

Е. П. Добронравова

РАНХиГС, Москва; МГУ имени М. В. Ломоносова, Москва

П. В. Трунин

РАНХиГС, Москва; Институт Гайдара, Москва

## Трансграничная трансмиссия денежно-кредитной политики в странах ЕАЭС<sup>1</sup>

**Аннотация.** В статье проводится анализ каналов и возможного влияния проводимой в России денежно-кредитной политики (ДКП) на экономики стран Евразийского экономического союза. Теоретическая литература выделяет три основные группы каналов трансмиссии: международной торговли, трудовой миграции и финансовые. Проведенное авторами исследование показало, что наблюдается значимое воздействие монетарного шока в РФ на экономики ЕАЭС. Среди основных каналов трансмиссии выделяется канал международной торговли: ужесточение ДКП в России приводит к ограничению экономической активности в странах-партнерах вследствие сокращения экспорта, при этом теоретически ожидаемого ослабления валютных курсов не выявлено. Несмотря на высокую синхронность процентных ставок, свидетельств высокой мобильности капитала для эффективной работы финансовых каналов трансграничной трансмиссии в странах ЕАЭС не обнаружено. На основе этого можно сделать вывод, что поведение процентных ставок может быть вызвано общими инфляционными процессами, связанными с синхронизацией бизнес-циклов, вызванной усилением взаимной торговли и долгосрочными инвестициями.

**Ключевые слова:** денежно-кредитная политика, трансграничные эффекты денежно-кредитной политики, трансграничный трансмиссионный механизм, экономическая интеграция, Евразийский экономический союз.

Классификация JEL: E52, E58, F02, F15, F36.

Для цитирования: Добронравова Е. П., Трунин П. В. (2024). Трансграничная трансмиссия денежно-кредитной политики в странах ЕАЭС // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 1 (62). С. 219–228.

DOI: 10.31737/22212264\_2024\_1\_219-228

EDN: QSBTYR

<sup>1</sup> Статья подготовлена в рамках выполнения научно-исследовательской работы по государственному заданию РАНХиГС (2024).

В условиях структурной перестройки российской экономики в последние годы особое значение приобретают экономические связи РФ со странами Евразийского экономического союза (ЕАЭС). Данные страны являются как важными торговыми партнерами России, так и играют значительную роль в трансграничных финансовых операциях российских экономических агентов. В связи с этим важной исследовательской задачей является анализ взаимосвязей между экономиками стран ЕАЭС, в том числе с учетом проводимой в них макроэкономической политики. Данная статья посвящена обзору каналов и возможного влияния на экономику стран ЕАЭС проводимой в них денежно-кредитной политики.

### **Каналы трансграничной трансмиссии денежно-кредитной политики**

Влияние зарубежной денежно-кредитной политики (ДКП) на макроэкономические показатели стран-партнеров описывается в экономической литературе в рамках нескольких трансмиссионных каналов, затрагивающих как реальный сектор (через международную торговлю или трудовую миграцию), так и финансовые рынки.

**Канал международной торговли** может функционировать за счет влияния ДКП на условия торговли, торговый баланс и, соответственно, совокупный спрос. При этом выделяются два эффекта, вызываемых изменением объемов торговли (Svensson, Wijnbergen, 1989; Obstfeld, Rogoff, 1995; Betts, Devereux, 2000; и др.).

Во-первых, это — эффект замещения (эффект переключения расходов), когда стимулирующая ДКП в одной стране в условиях абсолютной жесткости цен внутри страны и за рубежом и гибкого валютного курса приводит к падению ее реальной ставки процента, оттоку капитала в экономики стран-партнеров, что вызывает рост спроса на их валюту и укрепление реального валютного курса, т.е. удешевление товаров страны, проводящей ДКП, и удорожание товаров ее торговых партнеров. В результате домашние хозяйства сокращают потребление относительно подорожавших товаров и увеличивают потребление подешевевших. Это означает падение спроса на продукцию зарубежных фирм, падение их доходов и реального выпуска, а со временем — и падение цен. Сила данного эффекта может различаться в зависимости от эластичности замещения между отечественными и зарубежными товарами в потребительской корзине, режима валютного курса, а также политики ценообразования фирм, ведущих международную торговлю,

в отношении того, в какой валюте заключаются контракты и фиксируется цена на товар. В случае когда большинство фирм заключает контракты в валюте покупателя, влияние колебаний валютного курса на зарубежное потребление может оказаться незначительным (Betts, Devereux, 2000).

Во-вторых, эффект расширения спроса или эффект дохода (Obstfeld, Rogoff, 1995; Betts, Devereux, 2000), заключающийся в том, что вследствие стимулирующей ДКП падают реальные процентные ставки и увеличиваются реальные запасы денежных средств у экономических агентов, способствует росту потребительского и инвестиционного спроса внутри страны, в том числе спроса на зарубежные товары. Увеличиваются доходы зарубежных фирм и растет их выпуск, что ведет к ускорению инфляции. Сила этого воздействия в первую очередь определяется относительным размером экономики страны-источника шока и эластичностью совокупного спроса по реальным процентным ставкам и запасам денежных средств.

Совокупное действие данных эффектов не позволяет однозначно оценить, как именно зарубежная ДКП влияет на экономическую активность, потребительский спрос и инфляцию в странах-партнерах.

Трансмиссия ДКП может осуществляться и вследствие изменения краткосрочного совокупного предложения. В ответ на смягчение монетарной политики в крупном торговом партнере потребительские цены и цены на промежуточный импорт сокращаются в результате укрепления валютного курса относительно курса партнера. Таким образом, выпуск в стране может вырасти, а инфляция уменьшиться за счет сокращения издержек производства и роста совокупного предложения (Canova, 2005; Barnett, 2007).

Ряд работ выделяет важную роль *трудовой мобильности* в механизме трансмиссии зарубежных шоков. В соответствии с экономической теорией трудовая мобильность может служить одним из ключевых механизмов сглаживания последствий негативных внешних шоков (Mundell, 1961; Blanchard, Katz, 1992 и др.). Другие исследования подтверждают, что развивающиеся страны, во многом зависящие от зарубежных переводов физических лиц, являются более чувствительными к зарубежным шокам, даже в условиях низкой интенсивности международной торговли и потоков капитала (Varajas et al., 2012).

Сдерживающая денежно-кредитная политика, с одной стороны, приводит к сокращению совокупных доходов и росту безработицы, от которой в первую очередь страдают наименее социально-защищенные слои населения, в том числе мигранты. Таким образом, доходы мигран-

тов сокращаются и уменьшаются объемы денежных переводов физических лиц, а значит, сокращается совокупный спрос в странах-партнерах. С другой стороны, рост безработицы среди мигрантов вынуждает их возвращаться домой, что приводит к увеличению предложения труда в странах-партнерах, сокращению реальных заработных плат и издержек фирм, а соответственно, росту совокупного предложения в странах-партнерах (Abramov, 2020). Следовательно, влияние зарубежной денежно-кредитной политики через канал трудовой миграции также является неопределенным.

Тем не менее, в отличие от технологических и структурных шоков ДКП лишь временно влияет на экономику страны, поэтому сложно предположить, что она может приводить к значительному долгосрочному изменению направления и интенсивности миграционных потоков. Иными словами, с позиции трудовой миграции сдерживающий шок денежно-кредитной политики в крупной экономике приведет скорее к сокращению совокупного спроса в экономиках-партнерах, чем к росту предложения.

Внутренняя ДКП может влиять на внешние финансовые условия через *финансовые каналы* трансграничной трансмиссии, главным фактором работоспособности которых является мобильность капитала.

Ключевым финансовым каналом является *канал процентной ставки*. Так, увеличение процентных ставок в крупной экономике приводит к притоку капитала в эту страну. Вследствие оттока капитала из соседних стран в них также происходит рост процентных ставок (в условиях жестких цен — реальных процентных ставок). За счет межвременного замещения в потреблении во всех странах региона происходит сокращение потребительского спроса, а за счет роста альтернативных издержек владения капиталом также сокращается инвестиционный спрос. Такое увеличение спроса может привести к росту объемов международной торговли и совокупных доходов, не сопровождаемому при этом значительным изменением сальдо торгового баланса (Kim, 2001).

Важную роль в трансмиссии через канал процентной ставки играет также режим валютного курса: в случае плавающего валютного курса монетарная политика страны-партнера приведет к ослаблению национальной валюты малой экономики и противоположному влиянию на совокупный спрос. Однако если центральный банк управляет колебаниями курса, интервенции будут приводить к росту внутренних процентных ставок без соответствующего ослабления валютного курса. В малых экономиках выпуск и инфляция будут сокращаться (Canova, 2005). Целью стабилизации курса часто

объясняют и синхронное изменение процентных ставок ДКП в соседних странах (Frankel, Schmukler, Serven, 2004; Edwards, 2015 и др.).

В ряде стран важную роль играет *канал международного банковского кредитования*. Ужесточение ДКП приводит к падению стоимости активов на балансах банков осуществляющей его страны и росту стоимости новых заимствований, поэтому банки данной страны сокращают предложение кредита за рубежом, как и зарубежные банки, при условии, что на их балансах много активов из данной страны (Linder et al., 2019; Albrizio et al., 2020; Ca'Zorzi et al., 2020; Correa et al., 2022; и др.).

Два описанных выше канала объясняют однонаправленное изменение финансовых условий и совокупного спроса в странах-партнерах, однако ряд финансовых каналов, наоборот, показывают, как ухудшение кредитных условий в одной из стран может приводить к притоку капитала и повышению доходов в остальных экономиках.

При плавающем валютном курсе трансмиссия ДКП происходит в том числе вследствие колебаний курса — работает *канал стоимости активов* (Lane, Milesi-Ferretti, 2007; Lane, Schambaugh, 2010; Ca'Zorzi et al., 2020; и др.). Ключевыми факторами, определяющими работоспособность канала, являются запасы зарубежных активов и обязательств, а также валюта, в которой номинированы финансовые активы. Так, если финансовые активы в основном номинированы в валюте заемщика, то для каждой страны зарубежные активы номинированы в зарубежной валюте, а обязательства — в отечественной. В таком случае при проведении сдерживающей ДКП валюта страны укрепляется и ее международная инвестиционная позиция (МИП) ухудшается, так как растет стоимость обязательств и сокращается стоимость активов, вследствие чего падение реального богатства приводит к сокращению расходов и совокупного спроса. Противоположный эффект наблюдается в стране-партнере, так как ее МИП улучшается и наблюдается рост богатства и совокупных расходов.

Аналогичные результаты ужесточения ДКП может объяснять работа *канала принятия риска*. Падение стоимости активов и стоимости залогов вследствие сдерживающей ДКП может приводить к тому, что инвесторы будут переключаться на покупку более надежных активов за рубежом, т.е. проводить ребалансировку своих портфелей. Однако, как обсуждается, например, в (Correa et al., 2022), этот эффект может быть слабым как для банков с низким, так и для банков с высоким уровнем капитала, которые могут в случае роста процентных ставок вкладываться в более рискованные отечественные активы: первые — в ожидании более

высоких доходов, вторые – благодаря большой подушке безопасности.

Таким образом, теоретические и эмпирические исследования свидетельствуют о наличии различных каналов трансграничной трансмиссии монетарных шоков. Проанализируем их возможное функционирование в странах ЕАЭС.

### Трансмиссия ДКП в странах

#### Евразийского экономического союза

Динамика основных макроэкономических показателей в странах ЕАЭС в целом синхронизирована с Россией. В табл. 1 представлены показатели корреляции между циклическими компонентами ВВП и темпами инфляции за период 2015–2023 гг.

Особенно ярко выражена синхронность колебаний в России и Беларуси, но в целом и в остальных странах часть шоков, вероятно, вызваны процессами, происходящими в России.

В ЕАЭС существуют все предпосылки для работы канала международной торговли трансграничного трансмиссионного механизма ДКП Банка России. Так, объемы торговли внутри ЕАЭС составляют значительную долю во внешнеторговом обороте всех экономик союза, за исключением России (табл. 2).

При этом результаты наших оценок говорят в пользу преобладания эффекта расширения доходов над эффектами переключения, связанными с колебаниями валютных курсов. Так, реальные объемы экспорта из стран ЕАЭС в Россию положи-

**Таблица 1**

Синхронность колебаний выпуска и инфляции в странах ЕАЭС

Страна	Коэффициенты парной корреляции между циклическими компонентами ВВП стран ЕАЭС				Страна	Коэффициенты парной корреляции между темпами инфляции стран ЕАЭС			
	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия		Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Армения	0,06	0,82	0,80	0,29	Армения	0,39	0,12	0,61	0,45
Беларусь	1	0,33	-0,21	0,64	Беларусь	1	0,24	0,24	0,62
Казахстан		1	0,62	0,64	Казахстан		1	0,31	0,16
Кыргызстан			1	0,11	Кыргызстан			1	0,24

**Примечание.** Ежеквартальные показатели, скорректированные на сезонность (процедура X-13-ARIMA); циклическая компонента ВВП представляет собой отклонение фактического ВВП от тренда (в логарифмах); тренд выделен фильтром Ходрика–Прескотта.

*Источник:* расчеты авторов на данных национальных статистических комитетов стран ЕАЭС.

**Таблица 2**

Доля взаимной торговли ЕАЭС во внешней торговле в среднем за 2015–2021 гг.

Страна	Экспорт в ЕАЭС		Импорт из ЕАЭС	
	% общего экспорта	в том числе в РФ, % общего экспорта	% общего импорта	в том числе из РФ, % общего экспорта
Армения	25,7	24,7	32,8	31,9
Беларусь	44,7	42,2	55,9	55,6
Казахстан	11,2	9,9	41,0	38,2
Кыргызстан	31,2	14,8	45,8	31,9
Россия	0,9	–	7,4	–

*Источник:* расчеты авторов на данных ЕЭК.

Таблица 3

Коэффициенты корреляции циклической компоненты реального экспорта стран ЕАЭС с циклической компонентой реального ВВП России

Страна	2009–2021 гг.	2015–2021 гг.
Армения	0,13	0,21
Беларусь	0,26	0,33
Казахстан	0,34	0,35

**Примечание.** Ежеквартальные показатели, скорректированные на сезонность (процедура X-13-ARIMA); циклическая компонента ВВП выделена фильтром Ходрика–Прескотта.

*Источник:* расчеты авторов на данных национальных статистических комитетов стран ЕАЭС.

тельно коррелированы с колебаниями реального совокупного дохода в России (табл. 3).

Динамика валютных курсов в странах ЕАЭС также является относительно синхронной и повторяет динамику курса рубля к доллару США в периоды высокой волатильности российской валюты, хотя и является более сглаженной (рис. 1б). При этом на основе коэффициентов вариации с 2015 по 2020 г. курс армянского драма был относительно более стабилен к доллару США, а курсы белорусского рубля, казахстанского тенге и киргизского сома – к российскому рублю (рис. 1а). В среднем за рассмотренный период курсы валют, за исключе-

нием армянского драма, были более волатильны к доллару США, чем к российскому рублю. При этом платежи в рамках операций взаимной торговли в среднем более чем на 70% проводились в российских рублях<sup>2</sup>. Такой эффект может наблюдаться как из-за подверженности курсов всех валют общим глобальным факторам, так и вследствие односторонней подверженности шокам российской экономики.

При этом, по нашим оценкам, значимого ослабления обменных курсов национальных валют стран ЕАЭС к российскому рублю в ответ на ужесточение ДКП и рост российских процентных ставок не выяв-

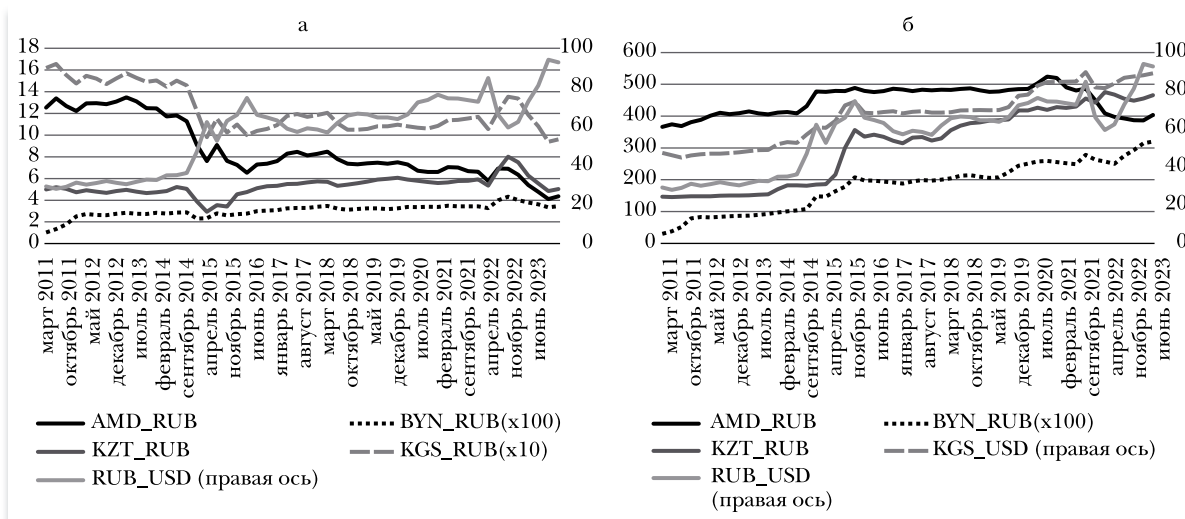


Рис. 1

Динамика курсов валют стран ЕАЭС к российскому рублю и доллару США за период 2011–2024 гг.

**Примечание.** Курс белорусского рубля до июля 2016 г. указан с учетом деноминации.

*Источник:* построено авторами по данным ЕЭК.

<sup>2</sup> По данным ЕЭК.

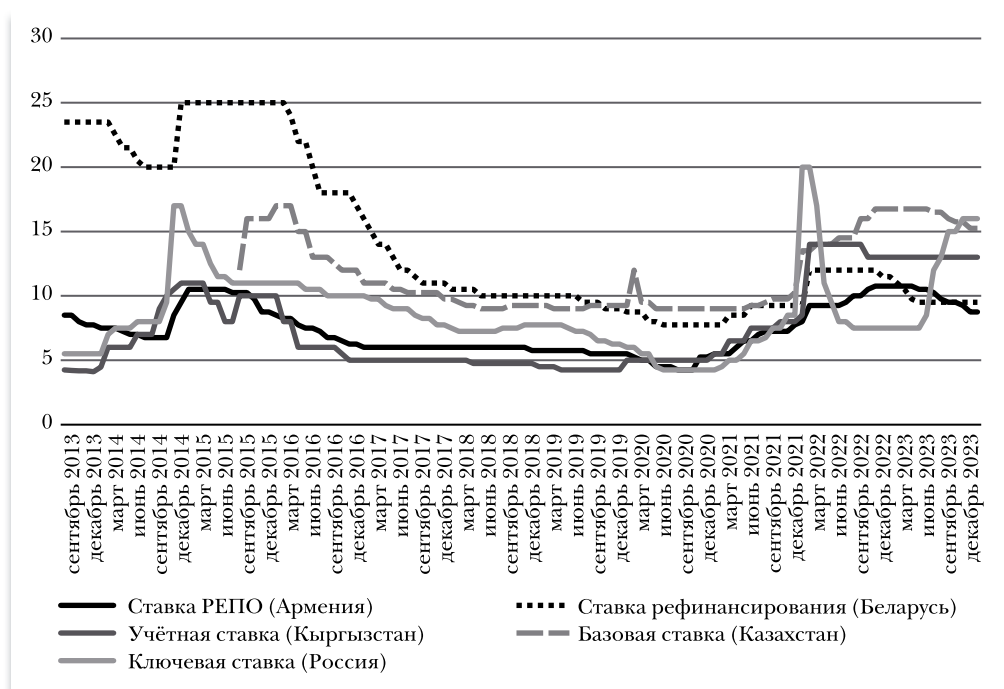


Рис. 2

Динамика базовых инструментов ДКП стран ЕАЭС

Источник: построено авторами по данным национальных центральных банков.

лено ни на основе анализа SVAR-моделей, ни на основе тестирования гипотезы непокрытого процентного паритета. Однако в качестве реакции на негативный монетарный шок в России зафиксировано сокращение объемов экспорта и ВВП стран ЕАЭС (Добронравова, Орехов, Яковлева, 2021). Таким образом, можно судить о преобладании эффекта расширения дохода над эффектом прекращения расходов.

Что касается глобального фактора, то наши оценки на основе GVAR-моделей показывают отсутствие реакции курсов национальных валют стран ЕАЭС к доллару США на процентные ставки ФРС, а также одинаковую реакцию на глобальный шок мировых цен на нефть, несмотря на значительные различия в структуре отраслей и структуре международной торговли (Добронравова и др., 2022). Это также свидетельствует о преобладании региональных факторов в объяснении реакции основных макроэкономических показателей на шоки деловой активности над глобальными.

Значимого влияния монетарной политики Банка России на потоки трансграничных переводов, с помощью которых можно аппроксимировать работу канала трудовой миграции, обнаружить не удалось (Добронравова, Орехов, Яковлева, 2021).

Среди финансовых каналов трансграничной трансмиссии особо выделяются синхронные изменения процентных ставок ДКП до середины 2022 г. (рис. 2). Однако свидетельств в пользу высокого уровня мобильности капитала, являющегося основным механизмом корректировки ставок, между странами ЕАЭС нет. Так, анализ различных индексов мобильности капитала, основанных как на законодательных ограничениях, так и на показателях платежного баланса (ПБ) и международной инвестиционной позиции (МИП), свидетельствует о сокращении мобильности капитала в странах ЕАЭС в целом после 2015 г.

В качестве примера де-юре индекса мобильности капитала можно проанализировать часто встречающийся в эмпирических исследованиях индекс КАOPEN (Chinn, Ito, 2008). Его динамика (рис. 3) демонстрирует рост нормативных ограничений на мобильность капитала в последние годы для таких стран, как Россия, Кыргызстан и Армения, и стабильно жесткий уровень регулирования финансовых рынков в Республике Беларусь и Казахстане (значения, близкие к нулю, свидетельствуют о наличии большого числа нормативных ограничений на трансграничные финансовые транзакции).

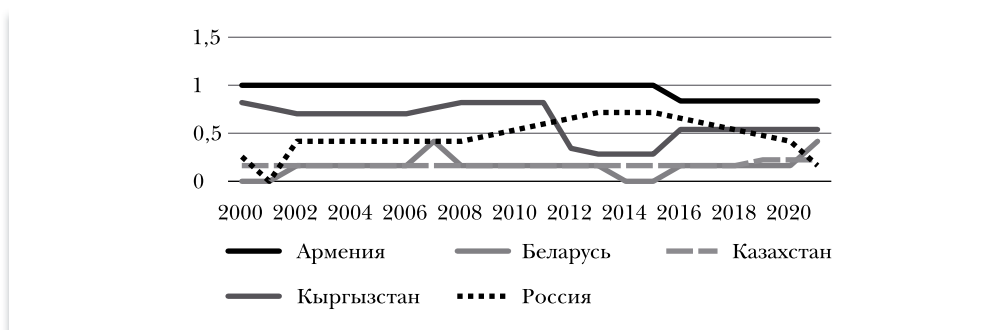


Рис. 3

Индекс KAOPEN (Chinn, Ito, 2008) для стран ЕАЭС за период 2000–2021 гг.

**Примечание.** Индекс оценивается на основе данных таблицы ограничений на финансовые транзакции между резидентами и нерезидентами на основе страновых НПА из ежегодного отчета МВФ AREAER.

Источник: Chinn, Ito, 2008.

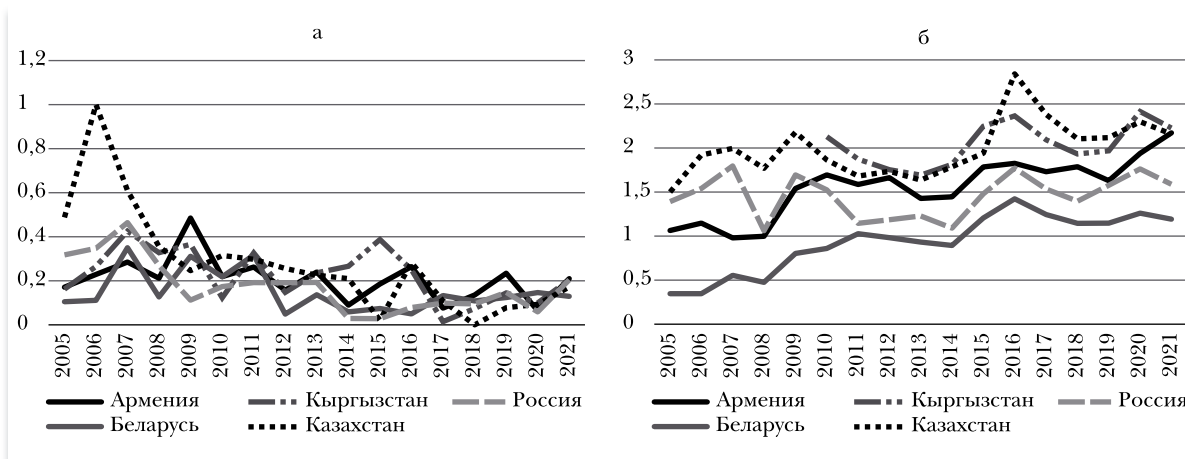


Рис. 4

Индексы мобильности капитала для стран ЕАЭС за период 2005–2021 гг.

**Примечание.** Представлены индекс интенсивности инвестиций по (Canale et al., 2018), оцениваемый по данным о потоках зарубежных инвестиций из ПБ (рис. 4а), и индекс (Lane, Milesi-Ferretti, 2007), оцениваемый по данным о запасах зарубежных инвестиций из МИП (рис. 4б).

Источник: расчеты авторов по данным национальных центральных банков стран ЕАЭС.

Индексы мобильности капитала, оцененные на основе показателей платежного баланса (ПБ), также свидетельствуют о сокращении интенсивности потоков капитала после 2015 г., а показатели, основанные на международной инвестиционной позиции, демонстрируют умеренную динамику за период существования ЕАЭС (рис. 4). О сокращении интенсивности взаимных инвестиций можно также судить по данным о прямых иностранных инвестициях (ПИИ) (рис. 5).

Сокращение мобильности капитала связано в первую очередь с ситуацией в России из-за международных санкций и роста рисков зарубежных финансовых вложений. Среди прочих факторов, препятствующих интеграции финансовых рынков, можно выделить большой разброс уровней экономического и финансового развития стран ЕАЭС, череду валютных кризисов, а также отсутствие законодательной и институциональной базы для объединения финансовых рынков, хотя работа

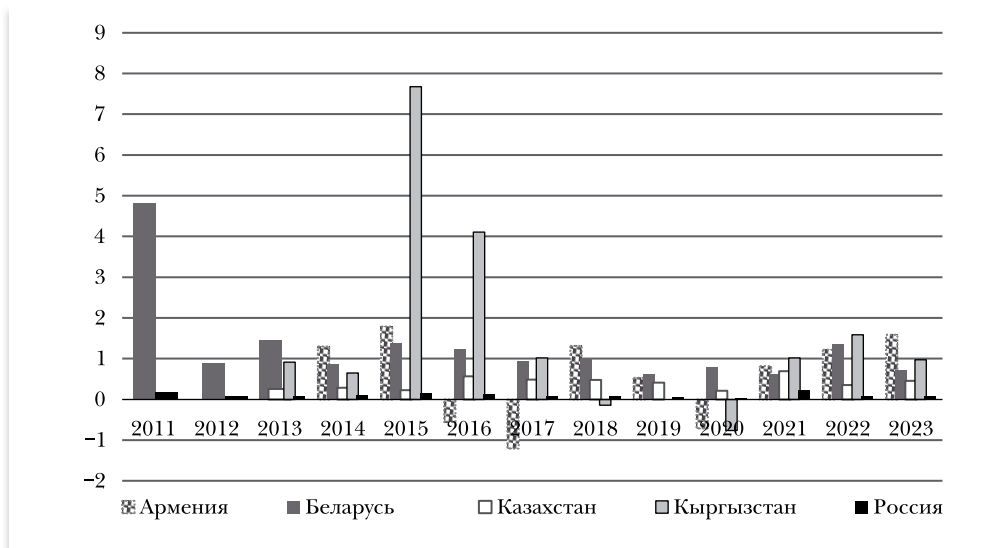


Рис. 5

Индекс интенсивности взаимных ПИИ для стран ЕАЭС за период 2011–2023 гг.

**Примечание.** Индекс основан на методологии Евростата.

*Источник:* расчеты авторов по данным ЕЭК о потоках взаимных ПИИ в ЕАЭС.

в этом отношении ведется. Однако в национальных законодательных актах по-прежнему закреплены ограничения на трансграничные финансовые операции и практически отсутствуют исключения для резидентов ЕАЭС.

Отметим, что начиная с 2022 г., после введения масштабных международных санкций, российские экономические агенты значительно повысили интенсивность финансового взаимодействия со странами ЕАЭС. Однако о том, появился ли тренд на увеличение финансовой интеграции в последние годы, пока судить рано.

Для оценки связи динамики процентных ставок и валютных курсов в странах ЕАЭС была протестирована гипотеза непокрытого паритета процентных ставок (uncovered interest parity – UIP) на основе регрессии (Fama, 1984) методами GARCH-M и CS-GARCH-M (Kumar, 2019). Проведенный анализ опроверг выполнение гипотезы UIP между парами стран ЕАЭС, включая Россию, т.е. дифференциал процентных ставок (фундаментальный фактор с точки зрения экономической теории) не объясняет динамики кросс-курсов национальных валют, что, согласно теории, свидетельствует о низком уровне мобильности капитала, а соответственно, – и о слабой роли финансовых каналов трансграничной трансмиссии ДКП<sup>3</sup>.

В качестве свидетельства в пользу слабой работы канала международного банковского кредитования может служить тот факт, что приток капитала в виде ссуд и займов в страны ЕАЭС лишь в незначительной степени объясняется как глобальными факторами, так и российскими шоками (Добронравова, Орехов, Яковлева, 2021). Исключение составляет Беларусь, в которой наблюдается сокращение притока капитала (как в целом, так и со стороны российских банков) в ответ на сдерживающую ДКП в РФ.

Таким образом, решения, принимаемые в рамках денежно-кредитной политики Банком России, воздействуют не только на российскую экономику, но и на экономики стран-партнеров по Евразийскому экономическому союзу. Среди основных каналов трансмиссии выделяется канал международной торговли: через него ужесточение ДКП в России приводит не только к ограничению экономической активности внутри страны, но и в ЕАЭС в целом.

Несмотря на высокую синхронность монетарной политики, свидетельств выполнения предпосылок для эффективной работы финансовых каналов трансграничной трансмиссии в странах ЕАЭС мы не обнаружили. Нет также свидетельств подверженности ДКП глобальному финансовому циклу: несмотря на то что изменения ставок в США

<sup>3</sup> Однако к этому выводу следует подходить с осторожностью, т.к. такой результат мог быть получен как из-за низкой мобильности капитала (наличия трансакционных издержек, нормативных ограничений и слабого развития финансовых рынков), так и из-за смещения в оценках (Stambaugh, 1985), а также неустойчивой премии за риск (Mehl, Cappiello, 2009; Baillie, Cho, 2014; Engel et al., 2022 и др.).



все-таки значимо краткосрочно воздействуют на ставки в странах ЕАЭС. Однако общего долгосрочного тренда в динамике ставок (как между странами ЕАЭС) с мировыми нет (Добронравова и др., 2022). На основе этого можно сделать вывод, что синхронное поведение процентных ставок может быть вызвано общими инфляционными процессами, связанными с синхронизацией бизнес-циклов, вызванной усилением взаимной торговли и долгосрочными инвестициями.

## ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

- Добронравова Е.П., Колесник С.И., Орехов М.И., Чембулатова М.Е.** (2022). Анализ механизмов координации денежно-кредитной политики в рамках Евразийского Экономического Союза. М.: РАНХиГС. *Препринт*, 4/22, w20220205. Режим доступа: <https://repec.ranepa.ru/rnp/wpaper/w20220205.pdf> [**Dobronravova E.P., Kolesnik S.I., Orekhov M.I., Chembulato**va M.E. (2022). Analysis on monetary policy coordination in Eurasian Economic Union. Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration. *Working Papers*, w20220205. Available at: <https://repec.ranepa.ru/rnp/wpaper/w20220205.pdf> (in Russian).]
- Добронравова Е.П., Орехов М.И., Яковлева И.И.** (2021). Моделирование последствий денежно-кредитной политики Банка России для стран ЕАЭС. М.: РАНХиГС. Режим доступа: <https://repec.ranepa.ru/rnp/wpaper/w2022056.pdf> [**Dobronravova E.P., Orekhov M.I., Yakovleva I.I.** (2021). Modelling the effects of Bank of Russia's monetary policy on EAEU countries. Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration. *Working Papers w2022056*. Available at: <https://repec.ranepa.ru/rnp/wpaper/w2022056.pdf> (in Russian).]
- Abramov V.** (2020). Spillover effects of Russian monetary policy shocks on the Eurasian Economic Union. *Bank of Russia Working Paper. Series wps60*.
- Albrizio S., Choi S., Furceri D., Yoon C.** (2020). International bank lending channel of monetary policy. *Journal of International Money and Finance*, 102 (C), 102–124.
- Baillie R.T., Cho D.** (2014). Time variation in the standard forward premium regression: Some new models and tests. *Journal of Empirical Finance*, 29, 52–63.
- Barajas M.A., Chami M.R., Ebeke M.C., Tapsoba M.S.J.A.** (2012). Workers' remittances: An overlooked channel of international business cycle transmission? *International Monetary Fund*, 12–251.
- Barnett A.** (2007). The effects of EU shocks on the newly acceded countries. *International Journal of Finance and Economics*, 12, 389–404.
- Betts C., Devereux M.D.** (2000). Exchange rate dynamics in a model of pricing-to-market. *Journal of International Economics*, 50, 1, February, 215–244.
- Blanchard O., Katz L.** (1992). Regional evolutions. *Brookings Papers on Economic Activity*, 23, 1, 1–76.
- Ca'Zorzi M., Dedola L., Georgiadis G., Jarociński M., Stracca L., Strasser G.** (2020). Monetary policy and its transmission in a globalised world. *ECB Working Paper Series*, 2407.
- Canale R.R., De Grauwe P., Foresti P., Napolitano O.** (2018). Is there a trade-off between free capital mobility, financial stability and fiscal policy flexibility in the EMU. *Review of World Economics*, 154, 177–201.
- Canova F.** (2005). The transmission of US shocks to Latin America. *Journal of Applied Econometrics*, 20, 229–251.
- Chinn M.D., Ito H.** (2008). A new measure of financial openness. *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*, 10, 3, 309–322.
- Correa R., Paligorova T., Saprizza H., Zlate A.** (2022). Cross-border bank flows and monetary policy. *The Review of Financial Studies*, 35 (1), 438–481.
- Edwards S.** (2015). Monetary policy independence under flexible exchange rates: An illusion? *The World Economy*, 38, 5, 773–787.
- Engel C., Kazakova K., Wang M., Xiang N.** (2022). A reconsideration of the failure of uncovered interest parity for the U.S. dollar. *Journal of International Economics*, 136, 103602.
- Fama E.F.** (1984). Forward and spot exchange rates. *Journal of Monetary Economics*, 14, 3, 319–338.
- Frankel J., Schmukler S.L., Serven L.** (2004). Global transmission of interest rates: Monetary independence and currency regime. *Journal of International Money and Finance*, 23, 5, 701–733.
- Kim S.** (2001). International transmission of U.S. monetary policy shocks: Evidence from VAR's. *Journal of Monetary Economics*, 48, 339–372.
- Kumar S.** (2019). Does risk premium help uncover the uncovered interest parity failure? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 63, 101135.
- Lane P.R., Milesi-Ferretti G.M.** (2007). The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004. *Journal of International Economics*, 73, 2, 223–250.

- Lane P.R., Shambaugh J.C.** (2010). Financial exchange rates and international currency exposures. *American Economic Review*, 100, 1, 518–540.
- Linder P., Loeffler A., Segalla E., Valitova G., Vogel U.** (2019). International monetary policy spillovers through the bank funding channel. *Journal of International Money and Finance*, 90, 161–174.
- Mehl A., Cappiello L.** (2009). Uncovered interest parity at long horizons: Evidence on emerging economies. *Review of International Economics*, 17, 5, 1019–1037.
- Mundell R.** (1961). A theory of optimum currency areas. *American Economic Review*, 51, 657–665.
- Obstfeld M., Rogoff K.** (1995). Exchange rate dynamics redux. *Journal of Political Economy*, 103, 3, 624–660.
- Stambaugh R.F.** (1985). *Bias in regressions with lagged stochastic regressors*. Center for Research in Security Prices, Graduate School of Business (ed). Chicago: University of Chicago.
- Svensson L.E.O., Wijnbergen S. van** (1989). Excess capacity, monopolistic competition, and international transmission of monetary disturbances. *The Economic Journal*, 99, 379, September, 785–805.

Поступила в редакцию 28.2.2024

Received 28.2.2024

**E.P. Dobronravova**

Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA);  
Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia

**P.V. Trunin**

Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA);  
Gaidar Institute for Economic Policy, Moscow, Russia

## International monetary policy transmission in EAEU countries<sup>4</sup>

**Abstract.** The paper presents the analysis of the channels and potential impact of Russian monetary policy on the economies of Eurasian Economic Union members. Theoretical literature highlights three key groups of international transmission channels: international trade, migration of labor and financial channels. Our research demonstrates the significant impact of monetary policy shock in Russia on the economies of EAEU. International trade channel stands out as a key transmission channel: monetary tightening in Russia leads to the decrease in economic activity in the member states as a result of the reduction in exports of those countries, while currency depreciation, expected by economic theory, was not detected. Despite of synchronization of the interest rates, we couldn't find much evidence of high capital mobility between EAEU countries, which is the main precondition on the efficiency of financial channels of international monetary transmission. This leads to the conclusion that such behavior of interest rates might occur due to the common inflationary pressures, associated with business-cycles synchronization, strengthening of mutual trade and long-term investment.

**Keywords:** *monetary policy, cross-border monetary spillovers, international monetary transmission, economic integration, Eurasian Economic Union (EAEU).*

JEL Classification: E52, E58, F02, F15, F36.

For reference: **Dobronravova E.P., Trunin P.V.** (2024). International monetary policy transmission in EAEU countries. *Journal of the New Economic Association*, 1 (62), 219–228 (in Russian).

DOI: 10.31737/22212264\_2024\_1\_219-228

EDN: QSBTYR

<sup>4</sup> The article was written within the framework of scientific research on the Government task for RANEPA (2024).