{f} = - 107645$		$\hat{f} = -19 390$	
<i>Источник: самостоятельные расчеты автора</i>						

В случае Армении эта разница положительна, однако не настолько значительна, как в Казахстане. Стоит отметить, что в данном случае имеют большое значение объемы экспорта и импорта страны в Россию. Поскольку из всех рассматриваемых стран Казахстан имеет наиболее значимые торговые отношения с Россией, выгоды от расчетов по прямым курсам более ощутимы.

Необходимо отметить, что приведенные выше расчеты были проведены для периода, отличающегося высокой степенью риска и неопределенности – первые годы существования ЕАЭС совпали с валютным кризисом, что в определенной мере исказило реальную картину партнерства стран ЕАЭС. Вместе с тем, учитывая временные рамки, высокую волатильность макроэкономических показателей за последние несколько лет, нецелесообразным является рассмотрение и анализ соответствующих временных рядов.

Следует отметить, что рост использования в межгосударственных взаиморасчетах внутри ЕАЭС национальных валют стран-участниц упирается в необходимость низкой инфляции, которая позволит повысить доверие к Центральным банкам стран – членов объединения, и, соответственно, к их валютам. Только в этом случае процесс дедолларизации взаимной торговли приведет к выгодам для стран в виде увеличения объемов этой торговли.

В настоящее же время, несмотря на несколько лет функционирования союза, объемы взаимной торговли ежегодно снижаются по отношению к предыдущему периоду. С учетом весомой доли Российской Федерации во взаимной торговле, на первый взгляд, можно предположить, что использование российской валюты будет логичным и органичным решением на пути к дедолларизации взаиморасчетов между странами ЕАЭС. Однако здесь необходимо учитывать, что для самой России большая часть внешнеторговых операций приходится на третьи страны: 90,8% составляет удельный вес экспорта в третьи страны в

общем объеме российского экспорта, 92,2% составляет удельный вес импорта в третьи страны в общем объеме российского импорта¹⁴¹. А с учетом сырьевой направленности российского экспорта, переход на взаиморасчеты в рублях с использованием в перспективе российской национальной валюты в качестве расчетной валюты для стран – участниц ЕАЭС, на данном этапе видится преждевременным, поскольку выгода данного процесса для самой России вызывает сомнения. Кроме того, использование рубля в качестве международной расчетной денежной единицы должно иметь надежную основу в виде низкой инфляции, снижения зависимости от нефтяных операций, предполагающее диверсификацию внутреннего производства и экспорта и позволяющее снизить влияние внешнеэкономических шоков и рисков.

С другой стороны, вследствие применения санкций по отношению к России в 2014 г. и соответствующего сокращения поступления валютных потоков в Россию, а также затруднения доступа России к международным финансовым ресурсам, доля расчетов в рублях по внешнеэкономическим операциям со странами ЕАЭС, по данным ЦБ РФ, резко возросла, к 2017 г. составив 75 %¹⁴², при том, что доля взаиморасчетов в национальных валютах между странами ЕАЭС незначительна и составляет порядка 1-2%.

Тем не менее, переход ко взаиморасчетам в национальных валютах позволит минимизировать внешнеэкономические риски от использования других валют, и в первую очередь доллара. Однако процесс перехода к расчетам во внутренних валютах должен быть поэтапным, должен сопровождаться и согласовываться с постепенным наращиванием оборотов взаимной торговли и с ее структурными изменениями, обоснованными ростом промышленного производства внутри стран ЕАЭС.

Таким образом, для перехода к единой валюте и созданию валютного союза как наивысшей степени процесса гармонизации валютных политик стран –членов интеграционного объединения, необходимо преодолеть ряд последовательных шагов,

¹⁴¹ «Об итогах взаимной торговли товарами Евразийского экономического союза». Аналитический обзор от 28 февраля 2017 г. Евразийская экономическая комиссия. http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/tradestat/analytics/Documents/Analytics_I_2016_12.pdf

¹⁴² «Интернационализация рубля: перспективы и риски, а также роль российского рубля во внешнеэкономических отношениях». Аналитическая записка. Банк России. Июль 2017 г. <https://www.cbr.ru/Content/Document/File/16745/01.pdf>

включающих переход на взаимные расчеты в национальных валютах, гармонизацию и устранение различий в валютных политиках, достижение конвергенции макроэкономических показателей, которая позволит подготовить почву для взаимной привязки национальных валют, и лишь после того и только при условии строгого соблюдения дисциплины выполнения союзного договора, логично будет рассматривать дальнейшие сценарии гармонизации валютного регулирования и возможность создания валютного союза на пространстве ЕАЭС.

В целом, учитывая ограничения, в рамках которых функционирует евразийское интеграционное объединение, можно сделать ряд выводов о перспективах валютного регулирования в странах ЕАЭС. Так, отсутствие синхронизации циклов деловой активности между всеми странами – членами ЕАЭС сводится к невыполнению критериев конвергенции, необходимых для введения единой валюты. Более того, анализ структуры внешней взаимной торговли между странами выявляет однозначного лидера – одного основного торгового партнера для каждого из членов ЕАЭС, и почти полное отсутствие взаимной торговли между остальными странами. Вместе с тем, экономики евразийского интеграционного пространства отличаются высоким уровнем долларизации, что усложняет процесс реализации монетарной политики и сводит ее к необходимости валютного регулирования. В долгосрочном периоде, учитывая объемы и структуру торговли членов ЕАЭС с Россией, возможность перехода на системы взаиморасчетов в странах евразийской интеграции по прямым курсам представляется более приемлемой. При этом, следует принимать во внимание тот факт, что по большинству макроэкономических показателей в настоящее время отсутствует единый вектор развития стран ЕАЭС, а значит, и отсутствует единый, оптимальный для всех подход к валютному регулированию. Это, в свою очередь, означает, что при любом сценарии некоторые страны будут выигрывать, другие – проигрывать. В рамках цели настоящего исследования, которая заключается в поиске механизмов гармонизации валютного регулирования сквозь призму армянской экономики, наиболее приемлемым из рассмотренных сценариев является тот, который предполагает осуществление торговли по прямому к российскому рублю курсу национальных валют с учетом паритета покупательной способности.

Выводы и рекомендации

Изучение теоретических аспектов реализации монетарной и курсовой политик в условиях формирования интеграционных объединений позволило в обобщенном виде выделить ряд постулатов, которые должны определять основные принципы разработки денежно-кредитной политики и выбора валютного курса. При этом эффективность действия механизмов макроэкономического регулирования зависит от ряда предпосылок, соблюдение которых является обязательным условием успешной экономической интеграции. В первую очередь, речь идет о схожести показателей социально-экономического развития. Разность уровня жизни населения интегрируемых стран уже является препятствием на пути равномерного развития и, соответственно, равномерного распределения выгод интеграции. Разность природы шоков также является серьезным препятствующим фактором, поскольку требует различных ответных регулятивных механизмов. Именно поэтому фундаментальной основой любой экономической интеграции является высокая степень синхронизации экономических циклов. Конвергенция макроэкономических показателей, тем не менее, не может существовать отдельно от институционального развития. Создание единого экономического пространства требует близких по уровню институционального развития, в первую очередь, эффективно действующих основных институтов рыночной экономики. Конвергенция является обязательным условием не только для реального сектора, но и для финансового. Предполагаемый в рамках экономического союза принцип четырех свобод, включающий в себя также свободу движения капитала, требует высокой степени интеграции финансовых рынков.

Однако экономический союз предполагает, прежде всего, наличие интенсивных взаимных потоков внешнеторгового оборота внутри интеграционного объединения. Ключевым фактором, способствующим интенсификации торговли, является валютный курс, и именно он является осевым составляющим экономической интеграции. В целом, помимо необходимости достижения максимальной конвергенции показателей социально-экономического развития, вопрос эффективности интеграции сводится к вопросу поиска

оптимального варианта валютного регулирования. Наиболее известным ответом на этот вопрос является теория оптимальных валютных зон Р. Манделла, которая, однако, не работает в экономиках, не удовлетворяющих полностью всем критериям конвергенции. Примером тому становится зона евро. Анализ динамики макроэкономических показателей стран ЕАЭС показывает, что даже в среднесрочной перспективе говорить о валютной интеграции не представляется возможным. Несмотря на все документально зафиксированные шаги, направленные на максимально возможное сближение макроэкономических показателей, существует ряд серьезных различий, откладывающих конвергенцию на более долгий срок. По состоянию на 2015 г. было заявлено о намерении перейти к единому режиму денежно-кредитной политики – таргетированию инфляции, однако реализовано это намерение не во всех странах ЕАЭС. Вместе с тем, проведенный анализ показал, что переход к политике целеполагания инфляции также заведомо обречен на провал, исходя из специфики этого режима монетарной политики. Инфляционное таргетирование предполагает обязательное соблюдение ряда условий – наличия развитого финансового сектора, эффективного функционирования процентного канала трансмиссионного механизма, свободно плавающего валютного курса и некоторых других предпосылок. Уже на этом этапе возникает противоречие. Результаты исследования показывают, что в большинстве стран ЕАЭС наиболее эффективным является валютный канал, а процентный канал выражен достаточно слабо. Вторая проблема заключается в выборе политики регулирования валютного курса. Фиксированный валютный курс в условиях различной реакции на одни и те же внутренние и внешние шоки является неэффективным решением. В то же время плавающий валютный курс также не является лучшим решением для стран ЕАЭС: в условиях низкой степени диверсификации и экспортного потенциала снижение курса национальной валюты не может привести к существенному увеличению экспорта. В то же время это не отразится значительно на снижении объемов импорта, поскольку импорт в страны ЕАЭС по своей структуре неэластичен.

Все выводы, полученные в результате исследования, касаются Армении в большей степени, чем всех остальных. Имея географические ограничения с точки зрения экспорта, в

условиях, когда импорт в три раза превышает объемы экспорта, Армения более заинтересована в максимизации выгод от вступления в интеграционное объединение. Однако объемы внешней торговли РА со странами ЕАЭС очень малы, со всеми, за исключением России. Учитывая статистику внешней торговли и структуру экспортно-импортных операций с Россией, можно прийти к выводу, что по некоторым отраслям (например, газоснабжение), целесообразнее осуществлять торговлю в рублях – во избежание валютных рисков, угрожающих благосостоянию малообеспеченных слоев населения в первую очередь. Вместе с тем, статистика свидетельствует о том, что большая часть товарооборота как Армении осуществляется со странами вне ЕАЭС, таким образом, зависимость от иностранной валюты неизбежна. Особо усугубляется эта зависимость фактом высокого уровня долларизации в стране.

В целом, к наиболее важным *результатам* диссертационного исследования относятся следующие:

- изучены и обобщены теоретические и эмпирические исследования, посвященные рассмотрению предпосылок и последствий экономической интеграции, синхронизации деловых циклов в контексте интеграции, места и роли валютного курса и валютного регулирования во внешней торговле в условиях интеграции; на их основе выделены возможные варианты гармонизации валютной политики в странах – членах интеграционного объединения.
- изучен опыт Европейского экономического и валютного союза с точки зрения реализации валютной политики в условиях интеграции, проанализированы предпосылки, этапы и последствия европейской экономической и валютной интеграции;
- выделены и обобщены принципиальные особенности и специфика интеграционных процессов в странах ЕАЭС;
- выделены общие тенденции в развитии валютного регулирования стран ЕАЭС, а также особенности и различия валютных политик стран союза;
- на основе анализа макроэкономических показателей исследованы предпосылки интеграции в ЕАЭС и обоснован вывод о том, что для обеспечения благоприятного

эффекта от интеграции необходима гармонизация валютного регулирования в странах ЕАЭС;

- исследованы и оценены предпосылки и итоги имплементации режима таргетирования инфляции и регулирования валютного курса в рамках монетарной политики Армении, определены первоочередные мероприятия в рамках валютного регулирования в Армении, необходимые для повышения выгод страны от участия в интеграционном объединении;
- на основе расчета условия Маршалла-Лернера для экономики Армении определена чувствительность показателей внешней торговли к колебаниям валютного курса;
- проведена оценка степени синхронизации экономики Армении с экономикой России, в результате чего доказана возможность улучшения состояния торгового баланса в Армении при условии дерегулирования валютного курса за счет его автоматической корректировки в соответствии с колебаниями валютного курса РФ при трансмиссии бизнес-циклов РФ и РА;
- обоснована нецелесообразность создания валютного союза в рамках ЕАЭС на основе оценки степени конвергенции макроэкономических показателей (в частности, паритета покупательной способности, номинального валютного курса, ИПЦ, M2X);
- разработаны два различных подхода (с учетом расчетов в рублях и в национальных денежных единицах) к осуществлению взаиморасчетов по внешнеторговым операциям между странами ЕАЭС, оценена их целесообразность как определенной степени в процессе гармонизации валютных политик стран ЕАЭС.

Исходя из вышеизложенного, можно сделать следующие выводы:

- Политика инфляционного таргетирования в Армении не имеет надлежащих предпосылок для ее реализации;
- Политика имплементации переходного режима валютного курса с возможностью корректировки показала свою несостоятельность в условиях девальвации национальных валют всех стран ЕАЭС;
- Оценка степени синхронизации бизнес-циклов между РА и РФ показала наличие тесной связи колебаний ВВП РА и флуктуаций экономического цикла в РФ;

- Итоги расчетов условия Маршалла–Лернера для Армении свидетельствуют в пользу возможности улучшения состояния торгового баланса за счет девальвации национальной валюты.
- Анализ возможных сценариев валютной интеграции в рамках ЕАЭС свидетельствует в пользу относительной эффективности двух из них: осуществления взаимной торговли по прямому курсу к российскому рублю, рассчитанному с учетом ППС, либо осуществления экспортно-импортных операций в национальных валютах.

На основе выводов проведенного исследования нами были предложены следующие рекомендации:

- Отказ от декларирования политики инфляционного таргетирования в виду неэффективности механизмов ее реализации;
- Дерегулирование валютного курса, позволяющее соотношению доллар/драм автоматически корректироваться в соответствии с флуктуациями валютного курса в РФ посредством механизмов трансмиссии бизнес-циклов РФ в РА;
- В долгосрочном периоде с целью повышения эффективности интеграционного объединения переход на осуществление взаиморасчетов либо в национальных валютах, либо по прямому курсу относительно российского рубля, рассчитанному с учетом ППС.

Вместе с тем, эффективность предложенных рекомендаций зависит от комплексности предпринимаемых мер. Как уже было отмечено, полноценно воспользоваться выгодами текущих тенденций экономического развития стран ЕАЭС Армения сможет в случае ужесточения антимонопольного регулирования, усиления экспортного потенциала и адресной политики поддержания социально необеспеченных слоев населения.

Список использованной литературы

I. Законы, законодательные и нормативные акты

1. Non-life insurance: third Directive. EUR-LEX: Access to European LAW. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/?uri=uriserv:l24028b>
2. Договор о Евразийском экономическом союзе. Правовой портал ЕАЭС, https://docs.eaeunion.org/docs/ru-ru/0003610/itia_05062014
3. Порядок согласования интервальных количественных значений внешних параметров прогнозов, используемых для подготовки официальных прогнозов социально – экономического развития государств – членов Евразийского экономического союза, Решение Коллегии Евразийской экономической комиссии от 11 декабря 2012 г. № 269, https://docs.eaeunion.org/pd/ru-ru/0121297/pd_05092016_att.pdf
4. Федеральный закон Российской Федерации № 349-ФЗ «О федеральном бюджете на 2014 год и на плановый период 2015 и 2016 годов» от 02.12.2013г., <http://kremlin.ru/acts/bank/38042>
5. Федеральный закон Российской Федерации № 384-ФЗ «О федеральном бюджете на 2015 год и на плановый период 2016 и 2017 годов» от 01.12.2014г., <http://kremlin.ru/acts/bank/39268>

II. Статистические и информационные источники

6. Central Bank of Armenia: Banking Regulations. Legal Documents, <https://www.cba.am/en/sitepages/regbanks.aspx>
7. Central Bank of Armenia: External Sector Statistics, <https://www.cba.am/en/sitepages/statexternalsector.aspx>.

8. Central Bank of the Russian Federation. Directions of monetary policy for 2015 and time period of 2016-2017, 2014 – p. 3-49.
9. Eurasian Economic Commission. External and Bilateral Trade/Statistics, 2015, http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/tradestat/tables/intra/Pages/2015/08.aspx
10. International Monetary Fund. Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy. Issues Briefs/International Monetary Fund Staff, 2000, <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/062600.htm#IV>.
11. International Monetary Fund. IMF responses to questions about the exchange rate adjustment, 2009 – p. 1-4, <https://www.imf.org/external/country/ARM/rr/2009/030309.pdf>.
12. International Monetary Fund. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2014 – p. 1-98.
13. Nesterenko T. Minister of Finance revised the Federal Budget for 2015. *Interfax*, 2015, <http://www.interfax.ru/business/426853>.
14. Russian Federation Federal State Statistics Service. Consolidated Budget of the Russian Federation and Budgets of State Non-budget Funds in 2014, 2015, http://www.gks.ru/free_doc/new_site/finans/fin21.htm
15. “The Monetary Policy of the ECB”. European Central Bank, 2004. – 126 p., <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf>
16. “The Monetary Policy of the ECB”. European Central Bank, 2011. – 159 p., <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>
17. The State Duma of the Russian Federation. Federal Law on the Federal Budget for 2014 and the 2015 – 2016 Budget Plan. *Official Internet Resources of the President of Russia*. N349 FL, <http://en.kremlin.ru/events/president/news/19737>.
18. «Денежно-кредитная политика государств – членов ЕАЭС: текущее состояние и перспективы координации». — М.: ЕЭК, СПб.: ЦИИ ЕАБР, 2017. – 148с., http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_makroec_pol/investigations/Documents/EEC_Monetary_Policy_RUS.PDF

19. «Интеграционный барометр ЕАБР – 2016 (Пятая волна изменений)», Центр интеграционных исследований ЕАБР, доклад №40, 2016 – 106 с., http://www.eabr.org/general/upload/EDB_Centre_2016_Report_40_1_EDB_Integration_Barometer_RUS.pdf
20. «Интернационализация рубля: перспективы и риски, а также роль российского рубля во внешнеэкономических отношениях». Аналитическая записка. Банк России. Июль 2017 г. <https://www.cbr.ru/Content/Document/File/16745/01.pdf>
21. «Казахстан: Замедление роста экономики на фоне увеличения внешнего давления». Всемирный банк. Полугодовой доклад об экономике (осень 2014 г.), <http://www.worldbank.org/ru/country/kazakhstan/publication/kazakhstan-growth-slows-as-external-pressures-rise>
22. «Кыргызская Республика: Стратегическая оценка экономики. Продвижение инклюзивного роста». Азиатский банк развития, 2014 – 147с., <http://www.adb.org/sites/default/files/publication/154075/kyrgyz-republic-strategic-assessment-economy-ru.pdf>
23. «Кыргызстан: экономический рост, занятость и сокращение бедности». Международная организация труда, 2008 – 79 с., http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---europe/---ro-geneva/---sro-moscow/documents/publication/wcms_306630.pdf
24. «О направлениях единой денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов». Доклад ЦБ РФ, http://cbr.ru/publ/ondkp/on_2015%282016-2017%29.pdf
25. «Об итогах взаимной торговли товарами Евразийского экономического союза». Аналитический обзор от 28 февраля 2017 г. Евразийская экономическая комиссия. http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/tradestat/analytics/Documents/Analytics_I_201612.pdf
26. «Об итогах внешней торговли товарами Евразийского экономического союза. Январь – февраль 2016 года». Аналитический обзор, Евразийская экономическая комиссия, 2016 – 9 с.

27. «Об итогах внешней торговли товарами Евразийского экономического союза. Январь – декабрь 2015 года». Аналитический обзор, Евразийская экономическая комиссия, http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/tradestat/analytics/Documents/Analytics_E_201512.pdf
28. «Республика Беларусь. Экономический обзор». Всемирный банк, 2016, <http://pubdocs.worldbank.org/en/775841461815774862/Belarus-economic-update-spring-2016-ru.pdf>
29. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. International Monetary Fund, 2014 – 98 p., <http://www.imf.org/external/pubs/nft/2014/areaers/ar2014.pdf>
30. Giragosian R. Armenia and the Eurasian Economic Union: view from Yerevan.08.01.2015. European Council on foreign relations, http://www.ecfr.eu/article/commentary_armenia_and_the_eurasian_economic_union_the_view_from_yerevan387.
31. Introducing the Euro: convergence criteria. EUR-LEX: Access to European LAW, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=URISERV:l25014>
32. Migration and Remittances Factbook. World Bank, Third Edition, 2016 <http://siteresources.worldbank.org/INTPROSPECTS/Resources/334934-1199807908806/4549025-1450455807487/Factbookpart1.pdf>
33. Stability and Growth Pact. European Commission, Economic and Financial Affairs, http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_en.htm
34. Армения и Таможенный союз: оценка экономического эффекта интеграции. Евразийский банк развития, доклад №20, 2013 – 48 с., http://www.soyuzinfo.am/upload/pdf/doklad_20_ru_preview.pdf
35. Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ. Евразийский банк развития, Доклад №39, 2016 – 68 с., http://www.eabr.org/general/upload/reports/EDB_Centre_2016_Report_39_MIM_CIS_RU_S.pdf

36. Основные направления денежно-кредитной политики на среднесрочный период. Центральный банк Кыргызской Республики. Декабрь, 2014 – 5 с., <http://www.nbkr.kg/DOC/18062015/000000000036108.pdf>
37. Официальный веб-сайт Европейского Союза, http://europa.eu/european-union/about-eu/money/euro_en.
38. Силуанов А. министр финансов РФ. Бюджетное правило для бюджета РФ на 2016-2018гг. менять не надо // Пресс-центр Министерства финансов РФ, 20 мая 2015 г., http://www.minfin.ru/ru/press-center/?id_4=33176&mode_4=default
39. Сулейманов Т. Интеграция – новые возможности и пути выхода из кризиса. Выступление на Международном экономическом форуме 16.03.2015, Евразийская экономическая комиссия, <http://www.eurasiancommission.org/ru/nae/news/Pages/19-03-2015-5.aspx>
40. Улюкаев А., министр экономического развития РФ // Информационное агентство «Интерфакс», 3 марта 2015 г., <http://www.interfax.ru/russia/427524>
41. Финансовая архитектура посткризисного мира: эффективность и/или справедливость. Институт посткризисного мира, апрель-май, 2009, http://www.postcrisisworld.org/files/book_small_all.pdf

III. Научные статьи и книги

42. Aarle B., Kappler M., Sachs A., Seymen A., Weyerstrass K. Study on economic integration and business cycle synchronization. Project for the EU Commission Bureau of European Policy Advisers BEPA-01/2007-PO, 2008 – p. 19
43. Aarle B., Kappler M., Sachs A., Seymen A., Weyerstrass K. Study on economic integration and business cycle synchronization, Project for the EU Commission Bureau of European Policy Advisers BEPA-01/2007-PO, 2008.
44. Arora V., Jeanne O. Economic Integration and The Exchange Rate Regime: Some Lessons from Canada, 2001.

45. **Asgeirsson H.** Integration of European securities markets. Central Bank of Island. Monetary Bulletin, 2004 – p. 52, http://www.sedlabanki.is/uploads/files/MB042_5.pdf
46. **Auboin M., Ruta M.** The relationship between exchange rates and international trade: a review of economic literature. WTO Staff Working Paper ERSD-2011-17, 2011 – p. 1-19
47. **Beckmann R., Eppendorfer C., Neimke M.** Financial integration within the European Union: Towards a single market for insurance. European Credit Research Institute, 2002 – p. 4, <http://www.ecri.eu/new/system/files/21+insurance.pdf>
48. **Bencik M.** Business cycle synchronisation between the V4 countries and the euro area. Národná banka Slovenska, WP 1/2011, ISSN 1337-5830 – p. 4, https://www.nbs.sk/img/Documents/PUBLIK/wp_1-2011_e.pdf
49. **Bencik M.** Business cycle synchronisation between the V4 countries and the euro area. Národná banka Slovenska, WP 1/2011, ISSN 1337-5830 – p.14, https://www.nbs.sk/img/Documents/PUBLIK/wp_1-2011_e.pdf
50. **Bernanke B. S.** Monetary Policy in a World of Mobile Capital – p. 2, <http://www.cato.org/pubs/journal/cj25n1/cj25n1-1.pdf>
51. **Bird G.** Is Dollarisation a Viable Option for Latin America? World Economics, Economic & Financial Publishing, 1 Ivory Square, Plantation Wharf, London, United Kingdom, SW11 3UE, vol. 2(1), 2001 – p. 137-147
52. **Brash D.** Central bankers' speeches, BIS Review 42/2000, 2000 – p. 1-7.
53. **Buch C.M., Heinrich R.P.** Financial integration in Europe and Banking sector performance. Kiel Institute of World Economics. 2002. – p. 3 (30 p.) <http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/div/buch.pdf>
54. **Calderon C., Chong A., Stein E.** Trade Intensity and Business Cycle Synchronization: Are Developing Countries any Different? Journal of International Economics, vol. 71, №1, 2007 – p. 2-21.
55. **Callebero R. J.** Macroeconomic Volatility in Latin America: A Conceptual Framework and Three Case Studies. *Economia*, vol. 1, № 1, 2000 – p. 31-88.
56. **Caporale C. M., Gil-Alana L. A., Mudida R.** Testing the Marshall – Lerner Condition in Kenya. DIW Berlin Discussion Papers, 1247, 2012 – p. 1-24.

57. **Carretta A.** Integration of the European securities markets and links among stock exchanges: a cross-listing, cross-membership and cross-trading analysis, 2006
58. **Cheng K., Duval R.** Does Growing Regional Integration Make Asian Economies Move More in Sync, https://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2014/apd/eng/c3_0414.pdf
59. **Cuevas A., Messmacher M., Werner A.** Macroeconomic Synchronization between Mexico and its NAFTA Partners, Worldbank, 2002. http://web.worldbank.org/archive/website00955A/WEB/PDF/WERNER_M.PDF
60. **Delivorias A.** A history of European monetary integration. European Parliamentary Research Service, 2015, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/551325/EPRS_BRI\(2015\)551325_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/551325/EPRS_BRI(2015)551325_EN.pdf)
61. **Duttgupta R., Gilda F., Karacadag C.** From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Toward Exchange Rate Flexibility. IMF Working paper, 4 (126), 2004 – p. 2-38.
62. **Dornbusch R., Frederik L. C., Helmers H.** The Open Economy: Tools for Policymakers in Developing Countries. Oxford University Press, 1991.
63. **Eita J.** Estimation of the Marshall-Lerner Condition for Namibia. International Business and Economic Research Journal, 12(5), 2013 – p. 511-517.
64. **Eichengreen B., Hausmann R.** Exchange Rates and Financial Fragility. National Bureau of Economic Research Working Paper № 7418, 1999 – p. 1-74.
65. **Eskaith H.** Regional Integration and macroeconomic coordination in Latin America/ Cepal Review 82, 2004 – pp. 55-73, http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/11010/82055073I_en.pdf?sequence=1
66. **Feldstein M.** Optimal Currency Areas. National Bureau of Economic Research – p. 1, <http://www.nber.org/feldstein/Optimal%20Currency%20Areas.pdf>
67. **Feldstein M.** The Euro's Fundamental Flaws. The International Economy, 2010 – p. 11-12
68. **Fischer S.** Devaluation and Inflation//The Open Economy: Tools for Policymakers in Developing Countries. Edited by Dornbusch R., Helmers F.L. The World Bank. Washington, 1995 – p.117-118

69. **Frankel J.** A proposed Monetary Regime for Small-Commodity Exporters: Peg the Exports Price. *International Finance* (Blackwill Publishers), 2003 – p. 2-45.
70. **Frankel J. A., Rose A. K.** The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, *Economic Journal*, vol. 108, № 449, 1998 – p. 1009-1025
71. **Ghymers C.** La problemática de la coordinación de políticas económicas. *Macroeconomía del desarrollo series*, №10, LC/L.1674-P, Santiago, Chile, ECLAC, December 2001. United Nations publication, Sales No. S.01.II.G.209.
72. **Giragosian R.** Armenia and the Eurasian Economic Union: The view from Yerevan. European council on foreign relations,
73. **Govil R.** Monetary policy frameworks and strategies. IMF, Singapore, 2014 – p. 44-45, <https://www.imf.org/external/region/tlm/rr/pdf/Nov1.pdf>
74. **Gruson M., Nikowitz W.** The second banking directive of the EEC and its importance for non-EEC banks. *Fordham International Law Journal*, Vol. 12, Issue 3, 2008 – 39 p., <https://pdfs.semanticscholar.org/6a34/faceacfc49743d32cc2c8065471d9edd8e81.pdf>
75. **Hett F., Szkola S.** The Eurasian Economic Union: Analyses and Perspectives from Belarus, Kazakhstan and Russia. Friedrich Ebert Stiftung Foundation, 2015, <http://library.fes.de/pdf-files/id-moe/11181.pdf>
76. **Hildebrandt A., Moder I.** Business cycle synchronization between the Western Balkans and the European Union. *Focus on European Economic Integration*, 2015, issue 3 – p. 8-25
77. **Hirata H., Kose M. A., Otrók C.** Regionalization vs. Globalization. IMF Working paper, 2013, WP/13/19., https://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/multi_country_modelling/20130607_Regionalization_vs_globalization.pdf?e7af59b7287542a4b261dc4ec3f829f3
78. **Kouba L., Mádr M., Nerudová D., Rozmahel P.** Policy autonomy, coordination or harmonization in the persistently heterogeneous European Union? / WWWFOR EUROPE, WP №95, http://www.wifo.ac.at/jart/prj3/wifo/resources/person_dokument/person_dokument.jart?publikationsid=58136&mime_type=application/pdf

79. **Kumar V.** Real Effects of Exchange Risk on International Trade. Federal Reserve Bank of Atlanta. Working Paper 92-5, Federal Reserve Bank of Atlanta, 1992.
80. **Laureti L.** Purchasing Power Parity and Integration: Empirical Evidence in the Mediterranean Countries, *Journal of Policy Modeling*, 23, 2001 – p. 731-751.
81. **Lee Ch.** Purchasing power parity and free trade area. MPRA Paper № 40431, 2010 – p. 2, https://mpra.ub.uni-muenchen.de/40431/1/MPRA_paper_40431.pdf
82. **Lopez C., Pappell D.** Convergence to Purchasing Power Parity at the Commencement of the Euro. University of Houston, University of Cincinnati, 2004 – p. 10, <http://www.uh.edu/~dpapell/Euro.pdf>
83. **Maruping M.** Challenges for Regional Integration in Sub-Saharan Africa: Macroeconomic Convergence and Monetary Coordination. From Africa in the World Economy. The National Regional and International Challenges. The Hague, Fondad, 2005, <http://economics.ryerson.ca/michelis/michelis-apf.pdf>
84. **Mongelli F.P.** European economic and monetary integration and the optimum currency area theory. European Commission, Economic papers № 302, 2008 – p. 2 (58 p.)
85. **Moniroth A.P.** Economic Integration in East Asia: Cambodia's Experience – p. 17, http://siteresources.worldbank.org/INTEASTASIAPACIFIC/Resources/226262-1158262834989/EA_Visions_2.pdf
86. **Nicita A.** Exchange Rates, International Trade and Trade Policies. *United Nations Conference on Trade and Development/Policy Issues in International Trade and Commodities Study Series*, 56, 2013 – p. 1-22.
87. **Obstfeld M., Rogoff K.** The Mirage of Fixed Exchange Rates, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, № 4, 1995 – p. 73-96.
88. **Pettifor A.** The Euro, Like The Gold Standard, Is Doomed To Fail. Social Europe, 2005 <https://www.socialeurope.eu/2015/07/the-euro-like-the-gold-standard-is-doomed-to-fail/>
89. **Pettifor A.** Why the euro is the gold standard writ large – and like the gold standard, will fail. Prime, 30.07.2015 – 18p., <https://static1.squarespace.com/static/541ff5f5e4b02b7c37f31ed6/t/55ba08e6e4b0c6602ddd7f9d/1438255334668/Why+the+euro+is+the+gold+standard+writ+large.pdf>

90. **Rogoff K.** The Purchasing Power Parity Puzzle. Journal of Economic Literature, Vol. 34, 1996 – p. 647-668, <http://www.yorku.ca/yildirim/ADMS4542/PPPPuzzle.pdf>
91. **Rose A.** One money one market. Economic policy, 15-30, 2000 – p.7-46
92. **Sandoyan E., Voskanyan M., Mnatsakanyan L., Barseghyan M.** Theory of Communicating Vessels: The Problem of Currency Regulation Transition Studies Review. Publisher ISSN online 1614-4015 / ISSN print 1614-4007 DOI: <http://dx.doi.org/10.14665/1614-4007-21-1-007> Issue: Volume 21 №1.
93. **Soto J.H.** An Austrian Defense of the Euro/Mises daily articles, 07/2015//Mises Institute, <https://mises.org/library/austrian-defense-euro>
94. **Shatz H., Tarr D.** Exchange Rate Overvaluation and Trade Protection: Lessons from Experience. World Bank Policy and Research Working Paper № 2289, 2000 – p. 1-27
95. **Stockman A. C.** Choosing an Exchange rate system. Journal of Banking and Finance, 23, 1999 – p. 1483-1498.
96. The East African Community After Ten Years Deepening Integration//Edited by **Hamid R. Davoodi.** Chapter 3 – p. 15, <https://www.imf.org/external/np/afr/2012/121712.pdf>
97. The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks (Edition 2011), http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/escb_web_2011en.pdf?1695f7853625b84caa9b7dff3bc5b03a
98. **Weber A. A., Beck G.** Economic Integration and the Exchange Rate Regime: How Damaging are Currency Crises? 2001 – p. 2-18, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/2001/00-00/pdf/awgb.pdf>
99. **Williamson J.** Exchange Rate Regime for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option, Institute For International Economics, Policy Analyses in International Economics, № 60, September 2000.
100. **Василега В.Г.** Инфляция в Беларуси: причины и условия современных трендов. Белорусский экономический журнал, № 2, 2015 – с. 101-102, <http://bem.bseu.by/rus/archive/2.15/BEJ-2-2015-vasilega.pdf>

101. **Винокуров Е.** О перспективах создания валютного союза ЕАЭС. Пресс-центр Евразийского банка развития, 12 мая 2015, http://www.eabr.org/r/press_center/expert_comment/?id_4=48745
102. **Восканян М. А.** Валютное регулирование в Армении в рамках инфляционного таргетирования: миф и реальность. XIX Кондратьевские чтения «Модернизация Российской экономики: уроки прошлого, шансы и риски», тезисы участников Чтений, Международный фонд Н. Д. Кондратьева – с. 69-71 (316 с.);
103. **Восканян М. А.** Валютное регулирование и борьба с долларизацией: опыт Армении. Интеграция науки, образования и производства – стратегия развития инновационной экономики. Материалы I Международной научно-практической конференции (Екатеринбург, 25 – 26 января 2011 г), Екатеринбург: УрГЭУ, 2011– с. 48-52 (201 с.);
104. **Восканян М. А.** Механизмы борьбы с долларизацией: мировой опыт и Армения. Сборник научных статей Пятой Годичной научной конференции (6-10 декабря 2010 г.), часть 1, Ереван: РАУ, 2011 – с. 158-165(298 с.)
105. **Восканян М. А.** Некоторые аспекты политики таргетирования инфляции: международный опыт и монетарная политика Армении. Ежемесячный научно-практический журнал «Деньги и кредит», 9/2011, Москва, 2011 – с. 57-59
106. **Восканян М. А.** О необходимости гармонизации подходов к валютному регулированию в странах ЕАЭС. Институциональный механизм преодоления рецессии. Коллективная монография по материалам XIII Международной научно-практической интернет-конференции 11–20 сентября 2015 г., Ростов-на-Дону: Содействие – XXI век, 2015 – с.191-200 (262 с.),
107. **Восканян М. А.** Перспективы вступления Армении в Евразийский таможенный союз: за и против. Журнал Евразийская экономическая интеграция, ЕЭИ, № 2 (23), 2014 – с. 20-35; и др.
108. **Восканян М. А.** Проблемы и перспективы валютной интеграции в рамках ЕвРазЭс. Формирование евразийского социально-экономического и информационно-коммуникативного пространства: успехи, проблемы, перспективы: сборник научных

- статей (из материалов Международной научно-практической конференции в рамках Евразийского научного форума «Интеграционные процессы на евразийском пространстве: успехи, проблемы, перспективы», Санкт-Петербург: МИЭП, 2013. – с. 28-34 (201 с.);
109. **Восканян М. А.** Таргетирование инфляции как оптимальный режим денежно-кредитной политики: опыт Армении. Научно-аналитический журнал «Управленец», №11-12(27-28), УрГЭУ, 2011 – с. 12-19 (80 с.)
110. **Дробышевский С.М., Полевой Д.И.** Финансовые аспекты валютной интеграции на территории СНГ – М.: ИЭПП, 2007. – 152 с. : ил. – (Научные труды/ Ин-т экономики переход. периода; № 109Р). – ISBN 978-5-93255-225-4, 2007 - с. 130-134.
111. **Зундэ В., Бабанов А.** Интеграционный вектор мировой экономики: детерминанты развития, региональные позиции, российское участие //Мировая экономика и международные экономические отношения. Экономические науки. № 9(106), 2013. – с. 112
112. **Карачадаг Ч., Дуттагупта Р., Фернандес Г., Ишии Ш.** От фиксированного курса к плавающему: нет причин для опасений / Финансы и развитие, 2004 – с. 20 – 23, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/rus/2004/12/pdf/karacada.pdf>
113. **Лэттер Т.** Выбор режима валютного курса/Банк Англии. – 37 с., http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb02_ru.pdf
114. **Максимчук А.** Валютное регулирование в Республике Беларусь в условиях конвергенции стран Евразийского экономического союза. Банковский Вестник, Национальный банк Беларуси, 2014 – с. 22-30;
115. **Маргарян Л. А.** О некоторых задачах валютно-финансовой конвергенции стран ЕАЭС. Финансы и экономика, № 7-8 (179-180), 2015 – с.15-16
116. **Маргарян Л. А.** Единая валюта: проблемы и противоречия на примере стран ЕС. Десятая Годичная научная конференция (30 ноября – 4 декабря 2015 г.). Сборник научных статей: Социально-гуманитарные науки. Часть III, Ер.: РАУ, 2016 – с.98-103

117. **Маргарян Л.А.** Валютное регулирование в странах ЕАЭС: оценка возможных сценариев. Журнал Финансы и Экономика № 11-12 (207-208), Е.: 2017 – с. 81-83
118. **Маргарян Л.А., Аветисян А.Г.** О возможности имплементации политики инфляционного таргетирования в странах ЕАЭС. Журнал Финансы и Экономика № 9-10 (205-206), Е.: 2017 – с. 78-81
119. **Маргарян Л.А.** Конвергенция макроэкономических показателей стран ЕАЭС в рамках возможности создания валютного союза. Квартальный Журнал АЛЬТЕРНАТИВА, январь-март, № 1, Е.: Альтернатива, 2018 – с. 65-69
120. **Мишина В.** Предпосылки валютной интеграции и роль операций с рублем в странах СНГ. ММВБ, Анализ и тенденции №12(72), 2009 – с. 13-18, <http://www.micex.ru/file/bursereview/article/90915/13-18.pdf>
121. **Нестеренко Т.**, зам. министра экономического развития РФ// Информационное агентство «Интерфакс», 3 марта 2015 г, <http://www.interfax.ru/business/426853>
122. **Нетреба П., Коптюбенко Д.** // РБК, 1 мая 2015 г., <http://top.rbc.ru/economics/19/05/2015/555b35ad9a79474cc96ae5e5>
123. **Петров М.Е., Плисецкий Д.Е.** Возможности и перспективы интеграции стран СНГ в финансовой сфере. Финансы и кредит, №8(840), 2011.
124. **Сандоян Э. М.** Проблемы денежно-кредитного регулирования в Республике Армения в условиях евразийской экономической интеграции. Сборник тезисов докладов международной научной конференции «Воспроизводство России в XXI веке: диалектика регулируемого развития к 80-летию выхода в свет книги Дж. М. Кейнса «Общая теория занятости, процента и денег», Москва, 3-4 марта 2016 – с. 592-597;
125. **Сандоян Э. М.** Проблемы и тенденции валютной ликвидности на финансовом рынке Армении в контексте развития армяно-российских торгово-экономических отношений. Девятая Годичная научная конференция (3-9 декабря 2014 г.). Сборник научных статей: Социально-гуманитарные науки, часть 2, Ереван: РАУ, 2015;
126. **Сандоян Э.М.** Проблемы денежно-кредитного регулирования в Республике Армения в условиях евразийской экономической интеграции. Сборник тезисов докладов международной научной конференции «Воспроизводство России в XXI веке:

- диалектика регулируемого развития к 80-летию выхода в свет книги Дж.М.Кейнса «Общая теория занятости, процента и денег», Москва, 3-4 марта 2016 – с. 592-597;
127. **Тарр Д., Ховард Дж.** Завышение обменного курса национальной валюты и торговый протекционизм: Уроки опыта. Исследовательская база Всемирного банка, <http://siteresources.worldbank.org/INTRANETTRADE/Resources/ShatzandTarr1.pdf>
128. **Усоскин В.М.** Новая система банковского надзора в Европейском союзе. Деньги и кредит, 2015 – с. 23, http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/usoskin_03_15.pdf
129. **Холопов А. В.** Валютный курс как инструмент макроэкономического регулирования. http://www.mgimo.ru/files2/2014_01/up93/file_649817d50ff689fee9e702fb7d24c40d.pdf
130. Դրամավարկային և հարկաբյուրեցողային քաղաքականությունները ՀՀ-ում // ՀՀ ԿՔ աշխատանքային փաստաթուղթ, 2002 թ.

Приложения

Приложение А

Объемы экспортных поставок Республики Армения в страны ЕАЭС и РФ по некоторым товарным группам			
Сокращенное наименование товара, страны	Стоимость, долл. США	Объемы 2015 г. в % к 2014 г.	
		по количеству	по стоимости
ВСЕГО в страны ЕАЭС	256 240 046		79,1
РОССИЯ	244 892 851		79,6
из них:			
Живые животные прочие	5 037	5,2	63,3
РОССИЯ	5 037	6,3	68,2
Живая рыба	221 115	79,5	41,4
РОССИЯ	221 115	79,5	41,4
Рыба свежая или охлажденная	9 918 106	76,6	60,2
РОССИЯ	9 917 450	76,6	60,2
Филе рыбное и прочее мясо рыбы (включая фарш)	10 568	54,5	49,7
РОССИЯ	10 568	54,5	49,7
Рыба сушеная, соленая, копченая, переработанная другим способом	105 943	173,6	153,6
РОССИЯ	101 539	171,3	147,2
Ракообразные	3 022 657	84,4	25,8
РОССИЯ	3 015 737	84,5	25,9
Молоко и сливки несгущенные	506	-	-
РОССИЯ	506	-	-
Молоко и сливки сгущенные и сухие	109 573	3,8	3,7
РОССИЯ	109 573	3,8	3,7
Пахта, йогурт, кефир	876	-	-
РОССИЯ	876	-	-
Масло сливочное	81 897	29,6	15,0
РОССИЯ	81 897	29,6	15,0
Сыры и творог	23 220 950	в 5,9 р.	в 4,8 р.
РОССИЯ	23 220 950	в 5,9 р.	в 4,8 р.
Мед натуральный	94	19,4	0,7
РОССИЯ	94	19,4	0,7
Срезанные цветы и бутоны	2 475 587		183,4
РОССИЯ	894	4,1	1,9
Картофель	353 429	33,1	21,0
РОССИЯ	353 429	33,1	21,0
Томаты	1 519 673	в 8,6 р.	в 7,9 р.
РОССИЯ	1 519 673	в 8,6 р.	в 7,9 р.
Лук репчатый, чеснок	7 563	35,4	28,4
РОССИЯ	7 563	35,4	28,4

Капуста	4 393 252	в 3,8 р.	в 2,7 р.
РОССИЯ	4 393 252	в 3,8 р.	в 2,7 р.
Салат-латук	64 358	-	-
ПРИЛОЖЕНИЕ А (продолжение)			
РОССИЯ	64 358	-	-
Морковь, свекла столовая и аналогичные съедобные корнеплоды	1 888 897	х	х
РОССИЯ	1 888 897	х	х
Овощи бобовые	16 990	54,1	43,5
РОССИЯ	16 990	54,1	43,5
Овощи прочие	230 887	31,8	13,5
РОССИЯ	230 887	31,8	13,5
Овощи замороженные	92 184	в 5,4 р.	в 7,9 р.
РОССИЯ	92 184	в 5,4 р.	в 7,9 р.
Овощи сушеные	21 576	51,6	40,2
РОССИЯ	21 576	51,6	40,2
Овощи бобовые сушеные	357	15,9	67,2
РОССИЯ	357	15,9	67,2
Орехи прочие	13 679	в 2,4 р.	117,5
РОССИЯ	1 067	130,5	9,2
Финики, инжир, ананасы, авокадо, гуайява, манго свежие или сушеные	317	22,8	3,3
РОССИЯ	205	15,1	2,1
Виноград, свежий или сушеный	1 581 131	87,3	28,3
РОССИЯ	1 577 924	87,5	28,3
Яблоки, груши и айва, свежие	2 995 455	137,5	88,4
РОССИЯ	2 995 455	137,5	88,4
Абрикосы, вишня, черешня, персики, сливы и терн, свежие	7 440 840	в 3,7 р.	109,4
РОССИЯ	7 373 674	в 3,7 р.	108,4
Фрукты свежие прочие	175 214	83,6	29,5
РОССИЯ	175 214	83,6	29,5
Фрукты замороженные	18 786	в 9,9 р.	в 4,2 р.
РОССИЯ	18 786	в 9,9 р.	в 4,2 р.
Фрукты сушеные, смеси орехов или сушеных плодов	163 308	55,1	28,5
РОССИЯ	161 816	54,8	28,2
Чай	255 477	в 6 р.	в 2,1 р.
РОССИЯ	255 477	в 6 р.	в 2,1 р.
Перец сушеный, дробленный или молотый	60	4,8	3,0
РОССИЯ	60	4,8	3,0
Имбирь, шафран, куркума, чабрец, лавровый лист, прочие пряности	15 334	137,9	134,0
РОССИЯ	15 334	137,9	134,0
Крупа и гранулы зерновых злаков	13 625	в 2,2 р.	75,3
РОССИЯ	13 625	в 2,2 р.	75,3
Зерно злаков обработанное	16 458	33,5	27,0
РОССИЯ	16 458	33,5	27,0
Растения используемые в парфюмерии или фармации	125 855	17,9	65,1

РОССИЯ	125 855	17,9	65,1
Морские водоросли, свекла сахарная и сахарный тростник, ядра плодов для пищевых целей	458	в 5,6 р.	65,4
РОССИЯ	458	в 5,6 р.	65,4
ПРИЛОЖЕНИЕ А (продолжение)			
Готовые или консервированные ракообразные, моллюски	93 438	в 2,4 р.	116,6
РОССИЯ	93 438	в 2,4 р.	116,6
Шоколад и прочие готовые пищевые продукты, содержащие какао	355 371	в 2,7 р.	190,3
РОССИЯ	316 525	в 2,4 р.	194,6
Макаронные изделия	24 134	105,6	90,5
РОССИЯ	24 134	105,6	90,5
Хлеб и мучные кондитерские изделия	21 325	62,2	77,7
РОССИЯ	21 325	в 4 р.	в 4,8 р.
Овощи, фрукты, орехи, консервированные с уксусом	1 065 149	171,1	87,0
РОССИЯ	1 053 083	170,3	86,2
Томаты, приготовленные или консервированные без уксуса	413 026	в 2 р.	133,2
РОССИЯ	412 882	в 2 р.	133,6
Овощи прочие, приготовленные или консервированные без уксуса, незамороженные	4 009 036	123,3	113,2
РОССИЯ	3 966 376	122,2	112,3
Овощи, фрукты, орехи, кожура плодов, консервированные с сахаром	118 729	в 3,9 р.	167,3
РОССИЯ	118 729	в 3,9 р.	167,3
Джемы, желе, мармелад, пюре фруктово-ореховые с сахаром	1 551 484	170,2	167,3
РОССИЯ	1 418 396	в 2,6 р.	в 2,3 р.
Фрукты, орехи, приготовленные или консервированные иным способом	5 792 259	113,4	68,5
РОССИЯ	5 716 154	114,6	68,8
Соки фруктовые и овощные	1 772 652	53,8	55,1
РОССИЯ	1 565 344	53,8	53,8
Экстракты, эссенции, концентраты кофе, чая, мате, заменители кофе	172 682	141,8	132,8
РОССИЯ	172 682	141,8	132,8
Воды минеральные	5 092 339	52,0	71,6
РОССИЯ	5 066 016	53,7	73,8
Воды, включая минеральные и газированные, с сахаром	1 817 954	69,5	61,9
РОССИЯ	1 687 141	68,1	61,4
Пиво	1 012 916	60,7	66,0
РОССИЯ	1 012 916	60,7	66,0
Вина виноградные натуральные, включая сусло	2 945 434	73,1	62,7
РОССИЯ	2 945 387	76,0	67,4
Крепкие спиртные напитки	85 469 002	78,5	60,8
РОССИЯ	79 914 683	78,7	60,6
Уголь активированный	488 025	152,1	174,2

РОССИЯ	488 025	152,1	174,2
--------	---------	-------	-------

*Источник: Статистика внешней и взаимной торговли/Евразийская экономическая комиссия,
http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/tradestat/tables/intra/Pages/2015/12_180.aspx*

Приложение Б

Объемы импортных поставок в Республику Армения из стран ЕАЭС и РФ по некоторым товарным группам			
Сокращенное наименование товара, страны	Стоимость, долл. США	Объемы 2015 г. в % к 2014 г.	
		по коли- честву	по стоимости
ВСЕГО	988 796 266		88,3
РОССИЯ	960 445 918		88,3
Мясо и пищевые субпродукты домашней птицы	801 563	162,6	126,9
РОССИЯ	791 632	160,7	125,4
Живая рыба	123	0,7	1,0
РОССИЯ	123	0,7	1,0
Рыба сушеная, соленая, копченая, переработанная другим способом	113 010	58,6	100,4
РОССИЯ	73 399	65,4	в 4,8 р.
Ракообразные	76 156	103,5	в 3,4 р.
РОССИЯ	76 156	103,5	в 3,4 р.
Молоко и сливки несгущенные	195 944	119,2	114,8
РОССИЯ	74 665	64,7	66,7
Молоко и сливки сгущенные и сухие	1 025 724	132,2	126,6
РОССИЯ	558 899	96,0	69,7
Сыры и творог	1 165 959	115,4	93,1
РОССИЯ	1 144 603	114,7	93,0
Бананы	16 682	в 4,7 р.	188,0
РОССИЯ	16 682	в 4,7 р.	188,0
Финики, инжир, ананасы, авокадо, гуайява, манго свежие или сушеные	57 913	x	в 3,5 р.
РОССИЯ	57 913	x	в 3,5 р.
Виноград, свежий или сушеный	244	8,5	28,2
РОССИЯ	244	8,5	28,2
Яблоки, груши и айва, свежие	3 085	в 2,9 р.	57,2
РОССИЯ	3 085	в 2,9 р.	57,2
Фрукты свежие прочие	13 007	x	x
РОССИЯ	13 007	x	x
Фрукты замороженные	8 562	в 2,2 р.	134,5
РОССИЯ	8 562	-	-
Фрукты сушеные, смеси орехов или сушеных плодов	71 450	в 8,3 р.	в 8,3 р.
РОССИЯ	71 450	в 8,3 р.	в 8,3 р.
Кофе	691 358	121,8	89,5
РОССИЯ	691 358	121,8	89,5
Чай	658 535	157,4	134,0

ПРИЛОЖЕНИЕ Б (продолжение)

РОССИЯ	655 499	157,0	133,4
Перец сушеный, дробленый или молотый	41 502	180,3	130,8
РОССИЯ	41 307	182,2	133,7
Корица и цветки коричневого дерева	665	88,3	64,6
РОССИЯ	665	92,6	74,6
Гвоздика	475	34,8	37,2
РОССИЯ	475	37,5	42,3
Пшеница	76 436 377	170,3	133,4
РОССИЯ	76 436 377	170,3	133,4
Ячмень	817 088	56,7	52,4
РОССИЯ	817 088	56,7	52,4
Кукуруза	3 112 879	в 2,6 р.	190,4
РОССИЯ	3 112 879	в 2,6 р.	190,4
Рис	506 012	107,5	88,5
РОССИЯ	481 166	100,3	84,3
Гречиха, просо и прочие зерновые злаки	274 275	в 4,3 р.	в 8,3 р.
РОССИЯ	274 275	в 4,3 р.	в 8,3 р.
Мука пшеничная или пшенично-ржаная	5 139 905	в 6,9 р.	в 4,2 р.
РОССИЯ	5 111 903	в 6,9 р.	в 4,2 р.
Мука из зерна прочих злаков	82 330	68,9	47,1
РОССИЯ	26 119	72,1	50,8
Крахмал	198 470	в 6,1 р.	в 4,7 р.
РОССИЯ	198 203	в 6,1 р.	в 4,7 р.
Жиры, масла из рыбы или морских млекопитающих	1 439	в 5,2 р.	в 2,4 р.
РОССИЯ	1 439	в 5,2 р.	в 2,4 р.
Масло подсолнечное	18 956 530	105,2	94,0
РОССИЯ	18 908 326	105,0	93,8
Колбасы и аналогичные продукты из мяса	144 599	151,4	в 2,1 р.
РОССИЯ	102 782	156,1	в 2,6 р.
Готовые или консервированные продукты из мяса	402 046	в 2,5 р.	124,8
РОССИЯ	394 331	в 2,8 р.	136,1
Готовая или консервированная рыба, икра	1 082 952	в 2,6 р.	119,3
РОССИЯ	979 807	в 2,9 р.	132,1
Готовые или консервированные ракообразные, моллюски	48 078	89,5	68,0
РОССИЯ	32 469	128,5	104,4
Прочие виды сахара, включая химически чистые лактозу, мальтозу, глюкозу и фруктозу	364 920	х	в 9 р.
РОССИЯ	364 920	х	в 9 р.
Шоколад и прочие готовые пищевые продукты, содержащие какао	16 171 968	121,9	94,6
РОССИЯ	16 170 666	122,0	94,8
Макаронные изделия	3 228 147	в 2 р.	121,9
РОССИЯ	3 189 416	в 2 р.	122,5

ПРИЛОЖЕНИЕ Б (продолжение)

Хлеб и мучные кондитерские изделия	7 069 800	138,3	97,8
РОССИЯ	7 034 009	135,3	97,8
Соки фруктовые и овощные	585 293	74,0	59,1
РОССИЯ	584 927	74,4	59,5
Мороженое	250 991	в 4,6 р.	в 2,5 р.
РОССИЯ	250 991	в 4,6 р.	в 2,5 р.
Воды, включая минеральные и газированные, с сахаром	2 874 641	103,2	90,9
РОССИЯ	2 845 143	103,5	91,4
Пиво	1 567 663	106,2	81,0
РОССИЯ	1 564 689	106,6	81,0
Вина виноградные натуральные, включая суело	94 605	187,3	в 2 р.
РОССИЯ	94 605	187,3	в 2 р.
Спирт этиловый	416 876	82,1	68,7
РОССИЯ	299 557	71,5	58,0
Крепкие спиртные напитки	9 869 433	96,7	68,8
РОССИЯ	9 703 682	96,9	70,1
Табачные изделия	11 564 985	в 2 р.	169,9
РОССИЯ	11 564 985	в 2 р.	169,9
Соль	32 014	в 3,5 р.	97,6
РОССИЯ	29 657	в 5,3 р.	107,1
Нефтепродукты	149 911 377		70,0
РОССИЯ	81 054 304	х	75,1
Природный и сжиженный газы	317 083 528		75,5
РОССИЯ	316 952 625	98,2	75,4
Кокс и битум нефтяные	1 456 705	в 3,4 р.	в 2,1 р.
РОССИЯ	1 456 705	в 3,4 р.	в 2,1 р.
Гипохлориты, хлориты, гипобромиты	1 070	56,7	47,2
РОССИЯ	1 070	56,7	47,2
Сульфиты, тиосульфаты	7 530	78,6	47,4
РОССИЯ	7 530	78,6	47,4
Сульфаты, квасцы, пероксосульфаты	972 152	168,6	в 4,3 р.
РОССИЯ	972 152	168,6	в 4,3 р.
Карбонаты	216 885	115,6	91,2
РОССИЯ	216 885	115,6	91,2
Силикаты	3 911	25,3	21,6
РОССИЯ	3 911	25,3	21,6
Эфиры простые, эфирспирты, пероксиды спиртов, их производные	515 365	94,2	68,0
РОССИЯ	515 365	94,2	68,0
Альдегиды, их циклические полимеры, параформальдегид	20 582	х	179,7
РОССИЯ	20 582	х	179,7
Кислоты ациклические монокарбоновые насыщенные, их производные	172 517	в 2 р.	174,1

ПРИЛОЖЕНИЕ Б (продолжение)			
РОССИЯ	172 517	в 2 р.	174,1
Средства для гигиены полости рта и зубов	252 022	109,2	78,2
РОССИЯ	166 743	56,5	53,6
Мыло	1 335 119	в 2,1 р.	127,2
РОССИЯ	1 264 273	в 2 р.	123,3
Вещества взрывчатые, кроме пороха	460 320	188,4	160,5
РОССИЯ	460 320	188,4	160,5
Графит искусственный и продукты на его основе	53 452	в 2,6 р.	193,5
РОССИЯ	53 452	в 2,6 р.	193,5
Смолы нефтяные	36 001	х	в 2,5 р.
РОССИЯ	36 001	х	в 2,5 р.
Плиты, листы, пленка из пластмасс непористые, неармированные, неслоистые, без подложки	377 296	в 3,2 р.	138,1
РОССИЯ	344 184	в 3,4 р.	136,5
Изделия из пластмасс прочие	760 060	х	154,3
РОССИЯ	744 198	х	154,9
Кожа, дополнительно обработанная после дубления, из шкур крупного рогатого скота	696 965		133,5
РОССИЯ	165 549	76,8	в 2 р.
Изделия столярные строительные	1 138 295		149,6
РОССИЯ	313 824	Х	в 4 р.
Бумага папиросная	172 210	в 2 р.	163,3
РОССИЯ	172 210	в 2 р.	163,3
Обои и аналогичные настенные покрытия	560 752	в 2,9 р.	в 2,2 р.
РОССИЯ	542 908	в 2,8 р.	в 2,1 р.
Оборудование для производства прочих пищевых продуктов и напитков	431 210		170,5
РОССИЯ	14 594	69,3	110,0

Источник: Статистика внешней и взаимной торговли/Евразийская экономическая комиссия, http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/tradestat/tables/intra/Pages/2015/12_180.aspx

1. Конвергенция ППС

Null Hypothesis: AMD_RUB has a unit root					Null Hypothesis: BYR_RUB has a unit root					Null Hypothesis: KZT has a unit root					Null Hypothesis: KGS_RUB has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend					Exogenous: Constant					Exogenous: Constant					Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)					Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)					Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)					Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)				
			t-Statistic	Prob.*															
Augmented Dickey-Fuller test statistic					Augmented Dickey-Fuller test statistic					Augmented Dickey-Fuller test statistic					Augmented Dickey-Fuller test statistic				
-3.71887					-5.11335					-6.5456					-7.13652				
0.0435					0.0004					0					0				
Test critical values:					Test critical values:					Test critical values:					Test critical values:				
1% level					1% level					1% level					1% level				
-4.4679					-3.72407					-3.71146					-3.71146				
5% level					5% level					5% level					5% level				
-3.64496					-2.98623					-2.98104					-2.98104				
10% level					10% level					10% level					10% level				
-3.26145					-2.6326					-2.62991					-2.62991				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation					Augmented Dickey-Fuller Test Equation					Augmented Dickey-Fuller Test Equation					Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(AMD_RUB)					Dependent Variable: D(BYR_RUB)					Dependent Variable: D(KZT)					Dependent Variable: D(KGS_RUB)				
Method: Least Squares					Method: Least Squares					Method: Least Squares					Method: Least Squares				
Date: 11/19/17 Time: 12:45					Date: 11/19/17 Time: 13:00					Date: 11/19/17 Time: 13:05					Date: 11/19/17 Time: 13:11				
Sample (adjusted): 1991 2016					Sample (adjusted): 1992 2016					Sample (adjusted): 1991 2016					Sample (adjusted): 1991 2016				
Included observations: 26 after adjustments					Included observations: 25 after adjustments					Included observations: 26 after adjustments					Included observations: 26 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AMD_RUB(-1)	-0.32145	0.082767	-3.88378	0.0008	BYR_RUB(-1)	-0.42136	0.082404	-5.11335	0	KZT(-1)	-0.20788	0.031759	-6.5456	0	KGS_RUB(-1)	-0.18939	0.026538	-7.13652	0
C	0.841899	0.556576	1.512638	0.144	D(BYR_RUB)	0.557349	0.11379	4.89803	0.0001	C	-0.33651	0.079846	-4.21445	0.0003	C	-0.63254	0.095309	-6.63676	0
Trend	-0.0537	0.030999	-1.73215	0.0966	C	-3.35005	0.657005	-5.09896	0										
R-squared	0.535033	Mean dependent var	-0.42641		R-squared	0.703563	Mean dependent var	-0.1013		R-squared	0.64096	Mean dependent var	-0.36833		R-squared	0.679701	Mean dependent var	-0.50035	
Adjusted R-squared	0.494601	S.D. dependent var	0.817197		Adjusted R-squared	0.676614	S.D. dependent var	0.782567		Adjusted R-squared	0.626	S.D. dependent var	0.6645		Adjusted R-squared	0.666355	S.D. dependent var	0.825309	
S.E. of regression	0.580957	Akaike info criterion	1.859885		S.E. of regression	0.445022	Akaike info criterion	1.330782		S.E. of regression	0.406379	Akaike info criterion	1.110741		S.E. of regression	0.476716	Akaike info criterion	1.43001	
Sum squared resid	7.762741	Schwarz criterion	2.00505		Sum squared resid	4.356987	Schwarz criterion	1.477047		Sum squared resid	3.963447	Schwarz criterion	1.207517		Sum squared resid	5.454186	Schwarz criterion	1.526787	
Log likelihood	-21.1785	Hannan-Quinn crit	1.901688		Log likelihood	-13.6348	Hannan-Quinn crit	1.37135		Log likelihood	-12.4396	Hannan-Quinn crit	1.138609		Log likelihood	-16.5901	Hannan-Quinn crit	1.457878	
F-statistic	13.23295				F-statistic	26.1074				F-statistic	42.8449				F-statistic	50.92988			
Prob(F-statistic)	0.00015				Prob(F-statistic)	0.000002				Prob(F-statistic)	0.000001				Prob(F-statistic)	0			
no unit root - there is convergence					no unit root - there is convergence					no unit root - there is convergence					no unit root - there is convergence				

Приложение В (продолжение)

2. Конвергенция номинальных валютных курсов

Null Hypothesis: AMD has a unit root					Null Hypothesis: BYR has a unit root					Null Hypothesis: KZT has a unit root					Null Hypothesis: KGS has a unit root				
Exogenous: Constant																			
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)					Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)					Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)					Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)				
			t-Statistic	Prob.*															
Augmented Dickey-Fuller test st					Augmented Dickey-Fuller test st					Augmented Dickey-Fuller test st					Augmented Dickey-Fuller test st				
Test critica 1% level					Test critica 1% level					Test critica 1% level					Test critica 1% level				
5% level					5% level					5% level					5% level				
10% level					10% level					10% level					10% level				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation					Augmented Dickey-Fuller Test Equation					Augmented Dickey-Fuller Test Equation					Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(AMD)					Dependent Variable: D(BYR)					Dependent Variable: D(KZT)					Dependent Variable: D(KGS)				
Method: Least Squares					Method: Least Squares					Method: Least Squares					Method: Least Squares				
Date: 11/19/17 Time: 12:54					Date: 11/19/17 Time: 13:03					Date: 11/19/17 Time: 13:07					Date: 11/19/17 Time: 13:13				
Sample (adjusted): 1994 2016					Sample (adjusted): 1997 2016					Sample (adjusted): 1995 2016					Sample (adjusted): 1995 2016				
Included observations: 23 after adjustments					Included observations: 20 after adjustments					Included observations: 22 after adjustments					Included observations: 22 after adjustments				
Variable	Coefficien	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficien	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficien	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficien	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AMD(-1)	-0.28146	0.156794	-1.7951	0.087	BYR(-1)	-0.13019	0.044292	-2.93942	0.0092	KZT(-1)	-0.21646	0.076847	-2.81671	0.0107	KGS(-1)	-0.38935	0.098823	-3.93984	0.0008
C	0.843147	0.491436	1.715681	0.1009	D(BYR(-1))	0.337253	0.198782	1.696598	0.108	C	0.331833	0.140312	2.364965	0.0283	C	0.138234	0.061937	2.231833	0.0372
R-squared	0.133033	Mean dependent v	-0.01078		R-squared	0.468668	Mean dependent v	0.211032		R-squared	0.284022	Mean dependent v	-0.05257		R-squared	0.436974	Mean dependent v	-0.07079	
Adjusted f	0.091749	S.D. dependent va	0.620809		Adjusted f	0.406158	S.D. dependent va	0.340463		Adjusted f	0.248223	S.D. dependent va	0.17632		Adjusted f	0.408823	S.D. dependent va	0.194971	
S.E. of reg	0.591644	Akaike info criteri	1.871119		S.E. of reg	0.262365	Akaike info criteri	0.299322		S.E. of reg	0.152878	Akaike info criteri	-0.83185		S.E. of reg	0.149909	Akaike info criteri	-0.87107	
Sum squa	7.350906	Schwarz criterion	1.969858		Sum squa	1.170202	Schwarz criterion	0.448681		Sum squa	0.467433	Schwarz criterion	-0.73266		Sum squa	0.449454	Schwarz criterion	-0.77188	
Log likelih	-19.5179	Hannan-Quinn crit	1.895952		Log likelih	0.006784	Hannan-Quinn crit	0.328478		Log likelih	11.1503	Hannan-Quinn crit	-0.80848		Log likelih	11.58175	Hannan-Quinn crit	-0.8477	
F-statistic	3.222371				F-statistic	7.497519				F-statistic	7.933825				F-statistic	15.52234	Durbin-Watson st	1.535661	
Prob(F-sta	0.087046				Prob(F-sta	0.00463				Prob(F-sta	0.010656				Prob(F-sta	0.00081			
has a unit root - there is no convergence					has a unit root - there is no convergence					has a unit root - there is no convergence					no unit root - there is convergence				

Приложение В (продолжение)

3. Конвергенция ИПЦ

Null Hypothesis: CPI_ARM_ has a unit root					Null Hypothesis: CPI_BLR_ has a unit root					Null Hypothesis: CPI_KAZ_ has a unit root					Null Hypothesis: CPI_KGR_ has a unit root				
Exogenous: Constant																			
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)					Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)					Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)					Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)				
			t-Statistic	Prob.*															
Augmented Dickey-Fuller test statistics					Augmented Dickey-Fuller test statistics					Augmented Dickey-Fuller test statistics					Augmented Dickey-Fuller test statistics				
Test criticals: 1% level					Test criticals: 1% level					Test criticals: 1% level					Test criticals: 1% level				
5% level					5% level					5% level					5% level				
10% level					10% level					10% level					10% level				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation					Augmented Dickey-Fuller Test Equation					Augmented Dickey-Fuller Test Equation					Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(CPI_ARM_)					Dependent Variable: D(CPI_BLR_)					Dependent Variable: D(CPI_KAZ_)					Dependent Variable: D(CPI_KGR_)				
Method: Least Squares					Method: Least Squares					Method: Least Squares					Method: Least Squares				
Date: 11/19/17 Time: 13:47					Date: 11/19/17 Time: 13:49					Date: 11/19/17 Time: 13:51					Date: 11/19/17 Time: 13:52				
Sample (adjusted): 1997 2016					Sample (adjusted): 1997 2016					Sample (adjusted): 1997 2016					Sample (adjusted): 1997 2016				
Included observations: 20 after adjustments					Included observations: 20 after adjustments					Included observations: 20 after adjustments					Included observations: 20 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CPI_ARM_	-0.7721	0.22516	-3.42911	0.003	CPI_BLR_	-0.43372	0.194298	-2.23225	0.0385	CPI_KAZ_	-0.79124	0.235386	-3.36146	0.0035	CPI_KGR_	-0.881	0.230607	-3.82035	0.0013
C	-8.71966	5.027482	-1.7344	0.0999	C	14.29424	12.08275	1.183029	0.2522	C	-5.59593	4.405987	-1.27007	0.2202	C	-5.23277	3.273698	-1.59843	0.1274
R-squared	0.395137	Mean dependent variable	1.17		R-squared	0.21681	Mean dependent variable	-0.01		R-squared	0.385653	Mean dependent variable	0.81		R-squared	0.44777	Mean dependent variable	0.46	
Adjusted R-squared	0.361534	S.D. dependent variable	23.04797		Adjusted R-squared	0.173299	S.D. dependent variable	50.38383		Adjusted R-squared	0.351523	S.D. dependent variable	22.06151		Adjusted R-squared	0.41709	S.D. dependent variable	17.07412	
S.E. of regression	18.41627	Akaike info criterion	8.758986		S.E. of regression	45.81054	Akaike info criterion	10.58154		S.E. of regression	17.76572	Akaike info criterion	8.687058		S.E. of regression	13.03584	Akaike info criterion	8.067921	
Sum of squared residuals	6104.864	Schwarz criterion	8.858559		Sum of squared residuals	37774.9	Schwarz criterion	10.68112		Sum of squared residuals	5681.172	Schwarz criterion	8.786631		Sum of squared residuals	3058.795	Schwarz criterion	8.167494	
Log likelihood	-85.5899	Hannan-Quinn criterion	8.778424		Log likelihood	-103.815	Hannan-Quinn criterion	10.60098		Log likelihood	-84.8706	Hannan-Quinn criterion	8.706495		Log likelihood	-78.6792	Hannan-Quinn criterion	8.087359	
F-statistic	11.75882	Durbin-Watson statistic	1.881353		F-statistic	4.982916	Durbin-Watson statistic	1.705102		F-statistic	11.2994	Durbin-Watson statistic	1.932487		F-statistic	14.5951	Durbin-Watson statistic	1.820165	
Prob(F-statistic)	0.002992				Prob(F-statistic)	0.038544				Prob(F-statistic)	0.003476				Prob(F-statistic)	0.001253			
no unit root - there is convergence					has a unit root - there is no convergence					no unit root - there is convergence					no unit root - there is convergence				

Приложение В (продолжение)

4. Конвергенция M2X

Null Hypothesis: KAZ has a unit root					Null Hypothesis: ARM has a unit root				
Exogenous: Constant					Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)					Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=13)				
			t-Statistic	Prob.*				t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test sta			-2.41979	0.1372	Augmented Dickey-Fuller test sta			-4.05961	0.0015
Test critica	1% level		-3.45481		Test critica	1% level		-3.46763	
	5% level		-2.8722			5% level		-2.87782	
	10% level		-2.57253			10% level		-2.57553	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation					Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(KAZ)					Dependent Variable: D(ARM)				
Method: Least Squares					Method: Least Squares				
Date: 11/19/17 Time: 14:48					Date: 11/19/17 Time: 14:50				
Sample (adjusted): 1995M08 2017M09					Sample (adjusted): 2003M02 2017M09				
Included observations: 266 after adjustments					Included observations: 176 after adjustments				
Variable	Coefficien	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficien	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAZ(-1)	-0.03612	0.014926	-2.41979	0.0162	ARM(-1)	-0.04218	0.010391	-4.05961	0.0001
C	-0.03189	0.01315	-2.42524	0.016	C	-0.12369	0.02994	-4.1311	0.0001
R-squared	0.021698	Mean dependent v	-0.00055		R-squared	0.08652	Mean dependent v	-0.00229	
Adjusted F	0.017993	S.D. dependent va	0.037326		Adjusted F	0.08127	S.D. dependent va	0.020494	
S.E. of reg	0.036989	Akaike info criteri	-3.7489		S.E. of reg	0.019643	Akaike info criteri	-5.01086	
Sum squa	0.361203	Schwarz criterion	-3.72195		Sum squa	0.06714	Schwarz criterion	-4.97483	
Log likelih	500.6034	Hannan-Quinn crit	-3.73807		Log likelih	442.9558	Hannan-Quinn crit	-4.99625	
F-statistic	5.855402	Durbin-Watson sta	1.977791		F-statistic	16.48042	Durbin-Watson sta	1.978625	
Prob(F-sta	0.016205				Prob(F-sta	0.000074			
has a unit root - there is no convergence					no unit root - there is convergence				