

**РОССИЙСКО-АРМЯНСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ**

**ВОСКАНЯН МАРИАМ АМБАРЦУМОВНА**

**ПРОБЛЕМЫ МОДЕРНИЗАЦИИ СИСТЕМЫ ВАЛЮТНОГО  
РЕГУЛИРОВАНИЯ В РЕСПУБЛИКЕ АРМЕНИЯ**

**ДИССЕРТАЦИЯ**

на соискание ученой степени доктора экономических наук

по специальностям:

(*Г 00.03*) - «Финансы, бухгалтерский учет»

Научный консультант  
д.э.н. РА и РФ, профессор,  
Сандоян Эдвард Мартинович

Ереван - 2017 г.

## СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ .....	4
ГЛАВА 1.	
ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ВЗАИМОСВЯЗИ ВАЛЮТНОГО КУРСА, ИНФЛЯЦИИ И ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА .....	12
1.1. Сущность валютного регулирования и эволюция монетарных и валютных режимов.	12
1.2. Роль валютного регулирования в формировании долгосрочного экономического роста .....	32
1.3. Обзор теоретических основ воздействия монетарного регулирования на экономический рост .....	44
1.4. Теоретические аспекты взаимосвязи уровня цен и экономического роста .....	58
1.5. Проблема взаимовлияния волатильности обменного курса и инфляции. Эффект переноса валютного курса .....	68
1.6. Теоретические основы валютных интеграционных объединений.....	84
ГЛАВА 2.	
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В РЕСПУБЛИКЕ АРМЕНИЯ: СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ .....	96
2.1. Проблемы и перспективы денежно-кредитного регулирования.....	96
2.1.1. Таргетирование денежных агрегатов в Армении .....	102
2.1.2. Инфляционное таргетирование ЦБ РА: миф или реальность? .....	107
2.2. Проблемы развития и пути совершенствования финансовой системы Армении как трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики .....	121
ГЛАВА 3.	
ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ В АРМЕНИИ .....	150
3.1. Валютная политика Армении: проблемы и перспективы.....	150
3.2. Валютные кризисы 2009г. и 2014г.: истоки и последствия .....	185
3.3. Проблемы денежно-кредитного и валютного регулирования в РА в контексте евразийской интеграции.....	199
3.3.1. Макроэкономическая сбалансированность, фискальная и монетарная политика в странах ЕАЭС .....	200
3.3.2. Оценка перспектив валютной интеграции в странах ЕАЭС: альтернативный подход .....	215

ГЛАВА 4.

КОНЦЕПЦИЯ ПЕРЕСМОТРА ПОДХОДОВ К ВАЛЮТНОМУ РЕГУЛИРОВАНИЮ В РЕСПУБЛИКЕ АРМЕНИЯ.....	220
4.1. Факторы денежно-кредитной и валютной политики в экономическом росте.....	221
4.2. Подход к выбору политики валютного регулирования в Армении с точки зрения гармонизации с валютной политикой Банка России.....	239
4.3. Концепция модернизации валютного регулирования.....	248
ВЫВОДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ .....	260
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ.....	267
ПРИЛОЖЕНИЯ .....	288

## ВВЕДЕНИЕ

### Актуальность исследования

Основной целью макроэкономического регулирования, как правило, считают уровень благосостояния, который бывает обусловлен устойчивыми и долгосрочными темпами экономического роста. При этом, если развитые страны довольно давно решили эту задачу, и механизмы достижения высоких темпов развития и уровня жизни населения уже достаточно эффективно отлажены, то развивающиеся рынки, по большому счету, перенимали «рецепты» достижения высокого уровня жизни у развитых стран. Однако, как показало время, положительных результатов удалось достигнуть очень немногим странам. Большая часть развивающихся стран так и осталась на низком уровне состоятельности их экономик. На наш взгляд, основная проблема сложившейся ситуации кроется в неверном подходе к построению рыночной экономики. Изначально, развивающиеся рынки обладают достаточно искаженными механизмами деятельности экономики и обычные методы макроэкономического регулирования, в данном случае, подходить не могут.

Вместе с тем, современная мировая экономика отличается высокой степенью непредсказуемости и волатильностью основных макроэкономических показателей. Особенно эта характеристика касается развивающихся рынков, наиболее подверженных внешним шокам. Если говорить глобально, то одной из доминирующих причин такой неустойчивости является существенное влияние значительной волатильности финансовых рынков на реальный сектор экономики. Сегодня мировые фондовые биржи по капитализации рынка приравнялись к уровню мирового ВВП (97,4% в 2015г.). При этом, доля банковской системы по отношению к мировому валовому продукту не уступает фондовому рынку и составляла по состоянию на 2015г. 88%. Активное развитие информационных технологий, принесших с собой новые финансовые инструменты, способствующих потокам капитала из одной страны в другую, привели к ускорению процесса глобализации финансовых рынков. Безусловно, такой расклад не может не возыметь значительного воздействия на реальный сектор.

С другой стороны, доля валютного рынка в мировой финансовой системе также значительна. В то же время, мировой валютный рынок достаточно сильно концентрирован и в среднем на 45% представлен лишь одной валютой - долларом США. Таким образом, валютная политика стран на локальном уровне неизбежно ставится в зависимость от волатильности мировых валют и конъюнктуры мирового валютного рынка. И, поскольку



мировая экономика постепенно становится единым рынком, актуальным становится вопрос, какую валютную политику реализовывать центральным банкам в условиях глобализации.

Практика показывает, что плавающий курс эффективен в странах с развитой финансовой системой, а фиксированный – в странах, которые зависят от экспорта и, в которых, из-за слабого развития финансовых рынков ограничен выбор инструментов денежно-кредитного регулирования. Однако глобализационные процессы осложняют эту задачу. Известно, что основным признаком глобализации является международное движение капитала. И, учитывая то, что приток инвестиций обеспечивается при наличии стабильного валютного курса, актуальность выбора оптимальной валютной политики возрастает, поскольку, несмотря на то, что режим плавающего валютного курса реализуется в странах с развитой экономикой, формирование обменного курса зависит от состояния доллара (т.к. многие валюты прямо или косвенно привязаны к доллару). Его резкое обесценение или укрепление может негативно повлиять на экономику стран. В частности, от его резких колебаний может сильно пострадать финансовая система.

Вместе с тем, в развивающихся экономиках валютный рынок имеет самое непосредственное воздействие на реальный сектор. Волатильность обменных курсов национальных валют отражается на экспортно-импортных позициях страны, на балансах внутренних и иностранных компаний, на устойчивости банковской системы и других секторов финансовой системы, и наконец, имеет прямое влияние на инфляционные процессы.

С другой стороны, с точки зрения макроэкономического регулирования, оптимальная валютная политика является основой экономического роста стран, поскольку обеспечивает конкурентоспособность отечественных товаров на мировом рынке, стимулирует приток капитала, приспособливает страны к внешним экономическим шокам, и наконец, увеличивает доверие к самой валютной и монетарной политике.

Безусловно, выбор правильной политики валютного регулирования, которая будет соответствовать благоприятному экономическому состоянию страны, является сложной проблемой. С точки зрения развивающихся рынков ситуация осложняется тем, что, по сути, конъюнктура рынка изначально уже искажена. Наличие высокой степени концентрации рынков, отсутствие институциональных механизмов нивелирования внутренних и внешних рисков, высокая волатильность инфляции, неразвитость финансовой системы, нестабильность национальной денежной единицы в экономике и многое другое, не позволяют эффективно использовать большую часть существующих у государства

механизмов макроэкономического регулирования. Более того, скорость изменения процессов в мировой экономике, не позволяет медлить на пути выхода из ловушки «развивающейся экономики». Все это заставляет искать новые, более эффективные и, главное, краткосрочные пути решения задачи по достижению высокого уровня благосостояния в странах с развивающимися рынками. В этом контексте именно корректное валютное регулирование может стать толчком для быстрого роста.

Случай Армении в свете сказанного представляет особый интерес. Экономике Армении присущи практически все имеющиеся в теории и практике других стран искажения рынка. Институциональная несостоятельность, высокая монополизированность экономики, неэффективное правовое поле, неэффективное налоговое администрирование, а отсюда и неэффективный государственный бюджет, неразвитая финансовая система, нестабильность на денежном рынке и многое другое. Все это вкуче, требует разработки нового подхода к макроэкономическому регулированию, который позволил бы изменить в корне сложившуюся ситуацию. И, учитывая долгосрочность воздействия на экономику фискального инструмента, очевидным решением поставленной задачи по увеличению благосостояния страны в краткосрочной перспективе может стать денежно-кредитная и валютная политика.

Известно, что все механизмы макроэкономического регулирования должны быть направлены на достижение устойчивых и долгосрочных темпов экономического роста. Вместе с тем, практически все показатели характеризующие экономическое развитие Армении доказывают несостоятельность как фискального, так и монетарного регулирования. Рассматривая опыт денежно-кредитного и валютного регулирования за время независимости Армении, можно утверждать, что ключевая задача по улучшению благосостояния населения и стимулированию экономического роста достигнута не была. В этой связи, очевидным становится необходимость поиска и разработки новых, более эффективных методов монетарного и валютного регулирования со стороны «денежных властей» Армении. И, учитывая слабую развитость институтов финансового посредничества в Армении, а значит отсутствие каких-либо эффективных механизмов воздействия на экономику посредством денежно-кредитного регулирования, на первый план выходит проблема выбора механизмов валютного регулирования.

Однако анализ механизмов валютного регулирования в Армении выявляет множество проблем и искажений, которые по результатам последних восьми лет привели к замедлению темпов экономического роста и, соответственно, негативно сказались на уровне

благополучия населения в стране. Ошибочная на многих этапах валютная политика привела к потере экспортных позиций отечественных товаров на внешних рынках, в том числе и на рынках стран ЕАЭС, которые в результате интеграционных процессов должны были стать ключевыми торговыми партнерами, как минимум за последние два года. Однако, как показывает анализ торгового баланса, расклад совершенно иной. С начала вхождения Армении в ЕАЭС наблюдается падение объемов экспорта в Россию, как основного торгового партнера Армении среди стран евразийства и отсутствие какого-либо роста экспорта в другие страны Союза. Вместе с тем, направленная на стимулирование экспортных позиций валютная политика могла бы изменить ситуацию и позволить получить значительные выгоды для экономики от вхождения в ЕАЭС.

Учитывая тесную связь экономики Армении с российской экономикой, немаловажным будет отметить, что валютная политика последних лет была нескоординирована и негармонизирована с волатильностью рубля, тогда как воздействие последнего очевидно сказывается на волатильности драма, в особенности, в условиях валютных кризисов, которые имели место последние восемь лет дважды.

С другой стороны, наличие высокой степени долларизации, как денежной массы в целом, так и банковской системы в частности, говорит об отсутствии доверия к национальной денежной единице и общей монетарной политике, проводимой центральным банком, что в целом, тоже говорит о несостоятельности как монетарного, так и валютного регулирования.

И наконец, сдерживание роста денежного предложения прежде всего механизмами валютного регулирования обусловили замедление темпов экономического роста, что еще больше усугубило негативное воздействие мирового финансового кризиса и локальных кризисов в экономике России.

Все сказанное выше требует смены подхода к валютному регулированию в Армении и обуславливает актуальность исследуемой в работе проблематики.

### **Методологическая, теоретическая и эмпирическая база исследования**

Теоретической и методологической основой исследования послужили классические и современные подходы в области денежно-кредитного и валютного регулирования. В частности за основу были взяты изыскания современных аналитиков Международного Валютного Фонда, крупнейших Центральных Банков мира, известных специалистов в области монетарной политики.

Информационной базой исследования явились материалы и базы данных Центрального Банка Республики Армения, Национальной статистической службы Армении, основные направления единой государственной денежно-кредитной и валютной политики Республики Армения. Также, в рамках исследования, использовались материалы и базы данных Международного Валютного Фонда, Всемирного Банка, Банка Международных Расчетов, Национального Бюро Экономических Исследований (NBER), Центральные банки развитых стран, а также стран участниц ЕАЭС, материалы периодической печати и информационных агентств, в том числе, распространяемые через глобальную сеть Интернет, а также расчеты, полученные автором самостоятельно в процессе исследования.

В работе использовались методы сравнительного и системного анализа, методы дедукции и индукции, графический метод, механизмы эконометрического и статистического анализа и другие методы сбора и обработки информации. В качестве современных информационных технологий был использован пакет приложений ToolPak Ms Excel 2007 и эконометрический пакет EViews 9.5.

#### **Объект и предмет исследования**

Объектом исследования выступают институты и структура денежного рынка в Республике Армения; предметом исследования стала модернизация системы валютного регулирования в Республике Армения в условиях Евразийского Экономического Союза.

#### **Цель и задачи исследования**

Основной целью данного исследования является разработка подходов к модернизации системы валютного регулирования в Республике Армения в контексте достижения устойчивого и долгосрочного экономического роста.

Для достижения поставленной цели, в работе решаются следующие задачи:

1. выделить основные теоретические подходы к валютному регулированию и выбору режимов валютной политики в условиях развивающейся экономики;
2. определить основные теоретические и практические подходы к взаимосвязи валютного регулирования и экономического роста;
3. дать обзор теоретических выкладок воздействия монетарного регулирования на экономический рост;
4. определить теоретические аспекты взаимосвязи уровня цен и экономического роста;
5. рассмотреть и выделить основные аспекты взаимосвязи волатильности обменного курса и инфляции;

6. дать характеристику и оценку финансовой системе Армении с точки зрения развитости и эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитного регулирования;
7. проанализировать денежно-кредитную политику ЦБ РА за 1991-2006гг., на основе чего дать оценку современной денежно-кредитной политики с точки зрения наличия необходимых условий для эффективной реализации политики инфляционного таргетирования в Армении;
8. выявить основные проблемы валютного регулирования в Армении;
9. выявить ключевые факторы, способствующие валютным кризисам в Армении;
10. рассмотреть и оценить возможность валютной интеграции в рамках ЕАЭС;
11. выявить основные факторы необходимости гармонизации валютных политик стран ЕАЭС;
12. определить и обосновать факторы взаимосвязи валютного курса и инфляции в Армении;
13. определить и обосновать основные факторы воздействия валютного регулирования на экономический рост Армении;
14. разработать подход к модернизации системы валютного регулирования в Армении с точки зрения интеграции в ЕАЭС, а также достижения долгосрочных темпов экономического роста.

#### **Научная новизна**

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

1. В результате оценки ключевых факторов, необходимых для реализации полнофункционального таргетирования инфляции, обоснована несостоятельность режима инфляционного таргетирования в денежно-кредитной политике в Республике Армения на современном этапе.
2. Введено понятие «ловушки инфляционного таргетирования» в денежно-кредитной политике, проявляющейся в сдерживании экономического роста, обусловленного приоритетностью достижения номинального якоря в Республике Армения.
3. Выявлено наличие слабой взаимозависимости между инфляцией, валютным курсом и экономическим ростом в результате применения эконометрических методов, обусловленное несовершенством рыночных механизмов формирования обменного курса драма и ценообразования в РА.

4. Разработана методика оценки формирования валютного курса драма в условиях жесткой валютной политики, предполагающая оценку ключевых экзогенных и эндогенных факторов, воздействующих на укрепление обменного курса национальной валюты, с точки зрения реализации режима полнофункционального инфляционного таргетирования в Республике Армения.

5. Предложен подход к оценке перспектив создания валютного союза в ЕАЭС, включающий в себя необходимые предпосылки образования монетарных союзов и обосновывающий неприемлемость формирования единой валютной зоны в виду несовместимости структурных и институциональных особенностей экономик стран-участниц Союза.

6. Оценено воздействие инструментов денежно-кредитной и валютной политики на реальный сектор экономики с точки зрения достижения номинального якоря таргетирования инфляции и стимулирования (дестимулирования) устойчивых и долгосрочных темпов экономического роста в Республике Армения при помощи применения эконометрических методов.

7. Разработана методика оценки ключевых эндогенных и экзогенных факторов возникновения валютных кризисов 2009г. и 2014г. в Республике Армения.

8. Разработан подход к выбору политики валютного регулирования в Республике Армения в зависимости от сценариев развития экономики России на основе применения модели ARMA.

9. Предложена концепция модернизации механизмов денежно-кредитного и валютного регулирования в Республике Армения, включающая в себя ключевые элементы монетарной политики и финансовой системы и способствующая стимулированию экономического роста.

#### **Практическая значимость исследования**

В результате проведенных исследований, даны рекомендации по усовершенствованию проводимой в настоящее время монетарной и валютной политики и предложен ряд институциональных и законодательных преобразований, необходимых для более эффективного валютного регулирования в Армении с целью достижения долгосрочного качественного экономического роста, в том числе, с учетом евразийских интеграционных процессов.

Практическая значимость диссертационной работы определяется возможностью применения построенных моделей и сформулированных выводов и рекомендаций при

разработке и реализации денежно-кредитной и валютной политики ЦБ РА. Результаты проведенных автором исследований нашли применение в аналитических исследованиях Евразийской Экономической Комиссии, Евразийского Банка Развития, Института Экономических Исследований Республики Казахстан и др. Основные положения диссертационной работы были апробированы на научно-теоретических и научно-практических конференциях как в Армении, так и за рубежом. Результаты исследования используются в учебном процессе в рамках курса «Деньги и финансовые рынки», «Экономика Армении» и «Государственное регулирование экономики» при чтении лекций для студентов экономических и неэкономических специальностей Российско-Армянского университета.

Результаты исследования и основные положения диссертационной работы отражены в 65 научных публикациях, включая одну монографию.

#### **Структура диссертационной работы**

Работа состоит из введения, четырех глав, выводов и рекомендаций, списка использованной литературы и приложений. Содержание диссертационной работы изложено на 287 страницах (без приложений) и включает 17 таблиц, 157 рисунков и 4 схемы.

# ГЛАВА 1.

## ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ВЗАИМОСВЯЗИ ВАЛЮТНОГО КУРСА, ИНФЛЯЦИИ И ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

Достижение стабильных и качественных темпов экономического роста лежит в основе ключевых задач макроэкономического регулирования. При этом основными инструментами достижения обозначенной задачи являются фискальное и монетарное (включая валютное) регулирование. Вместе с тем, фискальная политика, как правило, носит долгосрочный характер и выступает скорее в роли встроенного стабилизатора экономики или превентивной меры, нежели инструмента, призванного отвечать непосредственно на те, или иные краткосрочные искажения рынка. В то же время, монетарная и валютная политика как раз позволяют оперативно отвечать на возникающие внутренние и внешние шоки в экономике, нивелируя негативные последствия для реального сектора. В этой связи, в рамках данного исследования, прежде всего, будет рассмотрена роль монетарного и, более конкретно, валютного регулирования в достижении долгосрочного и устойчивого экономического роста.

Особенно остро зависимость валютной политики и экономического роста наблюдается в развивающихся экономиках. Наряду с этим, ключевым индикатором, которым оперирует Центральный банк, является уровень цен, измеряемый, как правило, индексом потребительских цен. При этом, уровень цен находится в логической цепочке взаимосвязи макроэкономических индикаторов: экономический рост - волатильность обменного курса национальной валюты – инфляция. Таким образом, взаимосвязь колебаний валютного курса и уровня цен тесно коррелируют с экономическим ростом. В этой связи, в рамках данной главы будут рассмотрены теоретические аспекты взаимосвязей экономический рост – валютный курс и валютный курс – инфляция.

### **1.1. Сущность валютного регулирования и эволюция монетарных и валютных режимов**

В научных дискуссиях, решение о выборе валютного режима часто сводится к выбору между фиксированным или гибким обменным курсом. Однако в действительности, существуют очень много фиксированных и гибких механизмов, обеспечивающих широкий



спектр альтернатив. Вариации режимов имеют различные последствия в той степени, в которой денежные власти допускают вмешательство на валютных рынках.

Выбор режима обменного курса оказывает существенное влияние на торговлю товарами и услугами, движение капитала, инфляцию, платежный баланс и другие макроэкономические показатели. По этой причине, выбор соответствующего режима обменного курса является основным инструментом денежно-кредитной политики в поддержании экономического роста и стабильности. Тем не менее, нет единого мнения о том, как выбрать подходящий режим валютного курса, и нет единого режима, который подошел бы всем странам. Характеристики конкретной страны, предпочтения государственных органов, наличие институциональной среды и доверие могут повлиять на выбор валютного режима. Наиболее важными факторами являются размер и открытость страны для торговли и финансовых потоков, степень экономического и финансового развития, структура торговли и производства.

Таблица 1.1.

**Эволюция валютных режимов с 1990-х гг., % от числа стран-членов МВФ.**

Режим валютного курса	Фиксированный курс	Жесткая привязка	Мягкая привязка	Плавающий курс	Независимое плавание	Управляемое плавание
1991	76,3	16,1	60,2	23,6	7,5	16,1
1993	68,6	15,9	52,7	31,3	13,7	17,6
1996	66,5	16,2	50,3	33,5	12,4	21,1
1999	59,7	24,2	35,5	40,3	18,3	22
2001	55,9	25,8	30,1	44,1	21,5	22,6
2004	53,6	22,2	31,4	46,5	18,9	27,6
2005	55,7	24,1	31,6	44,3	16	28,3
2006	57	23,7	33,3	42,9	14,1	28,8
2007	57	23,7	33,3	42,9	14,1	28,8
2008	52,1	12,2	39,9	39,9	19,7	20,2
2009	46,8	12,2	34,6	42,1	17,6	24,5
2010	52,9	13,2	39,7	36	15,9	20,1
2011	56,4	13,2	43,2	34,7	15,8	18,9
2012	52,7	13,2	39,5	34,7	16,3	18,4
2013	56	13,1	42,9	34	15,7	18,3
2014	56,6	13,1	43,5	34	15,2	18,8
2015	59,7	12,6	47,1	35,1	15,7	19,4
2016	63	18	45	36,9	16,1	20,8

Источник: Составлено автором на основе Классификации МВФ. International Monetary Fund, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction*, 2017.

В таблице 1.1. представлен ретроспективный анализ смены режимов согласно классификации МВФ. Неожиданным представляется тот факт, что промежуточные валютные режимы до сих пор имеют значительное распространение.

Так, в период 50-90гг., в почти половине стран наблюдались двойные валютные режимы. При этом, практика показывает, что явно наблюдается тенденция перехода к более мягким режимам валютной политики в мировой практике. Как мы можем видеть из таблицы 1.1., если по состоянию на начало 90-х годов 76,8% стран фиксировали свои валюты и проводили жесткую валютную политику, то по данным 2016г. доля таких стран сократилась до 52,6%. С другой стороны, доля стран реализующих режим плавающего валютного курса за этот же период увеличилась с 23,6% до 36,9%. Таким образом, достаточно большое число стран за последние годы отказались от политики жесткого фиксирования, и перешли либо на плавающие режимы валютного регулирования, либо на вариации мягкой валютной привязки. Приведем некоторые из причин, способствующих такому переходу.

Во-первых, достаточно высокая нестабильность на мировых валютных рынках относительно основных мировых валют заставляет страны, фиксирующие курс, слишком часто менять свои целевые ориентиры. Во-вторых, увеличение темпов роста цен во многих странах не позволяет удерживать валютные курсы неизменными в долгосрочной перспективе. Наконец, высокая степень глобализации национальных экономик заставляет денежные власти переходить на режим плавающего курса, дабы удачно интегрироваться в международные финансовые рынки.

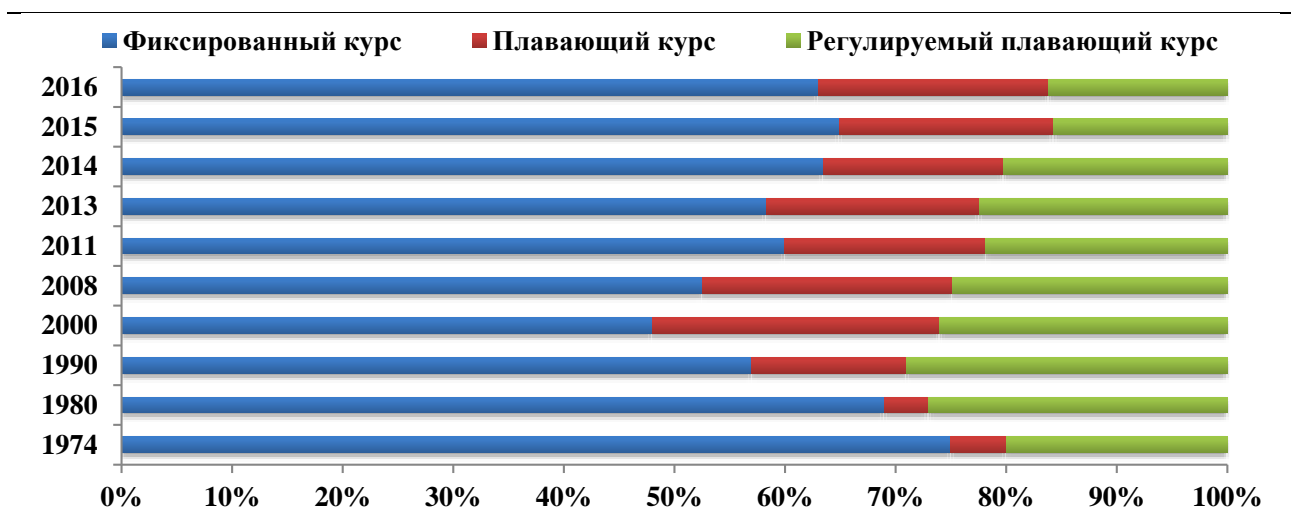


Рис. 1.1. Эволюция распределения стран в зависимости от режима валютного регулирования.

Источник: Составлено автором на основе Классификации МВФ. International Monetary Fund, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction*, 2017. – [www.imf.org](http://www.imf.org)

Итак, режимы валютных курсов можно разделить на три основные категории: фиксированные (fixed), гибкие (flexible) и промежуточные (intermediate regimes) (см. рис. 1.1.). До 1970-х, большинство стран придерживалось фиксированного режима обменного курса, известного как Бреттон-Вудская система. Согласно этой системе, страны фиксировали свои обменные курсы по отношению к доллару США, а доллар фиксировался по отношению к золоту.

Таким образом, все участвующие валюты были негласно привязаны к золоту. Данная система де-факто просуществовала 25 лет (1946-1971) и завершилась распадом Бреттон-Вудской системы, хотя по сей день ее элементы сохраняются в валютном регулировании во многих странах. Добавим к этому, что события последних десяти лет, такие как мировой финансовый кризис и его последствия для, как реального так и финансового секторов, подвели многие центральные банки к необходимости, если не возврата к золотому стандарту, то наличия достаточно большой доли золота в общих объемах международных валютных резервов. Некоторые примеры этой тенденции представлены на рис. 1.2.

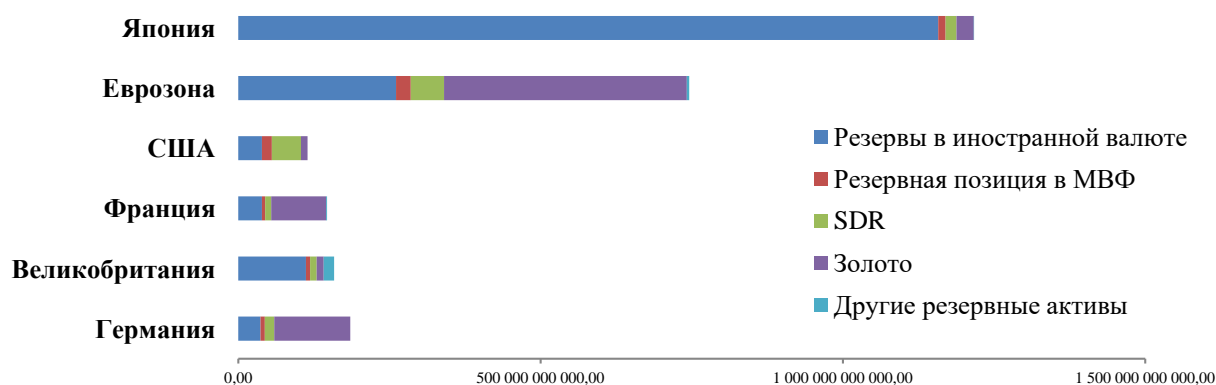


Рис. 1.2. Структура международных резервов Центральными банками некоторых стран, 2016г.

Источник: Составлено автором на основе Базы данных МВФ - <http://data.imf.org>

Основная мотивация поддержания обменных курсов на фиксированном уровне заключается в том, что стабильный обменный курс может способствовать торговым и инвестиционным потокам между странами за счет уменьшения колебания относительных цен и путем уменьшения неопределенности. Тем не менее, с 1971 года многие страны стали постепенно переходить на более гибкие режимы обменных курсов, при которых стоимость валюты определяется спросом и предложением на валютном рынке.

Учитывая влияние режимов валютных курсов на экономическую деятельность, выбор соответствующего режима должен быть основан на плюсах и минусах каждого варианта

режимов и основных экономических основ. При этом, каждый тип режимов имеет основные преимущества и уязвимые места. Мировая практика показывает, что плавающие режимы являются более подходящими для развитых стран, в то время как промежуточные режимы - лучшие варианты для развивающихся стран с открытой экономикой и достаточно развитым финансовым сектором. В случае менее интегрированных в мировую экономику стран и отсутствием монетарной независимости, мягкие режимы привязки предпочтительнее. Жесткие режимы привязки, как правило, более подходят странам с высоким уровнем инфляции и низким уровнем доверия к денежно-кредитной политике.

Итак, крах Бреттон-Вудской системы в начале 1970-х подготовил почву для более диверсифицированного выбора режимов обменных курсов и способствовал анализу необходимости выбора того или иного режима в эмпирической литературе<sup>1</sup>. За последние 40 лет разработано множество теорий относительно выбора режима обменного курса. Ранняя литература, основанная на работе об оптимальных валютных зонах по Манделу, Кенену и Маккинону<sup>2</sup>, подчеркнула основы, связанные со способностями справиться с шоками спроса и полезности денежно-кредитной политики для управления совокупным спросом. Последующие авторы, (например, Поле<sup>3</sup> (1970)), писали об анализе инструментов монетарной политики, направленных на тип и источник доминирующих потрясений, которым подвергается экономика.

Ранняя эмпирическая литература рассматривает также основы и подходы, затем дает некоторые рекомендации касательно выбора режимов (Хеллер (1978)<sup>4</sup> и Дрейер (1978)<sup>5</sup>).

Более поздние исследования представили соображения оптимальной макроэкономической стабилизации, добавив полномочия для различных видов шоков (Мелвин (1985)<sup>6</sup> и Савид (1990, 1993)<sup>7</sup>). Эти авторы считают, что присутствие основных

---

<sup>1</sup> Heller (1978), Holden et al. (1979), Dreyer (1978), Melvin (1985), Savvides (1990), Edwards (1996), Bernhard and Leblang (1999), and Poirson (2001).

<sup>2</sup> McKinnon, R.I., 1969. Discussion: the currency area problem. In: Mundell, R.A., Swoboda, A.K. (Eds.), *Monetary Problems of the International Economy*. University of Chicago Press, Chicago, p. 112; Mundell, R.A., 1961. A theory of optimum currency areas. *American Economic Review* 53, 657–665.; Kenen, P.B., 1969. The theory of optimum currency areas: an eclectic view. In: Mundell, R.A., Swoboda, A.K. (Eds.), *Monetary Problems of the International Economy*. University of Chicago Press, Chicago, pp. 41–60

<sup>3</sup> William Poole Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model.: Source: The ... 84, No. 2 (May, 1970), pp. 197-216.

<sup>4</sup> Heller, H. Robert, 1978, „Determinants of Exchange Rate Practices,“ *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 10 (August): 308--321

<sup>5</sup> Dreyer, Jacob S., 1978, „Determinants of Exchange-Rate Regimes for Currencies of Developing Countries: Some Preliminary Results,“ *World Development*, Vol. 6 (April), pp. 437--445

<sup>6</sup> Melvin, Michael, 1985, „The Choice of an Exchange Rate System and Macroeconomic Stability,“ *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 17, No. 4 (November, Part 1): 467--478

<sup>7</sup> Savvides, Andreas, 1990, „Real Exchange Rate Variability and the Choice of Exchange Rate Regime by Developing Countries,“ *Journal of International Money and Finance* 9: 440--454.; Savvides, Andreas, 1993, „Pegging the Exchange

номинальных шоков повышает вероятность привязки валюты, в то время как реальные шоки уменьшают его. Опираясь на работы Барро and Гордонс<sup>8</sup> (1983) относительно эффективности денежно-кредитной политики, научные работы 1980-х годов предлагают идею о том, что привязки валютного курса могут способствовать доверию к политике низкой инфляции центрального банка (Джиаваззи и Джиованни (1989) и вон Хаген (1991))<sup>9</sup>. Более поздняя литература, наконец, отмечает, что валютные кризисы 1990-х годов (Мексика, Юго-Восточная Азия, Россия, Бразилия и Аргентина) включают комбинации некоторых форм фиксированных валютных курсов с высокой мобильностью капитала. Это говорит о том, что страны, подверженные большим потокам капитала, должны избегать неустойчивых режимов валютных курсов и для этого есть два решения: очень жесткая привязка валюты (например, валютный совет или долларизация) или применение гибкого режима<sup>10</sup>.

Современные эмпирические исследования рассматривают влияние политических и институциональных переменных на выбор режима и то, что политическая нестабильность приводит к увеличению вероятности применения гибких режимов обменных курсов (Эдвардс (1996)<sup>11</sup> и Бергер<sup>12</sup> и др. (2000)).

Различают три группы факторов, влияющих на выбор режима обменного курса той или иной страны: экономические основы, переменные, связанные с макроэкономической стабилизацией и переменные, связанные с риском валютных кризисов. Опираясь на работу Мандела (1961)<sup>13</sup> МакКиннон (1963)<sup>14</sup> указывает размер экономики и открытость в качестве важных основ. Он утверждает, что малые и открытые экономики более склонны принимать фиксированные режимы валютных курсов, чем крупные и относительно закрытые

---

Rate and the Choice of a Standard by LDCs: A Joint Formulation," *Journal of Economic Development*, Vol. 18, No. 2 (December): 107--125.

<sup>8</sup> Barro and Gordon. 1983. Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics* 12: 101-121.

<sup>9</sup> Francesco Giavazzi and Alberto Giovannini. Monetary Policy Interactions under Managed Exchange Rates. *Economica*, 1989, vol. 56, issue 222, pages 199-213; von Hagen, Jurgen, 1991. "A note on the empirical effectiveness of formal fiscal restraints," *Journal of Public Economics*, Elsevier, vol. 44(2), pages 199-210, March.

<sup>10</sup> Eichengreen, Barry, (1994), *International Monetary Arrangements for the 21st Century* (Washington DC: Brookings Institution); Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff, (1995), „The Mirage of Fixed Exchange Rates," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4, pp.73.; and Fischer, Stanley, (2001), „Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?" mimeo, IMF..

<sup>11</sup> Edwards, Sebastian, 1996, „The Determinants of the Choice Between Fixed and Flexible Exchange-rate Regimes," NBER Working Paper No. 5756.

<sup>12</sup> Berger, Helge, Jan-Egbert Sturm, and Jakob de Haan, 2000, „An Empirical Investigation into Exchange Rate Regime Choice and Exchange Rate Volatility," CESifo Working Paper No. 263.

<sup>13</sup> Mundell, Robert, 1961, „A Theory of Optimal Currency Areas," *American Economic Review* 51 (September): 657--665

<sup>14</sup> McKinnon, Ronald, 1993, *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy* (Baltimore: Johns Hopkins University Press)

экономики.<sup>15</sup> Кроме того, страна предпочитает принимать режим фиксированного обменного курса, если ее торговля в значительной степени сконцентрирована в определенной валютной зоне. Позже, Кенен (1969)<sup>16</sup> показывает, что страны с очень концентрированными производственными структурами более склонны к принятию гибких валютных курсов, чем страны с высоким уровнем диверсификации производства, так как изменение обменного курса, практически эквивалентно изменению относительной цены на продукцию, и, следовательно, более полезно, чтобы справляться с шоками спроса<sup>17</sup>.



Рис. 1.3.  
**Распределение стран, в зависимости от режима монетарной политики и степени развитости финансовых рынков**

■ Отсутствие денежно-кредитной автономии  
 ■ Фиксация валютного курса  
 ■ Полнофункциональное ФИ  
 ■ Облегченное ФИ  
 ■ Денежный якорь  
 ■ Другие

**Источник:** Составлено автором на основе Классификации МВФ. International Monetary Fund, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction*, 2017. – [www.imf.org](http://www.imf.org), а также данных опубликованных Международным Экономическим Форумом – «The Financial Development Report 2016», Copyright © 2016 by the World Economic Forum USA Inc.

Последним соображением является развитие финансового сектора страны. Страны с относительно неразвитым финансовым сектором часто выбирают режимы фиксированного обменного курса, потому что они не имеют рыночных инструментов для проведения внутренних операций на открытом рынке и потому, что хотели бы защитить свои зарождающиеся банковские отрасли с крупными колебаниями обменного курса. Таким образом, низкое финансовое развитие повышает вероятность принятия фиксированных режимов обменного курса. Наши исследования также указывают на такую динамику (см.

<sup>15</sup> McKinnon, Ronald, 1963, „Optimum Currency Areas,“ *American Economic Review* 53 (September): 717—725; Mundell, Robert, 1961, „A Theory of Optimal Currency Areas,“ *American Economic Review* 51 (September): 657--665.

<sup>16</sup> Kenen, Peter B., 1969, „The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View,“ in Robert Mundell and Alexander Swoboda, eds., *Monetary Problems of the International Economy* (Chicago: University of Chicago Press)

<sup>17</sup> Kenen, Peter B., 1969, „The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View,“ in Robert Mundell and Alexander Swoboda, eds., *Monetary Problems of the International Economy* (Chicago: University of Chicago Press).

рис. 1.3. и 1.4.). За основу развитости финансовых систем были взяты показатели капитализации рынка в % от ВВП, совокупных биржевых продаж в % от ВВП, а также уровень монетизации экономики.

Как мы можем наблюдать на рисунках, страны с более развитыми рынками склонны реализовывать более гибкие монетарные и валютные режимы, а страны, где развитие институтов финансового посредничества ограничено, выбирают более жесткие режимы валютного регулирования.

Хендерсон (1979)<sup>18</sup>, МакКиннон (1981)<sup>19</sup>, и Бойер (1978)<sup>20</sup> утверждают, что фиксированные валютные курсы работают лучше с точки зрения отсутствия стабильности, то есть при наличии монетарных шоков, происходящих внутри экономики, а гибкие тарифы работают лучше при наличии реальных шоков.<sup>21</sup> Вместе с Барро и Гордоном (1983)<sup>22</sup> достаточно много авторов утверждают, что у стран, в которых ощущается существенное недоверие денежных властей к политике ЦБ, есть шанс повысить доверие к центральному банку, приняв режим фиксированного обменного курса с более стабильной валютой (например, Фратианни, и Вон Хаген (1992), Джаваззи и Джиованнини (1989), Мелитц (1988)).<sup>23</sup> Такая точка зрения крайне важна при переходе от командной экономики к рыночной.

Отметим, что степень развития финансовых систем влияет также и на выбор между наиболее популярными и эффективными монетарными режимами: фиксированием обменного курса национальной денежной единицы и таргетированием инфляции (см. рис. 1.4). Если страны, фиксирующие курс, в большинстве своем обладают слабо развитыми финансовыми системами, то в странах, таргетирующих инфляцию, с точки зрения развития институтов финансового посредничества, преобладает высокая и средняя степень развитости финансовых систем.

---

<sup>18</sup> Henderson, Dale W., 1979, „Financial Policies in Open Economies,“ *American Economic Review* 69(2): 232--39

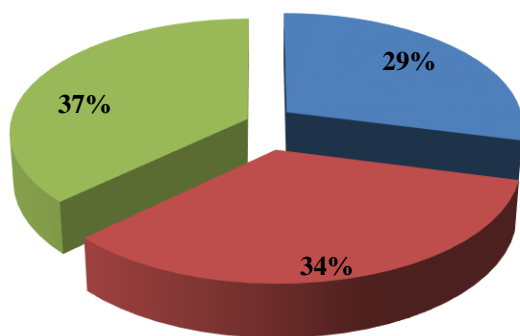
<sup>19</sup> McKinnon, Ronald, 1981, „The Exchange Rate and Macroeconomic Policy: Changing Postwar Perceptions,“ *Journal of Economic Literature* 19(2): 531--537.

<sup>20</sup> Boyer, Robert S., 1978, „Optimal Foreign Exchange Market Intervention,“ *Journal of Political Economy*: 1045--1055

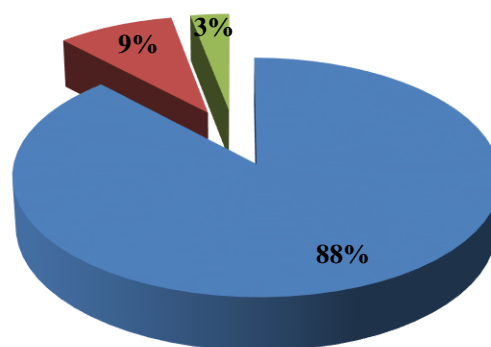
<sup>21</sup> Boyer R., (1978), „Optimal Foreign Exchange Market Intervention,“ *Journal of Political Economy*: 1045; Henderson D., (1979), „Financial Policies in Open Economies,“ *American Economic Review* 69(2); McKinnon, R., (1981), „The Exchange Rate and Macroeconomic Policy: Changing Postwar Perceptions,“ *Journal of Economic Literature* 19(2): 531.

<sup>22</sup> Barro, Robert J., and David B. Gordon, 1983, „Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy,“ *Journal of Monetary Economics* 12: 101--121

<sup>23</sup> Melitz, Jacques, 1988, „Monetary Discipline and Cooperation in the ERM: A Synthesis,“ in F. Giavazzi, S. Micossi, and M. Miller eds., *The European Monetary System* (Cambridge: Cambridge University Press).



Страны, таргетирующие инфляцию



Страны, фиксирующие обменный валютный курс

Рис. 1.4. Распределение стран, в зависимости от режима монетарной политики и степени развитости финансовых рынков

- Слабо развитые финансовые рынки
- Средне развитые финансовые рынки
- Высокоразвитые финансовые рынки

**Источник:** Составлено автором на основе Классификации МВФ. International Monetary Fund, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction*, 2017. – [www.imf.org](http://www.imf.org), а также данных опубликованных Международным Экономическим Форумом – «The Financial Development Report 2016», Copyright © 2016 by the World Economic Forum USA Inc.

Тенденции последних лет также указывают на то, что страны при выборе режима монетарного и валютного регулирования склоняются все больше к двум основным альтернативам: таргетированию инфляции или фиксированию курса (см. рис. 1.5).

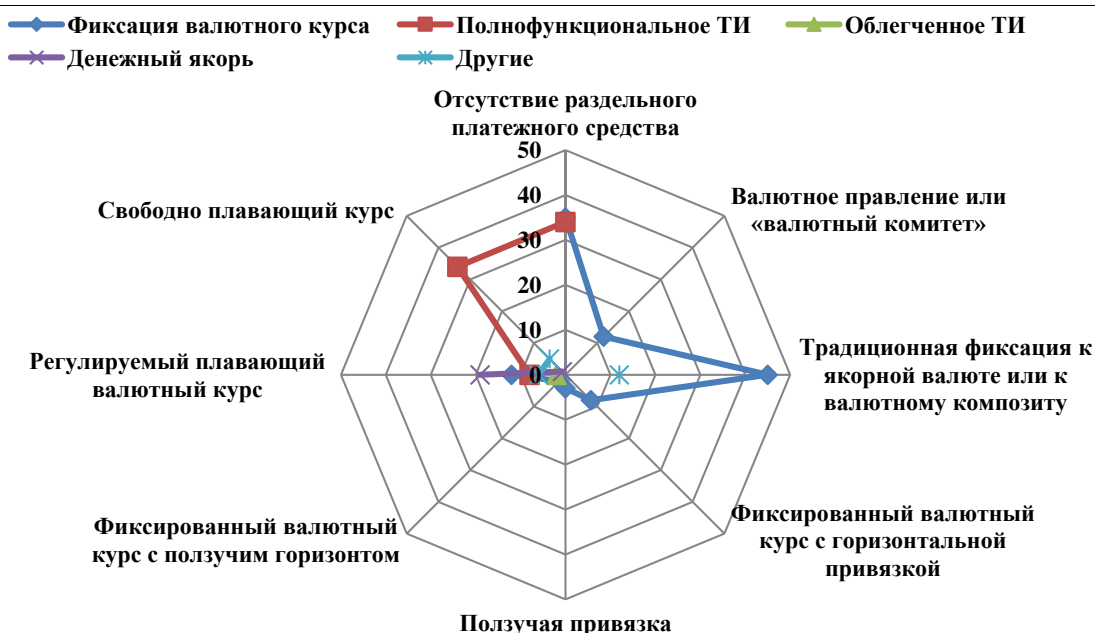


Рис. 1.5. Валютные режимы и структура денежно-кредитной политики стран мира, 2016г.

**Источник:** Составлено автором на основе Классификации МВФ. International Monetary Fund, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction*, 2017. – [www.imf.org](http://www.imf.org)



Причем, большая часть стран таргетирующих инфляцию реализуют мягкую валютную политику. При этом, страны входящие в еврозону, в целом лишены собственной валюты и автономной денежно-кредитной политики, и фактически привязанные к евро, тем не менее как единая валютная зона реализуют свободное плавание. Отметим также, что важным условием для вхождения стран в еврозону являлась реализация либеральной валютной политики.

Первоначально, с целью макроэкономической стабилизации, фиксированный обменный курс может обеспечить номинальный якорь для внутренних цен в ситуации, когда не существует надежных институтов денежно-кредитной политики. Даже для стран с переходной экономикой, которые начали переход с более умеренных темпов инфляции, «Вашингтонский консенсус» в начале 1990-х постановил, что обменный курс имеет соответствующий номинальный якорь при условии, что налогово-бюджетная политика устойчива (Бегг (1998) и Бруно (1991, 1993))<sup>24</sup>.

Таблица 1.2.

**Зависимость валютных и монетарных режимов**

<b>Валютные режимы</b> \ <b>Режимы денежно-кредитной политики</b>	<b>Таргетирование Инфляции</b>	<b>Таргетирование Обменного курса</b>	<b>Таргетирование денежного предложения</b>	<b>Не классифицируемые режимы денежно-кредитной политики</b>
Свободно плавающий курс (Independently floating)	+		+	+
Валютное правление или «валютный комитет» (currency board)		+		
«Ползущая привязка» (crawling peg)			+	
Фиксированный курс с допускаемым пределом или «целевой зоной» (exchange rate band)		+		
Фиксированный валютный курс с ползучим горизонтом (exchange rates within crawling bands)	+	+		
Регулируемый плавающий валютный курс с неустановленным заранее горизонтом валютного курса (managed floating with no pre-determined path for the exchange rate)	+		+	+
Фиксированный валютный курс с неустановленной официально валютой привязки (exchange arrangements with no separate legal tender)		+		+
Фиксированный валютный курс с горизонтальной привязкой (pegged exchange rates within horizontal bands)	+	+		

Источник: Составлено автором на основе Классификации МВФ. International Monetary Fund, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction*, 2017. – [www.imf.org](http://www.imf.org)

<sup>24</sup> Begg, David, 1998, „Disinflation in Central and Eastern Europe: The Experience to Date,“ in Carlo Cottarelli and György Szapary eds., *Moderate Inflation: The Experience of the Transition Economies* (Washington DC: IMF).

В таблице 1.2. представлена зависимость валютных и монетарных режимов. Как мы можем видеть, среди стран, которые таргетируют инфляцию наблюдаются также и жесткие режимы валютного регулирования. Однако в большей части, это страны с развивающимися рынками, которые де-факто реализуют облегченную модель инфляционного таргетирования.

При этом, опыт стран, таргетирующих инфляцию, не до конца отражает все требования МВФ к выбору режима обменного курса национальной валюты при инфляционном таргетировании. Как мы можем наблюдать в таблице 1.3, определенное количество стран, таргетирующих инфляцию все же применяют валютное регулирование в полной или частичной форме. Отметим, что Армения, при этом, входит в число стран, реализующих управляемое плавание.

Таблица 1.3.

**Режимы валютного курса в странах, реализующих инфляционное таргетирование**

Валютное регулирование	Управляемое плавание	Независимое плавание	Еврозона
Грузия Доминиканская Республика Индонезия Парагвай	Армения Албания Бразилия Колумбия Гана Гватемала Венгрия Исландия Южная Корея Мексика Молдова Новая Зеландия Перу Филиппины Румыния Сербия Южная Африка Таиланд Турция Уругвай	Австралия Канада Чешская Республика Чили Израиль Япония Норвегия Польша Швеция Великобритания	Австрия Бельгия Кипр Эстония Финляндия Франция Германия Греция Ирландия Италия Люксембург Мальта Нидерланды Словакия Словения Испания Латвия Литва Португалия

Источник: Составлено автором на основе Классификации МВФ. International Monetary Fund, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction*, 2017. – [www.imf.org](http://www.imf.org)

Тенденции в мировом движении капитала приводят к тому, что режимы фиксированного обменного курса в сочетании с высокой степенью мобильности капитала стали все больше подвергаться спекулятивным атакам в результате противоречий политики (Кругман (1979)<sup>25</sup>, Салант и Хендерсон (1978))<sup>26</sup>, или приводят к ожиданиям, которые

<sup>25</sup> Krugman, Paul, 1979, „A Model of Balance of Payments Crises,“ *Journal of Money, Credit and Banking* 11 (August): 311--25

<sup>26</sup> Salant, Stephen W., and Dale W. Henderson, 1978, „Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold,“ *Journal of Political Economy* 86(4): 627--648

возникают в контексте множественного равновесия (Обстфелд (1996)).<sup>27</sup> Суть в том, что страны должны избегать неустойчивых сочетаний мобильности капитала и жестких обменных курсов. Среди важных факторов, которые снижают риск спекулятивных атак, является наличие валютных резервов, направленных на защиту фиксированного обменного курса, а также согласованность макроэкономических политик, из которых можно выделить устойчивость государственных финансов.

Милтон Фридман (1953 г.) в качестве аргумента, почему все страны - по крайней мере, с низкой или умеренной инфляцией - должны сделать выбор в пользу плавающих обменных курсов писал: «Аргумент для гибких валютных курсов, как это ни странно, почти идентичен с аргументом для перехода на летнее время. Разве это не нелепо для изменения типа часов, в летнее время, когда точно так же результата можно достичь, имея возможность поменять свои привычки? Все, что требуется, это то, что каждый решил зайти к нему в кабинет на час раньше, так как пообедал на час раньше. Но очевидно, что намного проще изменить тип часов, которые направляют все, чем для каждого в отдельности изменить свой способ реагирования на часы, хотя все хотят этого делать. Ситуация точно такая же и на валютном рынке. Гораздо проще разрешить изменить одну цену, а именно, стоимость иностранной валюты, чем полагаться на ценовые изменения, которые в совокупности образуют структуру внутренних цен»<sup>28</sup>.

Волатильность номинального обменного курса означает волатильность реального обменного курса. Мусса<sup>29</sup> (1986) показал, что страны, в которых реализуется плавающий режим, характеризуются низкой волатильностью реального обменного курса. Этот тезис подтверждается также и другими исследователями (например, Бакстер и Стокман, 1989), которые подтверждают что отмеченная тенденция справедлива для экономик с низким уровнем цен.

Трилемма Манделла означает, что реальные последствия различных видов шоков, в принципе, зависят от режима обменного курса. В этой связи, Центральные банки должны выбирать режим обменного курса так, чтобы максимизировать выгоды для экономического роста. Сторонник этой позиции Стокман (2000) утверждает, «когда страны подверженные внешним шокам со стороны реального сектора должны ориентироваться на мягкие режимы

---

<sup>27</sup> Obstfeld, Maurice, 1996, „Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features,“European Economic Review 40 (April): 1037

<sup>28</sup>Friedman, Milton (1953) “The Case for Flexible Exchange Rates” in Essays in Positive Economics (Chicago, University Press).

<sup>29</sup>Mussa, Michael (1986) “Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates” Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 25, 117-214.

валютного регулирования, тогда как страны, зависящие во многом от шоков в финансовой системе должны стремиться к фиксации курсов»<sup>30</sup>.

По сути, фиксированный обменный курс представляет собой прозрачный, легко контролируемый денежный якорь. Таким образом, ориентировка на обменный курс может обеспечить доверие к Центральному Банку. Это особенно справедливо для стран, характеризующихся высоким инфляционным давлением, привязавших курс национальной денежной единицы к валюте страны с низким уровнем цен.

Торнел и Веласко (2000)<sup>31</sup> в этой связи представляют интересный теоретический контраргумент. Согласно их позиции, фиксированные обменные курсы вызывают неэффективность в налоговом администрировании, связанную с появлением теневого сектора и другими искажениями рынка. Вместе с тем, мягкие валютные режимы ведут к эффективной рыночной конкуренции и, тем самым, обеспечивают более прозрачную работу реального сектора.

С другой стороны, как утверждают другие авторы, «микро-структура иностранного валютного рынка может обусловить официальное вмешательство с целью сглаживания волатильности или фиксирования обменного курса»<sup>32</sup>. Иными словами, в любом случае вмешательство на валютный рынок неизбежно, поскольку всегда будет необходимость обеспечить стабильность на валютном рынке с целью минимизации рисков в реальном секторе (см. например, Килин и др., 2006)<sup>33</sup>.

Наконец, согласно Франкелу (1999)<sup>34</sup> ни один режим обменного курса не является приемлемым для всех стран или для всех времен. По большому счету, эта позиция наиболее верная в условиях современной мировой экономики. Особенно с точки зрения развивающихся рынков. Нельзя однозначно утверждать о положительном воздействии того или иного режима валютного регулирования на постоянной основе. Изменчивость мировой конъюнктуры вынуждает страны подстраиваться и, соответственно, реагировать на изменения, в том числе и на валютных рынках.

В этой связи, в рамках данного исследования, немаловажным нам представляется вопрос о классификации режимов. Выше мы уже рассмотрели официальную классификацию

---

<sup>30</sup> Stockman, Alan C. (2000) "Exchange Rate Systems in Perspective" Cato Journal 20-1, 115-122.

<sup>31</sup> Tornell, Aaron and Andres Velasco. "Fixed Versus Flexible Exchange Rates: Which Provides More Fiscal Discipline?," Journal of Monetary Economics, 2000, v45(2, Apr), 399-436

<sup>32</sup> Guembel, Alexander and Oren Sussman (2004) "Optimal Exchange Rates" Journal of the European Economic Association 2-6, 1242-1274.

<sup>33</sup> Azemar, Celine, Rodolphe Desbordes, and Jean-Louis Mucchielli, "Do Tax Sparing Agreements Contribute to the Attraction of FDI in Developing Countries?," International Tax and Public Finance, 2006, Forthcoming.

<sup>34</sup> Jeffrey A. Frankel. No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times. NBER Working Paper No. 7338. Issued in September 1999

МВФ, которая лежит сегодня в основе деятельности Центральные банков мира. Однако, практика показывает на существенные различия в реальной деятельности «денежных властей» в области валютного регулирования.

Так, в течение последнего десятилетия появился ряд альтернативных классификаций валютных режимов, каждая из которых берет за основу de-facto реализацию валютного регулирования. Наиболее известные из этих классификаций были разработаны Леви-Йеати и Стурзенеггером (2003 г., далее - "LYS"), Рейнхаром и Рогоффым (2004), и Шамбаугом (2004). Каждая была основана на различной методологии. Метод LYS объединяет данные о курсах валют и международных резервах, используя кластерный анализ, интервенции на валютном рынке, а также колебания валютного курса<sup>35</sup>. Рейнхар и Рогофф рассматривают изменения рыночного обменного курса<sup>36</sup>, которые часто расходятся с официальными по причине контроля за движением капитала. Шамбауг классифицирует страны использующие привязку, если его официальный обменный курс остается в пределах небольшой группы в течение достаточно длительного периода времени<sup>37</sup>. Все перечисленные методы классифицируют валютные режимы, исходя из номинального валютного курса.

Интересно, что все перечисленные авторы приходят к выводу, что существует большая разница между де-факто и де-юре режимами в исследуемых странах. Достаточно большое количество стран, де-юре использующие плавающий режим, в своей реальной политике активно вмешиваются в процесс формирования обменного курса национальной валюты, с целью сгладить волатильность. Наряду с этим, некоторые из стран, фиксирующих курс, характеризуются высокой инфляцией и регулированием потоков капитала, что в свою очередь, ведет к распространению теневых рынков, формирующих рыночный спрос на валюту. Таким образом, де-факто классификации гораздо более реалистично отражают картину по распределению стран в зависимости от режимов валютного регулирования.

Различия между тремя де-факто классификациями более заметны, нежели их схожесть. Все классификации справедливы для различных временных рядов. Большая часть из данных классификаций основана на ежегодной динамике, исключением является RR классификация, которая базируется на ежемесячных показателях. Основные отличия рассмотренных классификаций представлены в таблице 1.4.

---

<sup>35</sup> Levy-Yeyati, Eduardo and Federico Sturzenegger (2003) "To Float or to Fix" American Economic Review 93(4), 1173-1193.

<sup>36</sup> Rogoff, Kenneth, Ashoka Mody, N.Oomes, R. Brooks, and Asim M. Husain (2004) "Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes" IMF Occasional Paper 229 И Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2004) "The Modern History of Exchange Rate Arrangements" Quarterly Journal of Economics CXIX-1, 1-48.

<sup>37</sup> Shambaugh, Jay (2004) "The Effect of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy" Quarterly Journal of Economics 119-1, 301-352.

Таблица 1.4.

**Согласованности Методологий относительно режимов обменного курса**

	<b>МВФ</b>	<b>Леви-Йеати и Стурзенеггер</b>	<b>Рейнхар и Рогофф</b>	<b>Шамбауг</b>
<b>МВФ</b>	100%			
<b>Леви-Йеати и Стурзенеггер</b>	59%	100%		
<b>Рейнхар и Рогофф</b>	59%	55%	100%	
<b>Шамбауг</b>	68%	65%	65%	100%

Источник: Klein and Shambaugh (2010)., В % показаны согласованность наблюдений по 4 методам. Все режимы разбиты на три категории: фиксированные, промежуточные и плавающие.

На данный момент существуют четыре классификации режимов валютных курсов: официальная классификация МВФ, классификация Леви-Йеати и Стурзенеггера, Рейнхара и Рогоффа и Шамбауга. Клейн и Шамбауг рассмотрели также причины, по которым эти классификации не сходятся. По итогам исследования, авторы пришли к выводу, что разные методы классификации измеряют разные показатели, и таким образом их исследования справедливы в различных контекстах. Клейн и Шамбауг показывают, что все четыре классификации режима обменного курса справедливы в ограниченном смысле: страны с фиксированным валютным курсом обладают более низкой волатильностью обменного курса, чем это наблюдается в странах, где применяется плавающий валютный курс<sup>38</sup>.

В ходе исследований, авторы пришли к выводу, что трилемма Манделла работает, но на практике не так точно, как в теории; валютная автономия остается даже для стран с фиксированным валютным курсом и открытыми рынками капитала. Клейн и Шамбауг подсчитали, что, когда якорь фиксации страны (США) поднимает процентные ставки, странам с фиксированным курсом нужно (Гон Конг) почти восемь месяцев, чтобы самостоятельно подкорректировать процентные ставки. Это больше похоже на валютный суверенитет, который большинство стран с фиксированным курсом применяют на практике. Страны, которые жестко привязывают свои валюты, как результат, испытывают значительно больше изменений. Страны с фиксированным курсом имеют значительно меньшую инфляцию, чем страны с нефиксированным валютным курсом, хотя эффект маленький и неопределенный. И авторы не находят определенных связей между режимом обменного курса и экономическим ростом в соответствии с денежно-кредитным нейтралитетом. Все это достаточно разумная и оправданная позиция.

<sup>38</sup> Shambaugh, Jay (2004) "The Effect of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy" Quarterly Journal of Economics 119-1, 301-352.

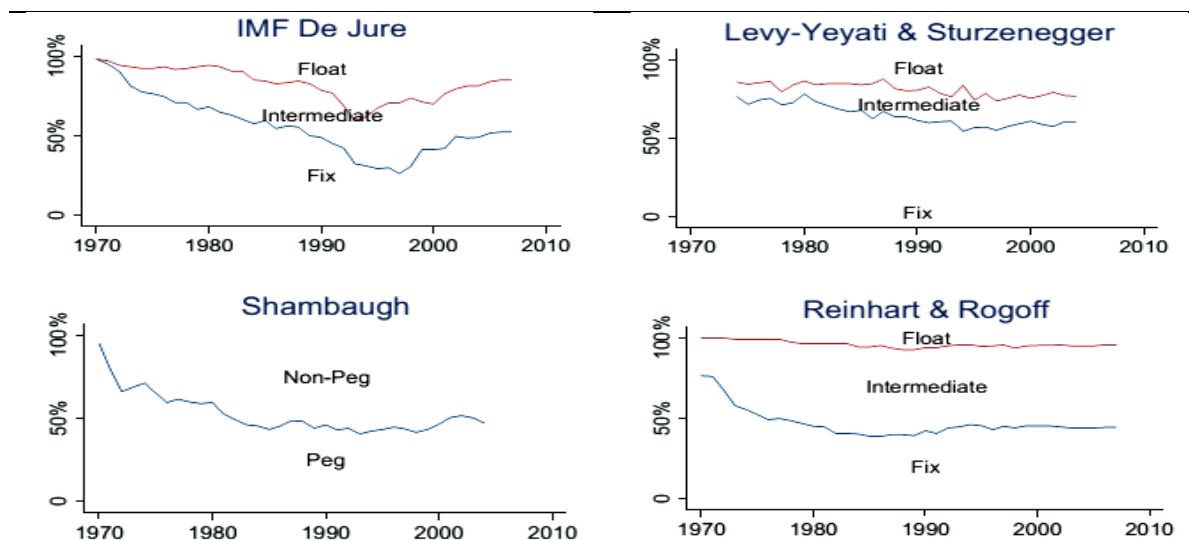


Рис. 1.6. Режимы валютного курса, распределенные по странам

Источник: рассчитано автором

На сегодняшний день много стран, поддерживающих фиксированные валютные курсы, и, как правило, они составляют большинство (хотя это зависит от времени и точного способа классификации). Распространенность фиксированных курсов очень ясно видна на рисунке 1.6, в котором страны мира разбиты на три режима обменного курса (фиксированный, промежуточный и плавающий), используя четыре популярные методологии классификации. Кажется очевидным, что в современную эпоху, как и во время Бреттон-Вудской системы, страны придерживаются режима фиксированного курса.

Рис. 1.7. также показывает деление на различные режимы валютного курса, исходя из распределения мирового ВВП. Здесь в качестве единицы измерения используется валюта вместо стран, поскольку ряд стран состоит в валютных союзах и поэтому не имеют собственных валют (девятнадцать стран в настоящее время используют евро, в рамках плавающего режима). Данные на классификации МВФ довольно сильно отличаются от данных по классификации рассмотренных авторов. В современную эпоху, только небольшая доля мирового производства была произведена в странах с фиксированными курсами.

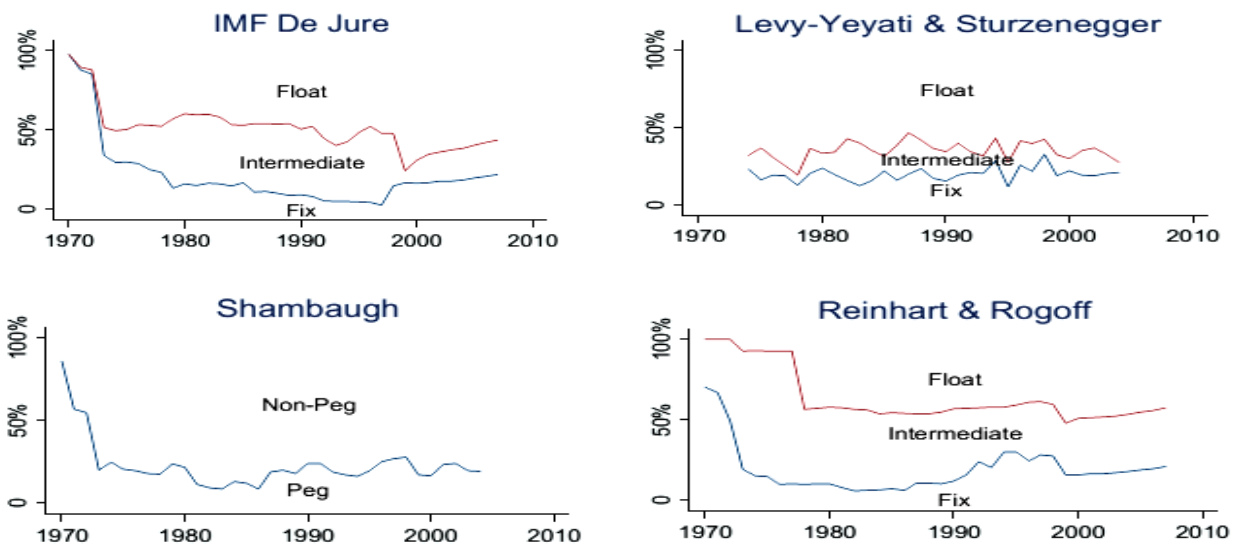


Рис. 1.7. Режимы валютного курса, распределенные согласно мировому ВВП

Источник: рассчитано автором

На рис. 1.7 показана доля мирового ВВП в странах, которые изменили режимы валютного курса в течение 2015г.. Из данного рисунка напрашивается вывод о том, что на сегодняшний день смена режима валютного регулирования достаточно редкое явление.

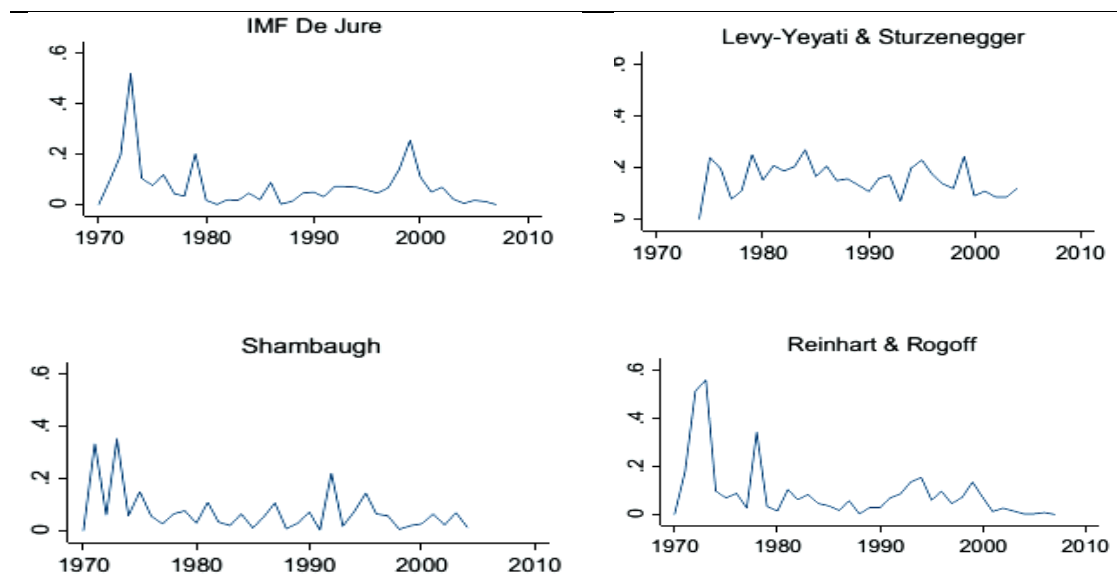


Рис. 1.8. Изменение режимов валютного курса в течение времени (доля в мировом ВВП в странах с изменением режимов)

Источник: рассчитано автором

Некоторые авторы склонны обуславливать выбор валютного режима с размером экономики. Поскольку издержки на реализацию собственной денежно-кредитной политики



достаточно высоки, многие страны с малыми экономиками предпочитают фиксировать обменные курсы национальных валют. Вместе с тем, на практике достаточно большое число стран с малыми экономиками реализуют политику плавающего валютного курса. Это можно объяснить, в первую очередь, ограниченностью в формировании и обеспечении достаточного уровня международных резервов для поддержания политики фиксированного курса.

Достаточно сложно обнаружить эмпирическую связь между доходами страны и режимом валютного регулирования. Существуют примеры стран с высоким уровнем душевого дохода, которые применяют фиксирование обменного курса (например, Бруней, Катар, Сингапур). Вместе с тем, ряд стран с низким уровнем жизни реализуют политику плавающего курса (например, демократическая Республика Конго, Бурунди).

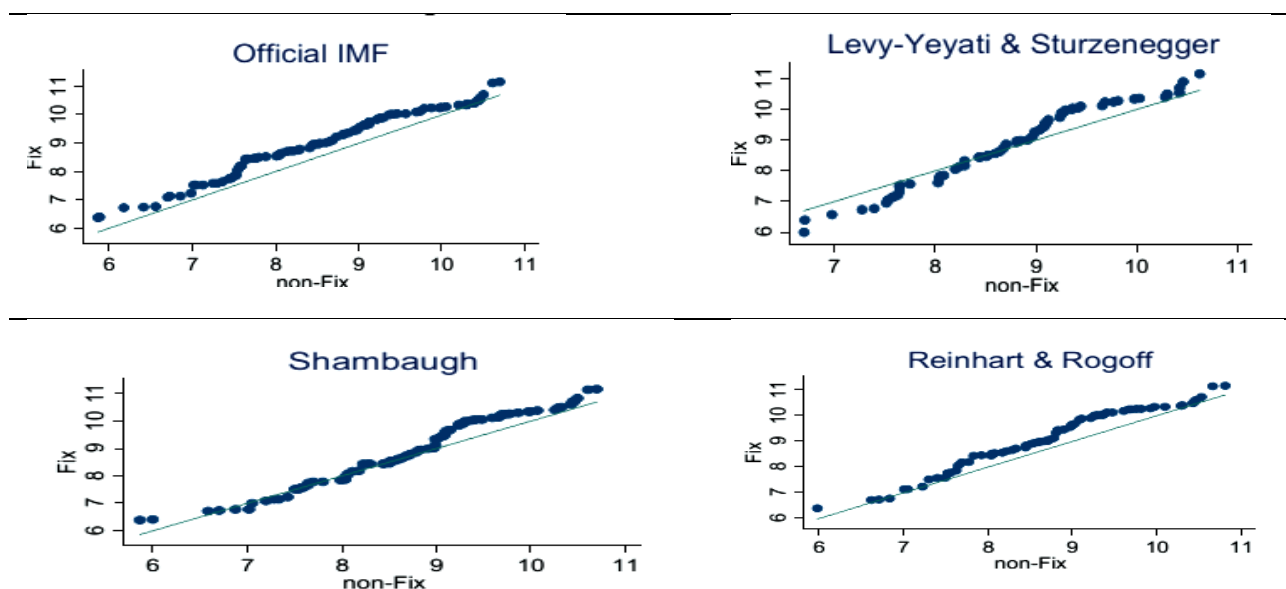


Рис. 1.9. Размер ВВП на душу населения с фиксированным валютным курсом и нефиксированным

Источник: рассчитано автором

Как мы можем видеть из рисунка 1.9 существует некоторая взаимосвязь между уровнем доходов населения в стране и ее выбором в пользу того или иного режима валютного регулирования.

Страны, которые придерживаются фиксированного валютного курса, обычно в качестве якоря используют одну из двух основных мировых валют: американский доллар или евро. При этом, согласно последним данным МВФ, в 66 странах (из 192 классифицированных) используют доллар в качестве привязки валютного курса.

Итак, из всего вышесказанного мы можем сделать несколько выводов.

Во-первых достаточно неоднозначны на сегодняшний день классификации режимов валютного регулирования. Исследования многих авторов указывают на значительное несоответствие режимов, которые классифицирует МВФ и те, что на практике реализуют те или иные страны мира. Автор также склонен согласиться с тем, что классификация валютных режимов МВФ во многих случаях далека от реальной картины. В частности, в дальнейших частях работы, нами будет рассмотрена валютная политика Армении, а также режимы валютного регулирования в странах ЕАЭС. Однако уже сейчас, на основе наших исследований, можно утверждать, что ни одна из рассмотренных нами стран не реализует ту валютную политику, которая отмечена в официальной классификации валютных режимов этих стран.

Во-вторых, на наш взгляд, большинство из классификаций валютных режимов, которые имеют место быть в научной литературе, не отражают эффекты от глобализации как мировой экономики, так и финансовой системы мира. На сегодняшний день, нельзя говорить об автономной, как денежно-кредитной, так и валютной политике на локальном уровне. Очевидно, что мир и мироустройство значительно изменились за последние двадцать с лишним лет. И в этой связи, все существующие механизмы валютного регулирования требуют пересмотра с точки зрения глобальных процессов в мировой экономике. На наш взгляд, современная экономика вынуждает центральные банки не ориентироваться на какой-то конкретный режим валютного регулирования, а в большинстве случаев вести адаптивную политику, подстраиваясь под волатильность внешних рынков и их воздействия на национальную экономику. Безусловно, наиболее предпочтительным, на взгляд автора, является максимальное невмешательство в процесс формирования валюты со стороны Центрального банка. Однако, очевидно, что в условиях, особенно, развивающейся экономики, такое видение валютного регулирования представляется мало реализуемым и мало эффективным.

В-третьих, допуская или не допуская вмешательство на валютные рынки, центральные банки, в первую очередь, должны руководствоваться основной стратегической целью государства, а именно достижения высоких и качественных темпов экономического роста. Иными словами, валютная политика должна служить целям экономического роста, будучи при этом эффективным инструментом воздействия на внутренний рынок с целью нивелирования как внешних, так и внутренних шоков экономики.

В этой связи, следующий пункт данной главы будет посвящен теоретическому обзору научной литературы, посвященной роли валютного регулирования в экономическом росте страны.

## **1.2. Роль валютного регулирования в формировании долгосрочного экономического роста**

Вопросам исследования влияния валютной политики страны на экономическое развитие уделяется большое внимание на протяжении уже не одного десятилетия. Поскольку каждая страна имеет свои особенности развития, не удивительно, что большинство ученых акцентируют свое внимание лишь на исследовании одной страны или же небольшой группы стран. В результате различные авторы, в зависимости от условий функционирования экономик исследуемых стран, высказывают различную позицию относительно влияния валютной политики на экономический рост.

Во множестве работ подчеркивается, что связь валютной политики и показателей роста ВВП страны, несомненно, существует. Однако характер данной связи неоднозначен. Так, например, с одной стороны, жесткая валютная политика (установление целевого уровня курса валюты, привязка к курсу другой валюты) способствует снижению неопределенности как относительно курса валюты, так и относительно уровня процентных ставок в стране. С другой же стороны, подобная валютная политика не позволяет экономике страны достаточно гибко подстраиваться под изменения условий внешнего рынка, что в конечном итоге приводит к искажению ценовых сигналов и неэффективному распределению ресурсов в стране.

В данном контексте Р. Маккиннон и Г. Шнабл<sup>39</sup> приводят в пример азиатский кризис 1997-1998 гг. Авторы отмечают, что до вышеназванного кризиса большинство восточноазиатских стран применили политику привязки курса национальной валюты к доллару США, что, по мнению монетарных властей данных стран, должно было обеспечить макроэкономическую стабильность в регионе. В первые годы, конечно, такая валютная политика привела к стремительному росту привлекательности экономик стран региона и притоку иностранных инвестиций.

Однако, впоследствии, привязка курсов национальных валют к доллару США в условиях значительно более высоких процентных ставок данных стран по отношению к ставкам США и Японии привела к росту спекуляций на денежном рынке, подстегивая рост рисков для банковской системы региона. Росту нестабильности также способствовал факт существования относительно менее развитого рынка ценных бумаг и недалековидная политика банков по использованию краткосрочных средств в целях долгосрочного инвестирования.

---

39 R. McKinnon, G.Schnabl. The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin Review of Development Economics, 8(3), 331–360, 2004

В конечном итоге, рост уязвимости банковского сектора региона и рост неопределенности привел к существенному оттоку капитала из восточноазиатских стран, кульминацией чего стал банковский кризис<sup>40</sup>. В результате большинство стран региона было вынуждено перейти к плавающему курсу валюты, чтобы избежать еще больших возможных потерь.

С другой стороны, согласно М. Голдштейну, девальвация национальной валюты в номинальном выражении может привести лишь к росту общего уровня цен в стране, а не к увеличению объемов реального ВВП<sup>41</sup>. Таким образом, регулирование только номинального курса валюты не является эффективным инструментом стимулирования роста экономики. Именно поэтому в центре валютной политики должен быть не номинальный, а реальный курс национальной валюты, который учитывает также такой важный показатель, как уровень цен в стране.

Кроме вышеназванных авторов исследованием взаимосвязи между политикой привязки курса национальной валюты и экономическим ростом занимались также П. Гарофало<sup>42</sup>, А. Гош<sup>43</sup>, М. Коллинс<sup>44</sup> и другие. Авторы, в частности, отмечают, что привязка курса национальной валюты стимулирует приток инвестиций в страну, однако препятствует более быстрому росту производительности труда. Кроме того, политика более гибкого валютного курса, согласно авторам, способствует улучшению условий внешней торговли для страны, тем самым стимулируя рост экономики.

В противовес вышеприведенным положениям другие авторы (П. Агион, П. Бачетта и др.) в своем совместном исследовании отмечают негативное влияние уже плавающего курса валюты на рост экономики, а также факторной производительности в развивающихся странах, в которых слабо развит финансовый рынок, и в частности, рынок кредитования.

Данная особенность объясняется следующим образом. Волатильность курса национальной валюты оказывает непосредственное влияние на возникающие шоки ликвидности бизнеса. Чтобы противостоять возможному снижению ликвидности, инвесторам, как известно, нужен источник финансирования. При недостатке же

---

<sup>40</sup> Н.А.Колосюк Причины азиатского финансового кризиса // Известия Восточного института. №7. 2003, с. 42-47

<sup>41</sup> Goldstein, M. *Managed Floating Plus*. Washington DC: Institute for International Economics, Policy Analyses in International Economics. 2002

<sup>42</sup> Garofalo, P. *Exchange Rate Regimes and Economic Performance: The Italian Experience*. Banca D'Italia Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche, 10, 2005, p.1-50.

<sup>43</sup> Ghosh, A.R., Ostry, J.D., Gulde, A.M. and Wolf, H.C. Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth? *IMF Economic Issues*, 2, 1997. p.1-19.

<sup>44</sup> Collins, M.S. On Becoming More Flexible: Exchange rate Regime in Latin America and the Caribbean, *Journal of Development Economics*, 51, 1996, p.117-138.

финансирования, что зачастую наблюдается на развивающихся рынках, как эффективность, так и объемы долгосрочных инвестиций, будут снижаться. И наоборот, в странах с развитым рынком ссудного капитала сравнительная доступность средств будет стимулировать рост долгосрочных инвестиций и, следовательно, рост экономики<sup>45</sup>.

К аналогичному выводу приходит также Т. Гилфасон, отмечая, что политика привязки курса национальной валюты обеспечивает макроэкономическую стабильность и способствует росту внешнеторгового оборота. Кроме того, стабильный курс валюты сдерживает рост уровня цен в стране, что также, согласно автору, является положительным фактором для долгосрочного экономического роста<sup>46</sup>.

П. де Гройве и Г. Шнабл в совместном исследовании отмечают, что рост экономики страны в результате применения политики привязки валютного курса обуславливается двумя причинами. Во-первых, снижение неопределенности относительно курса валюты будет стимулировать внешнюю торговлю. Во-вторых, рост доверия к валюте страны позволит снизить величину премии за риск, закладываемую в процентные ставки. Низкие процентные ставки, в свою очередь, способствуют росту объема инвестиций в страну и стимулируют внутреннее потребление<sup>47</sup>.

Согласно другой точке зрения, влияние валютного режима на экономический рост зависит, в первую очередь, от эффективности монетарной политики. Так, согласно авторам, любой режим валютного регулирования может оказать положительное влияние на экономику страны лишь при условии применения монетарного якоря (денежные агрегаты или инфляция). Без использования монетарного якоря любая валютная политика, кроме политики привязки курса национальной валюты, приведет к снижению темпов роста экономики страны<sup>48</sup>.

Поскольку в основе экономического развития страны находятся инвестиции, ряд работ посвящен именно исследованию влияния валютной политики на объем инвестиций. Одной из основных целей является выявление того режима валютного регулирования, который в наибольшей степени способствует притоку инвестиций в экономику.

---

<sup>45</sup> Aghion, P., Bacchetta, P., Ranciere, R. and Rogoff, K. Productivity Growth and the Exchange Rate Regime: The Role of Financial Development. NBER Working Paper Series, 23, 2005. p.1-27.

<sup>46</sup> Gylfason, T. Fix or Flex? Alternative Exchange Rate Regimes in an Era of Global Capital Mobility, North American Journal of Economics and Finance, 11(2), 2000 p. 173-189.

<sup>47</sup> De Grauwe, P. and Schnabl, G. Exchange Rates Regimes and Macroeconomic Stability in Central and Eastern Europe. CESifo Working Paper, 1182, 2004. p.1-34.

<sup>48</sup> Bailliu, J., Lafrance, R. and Perrault, J.F. Does Exchange Rate Policy Matter for Growth? International Finance, 6(3), 2003. p.381-414.

В данном контексте Г. Бом и М. Функе отмечают, что объем инвестиций в экономику зависит, в первую очередь, от уровня неопределенности в стране. А с помощью грамотной валютной политики, согласно авторам, можно существенно повысить доверие к национальной валюте и к экономике в целом, тем самым стимулируя приток инвестиций. А рост волатильности курса валюты заставляет экономические субъекты приостановить свои инвестиционные планы до стабилизации валютного рынка<sup>49</sup>.

Кроме вышерассмотренных, стоит выделить также работы, посвященные исследованию влияния роста и снижения курса национальной валюты на темпы экономического роста страны.

Так, в совместной работе М. Каплера, Х. Рейсена и др., рассматривается влияние укрепления курса валюты на изменения торгового баланса и реального выпуска. В результате анализа выявлено, что существенное укрепление курса национальной валюты ведет к снижению величины чистого экспорта страны в результате снижения объемов сбережений и снижения экспорта. Причем, данный эффект сильнее выражен в развивающихся странах. Однако влияние на саму величину ВВП, согласно авторам, незначительное, поскольку снижение объемов чистого экспорта компенсируется ростом внутреннего спроса<sup>50</sup>.

Аналогичное исследование провели также М. Бусье, К. Лопес и С. Тилле. Ученые в результате анализа отмечают следующие особенности взаимосвязи укрепления курса национальной валюты и темпов роста валового продукта.

Во-первых, как в развитых, так и в развивающихся странах наблюдается ускорение темпов роста экономики, если укрепление национальной валюты сопровождается ростом производительности. Во-вторых, укрепление курса валюты в условиях роста притока инвестиций в страну приводит к снижению темпов роста экономики. А при прочих равных условиях укрепление курса национальной валюты снижает темпы роста валового выпуска лишь в развивающихся странах<sup>51</sup>.

Влияние изменений реального курса национальной валюты на экономическое развитие исследовали также Д. Маклеод и Э. Милева. На основе проведенного анализа авторы, в частности, отмечают, что снижение реального курса национальной валюты на 10%

---

<sup>49</sup> Bohm, H. and Funke, M. Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter for Investment? CESifo Working Paper, 578, 2001. p.1-25.

<sup>50</sup> Kappler, M., H. Reisen, M. Schularick, and E. Turkisch, E., "The Macroeconomic Effects of Large Exchange Rate Appreciations", Open Economies Review. 2012

<sup>51</sup> M. Bussière, C. Lopez, C. Tille. Do Real Exchange Rate Appreciations Matter for Growth? Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper No: 06. 2014. 41 pp.

приводит к росту общей производительности факторов (Total factor productivity) в среднем на 0.2%. К тому же выявлено, что чем ниже уровень подушевого дохода в стране, тем сильнее влияние обесценивания курса валюты на производительность. На степень зависимости производительности от изменения курса валюты влияет также структура экономики страны<sup>52</sup>. Так, чем больше доля экспортных производств в ВВП, тем больший эффект можно ожидать от политики девальвации курса.

Это подтверждается результатами анализа авторов, которые отмечают, что снижение реального курса валюты ведет к росту доли промышленности и производства в ВВП и снижению доли сельского хозяйства в ВВП страны. А рост промышленности, в свою очередь, стимулирует рост производительности и способствует росту экономики в целом<sup>53</sup>.

Вышеназванные выводы во многом согласуются с результатами исследования Д. Родрика. Автор в своей работе отмечает, что устойчивое обесценивание реального курса национальной валюты в развивающихся странах способствует росту прибыльности в отрасли торговли, тем самым стимулируя рост экономики<sup>54</sup>. В качестве инструментов, способствующих поддержанию низкого курса, автор предлагает следующее: стимулирование роста сбережений в стране, управление капитальными счетами, увеличение объемов валютных резервов и т. д.

Согласно автору, если все без исключения развивающиеся страны будут придерживаться политики поддержания низкого реального курса национальной валюты, размер чистого экспорта развитых стран существенно снизится или даже будет отрицательным. В существующих же условиях (когда данную политику применяют не все развивающиеся страны) те страны, которые не применяют политику низкого курса национальной валюты, теряют заметную часть потенциала экономического роста. Для стимулирования роста отрасли торговли в качестве альтернативы политике низкого курса национальной валюты предлагается осуществление субсидирования отрасли со стороны государства, с условием применения плавающего курса валюты. В таком случае, однако, рост величины чистого экспорта будет минимальным, поскольку кроме роста объемов экспорта, увеличится и величина импорта<sup>55</sup>.

В контексте вышеприведенного исследования Д. Родрик, М. Раппети и П. Скотт приводят свои выводы относительно результатов обесценивания валюты. Соглашаясь с тем,

---

<sup>52</sup> Mcleod D., Mileva E. Real Exchange Rates and Productivity Growth // Fordham University Department of Economics Discussion Paper No: 2011-04.

<sup>53</sup> Там же

<sup>54</sup> Rodrik D. The Real Exchange Rate and Economic Growth: Theory and Evidence. 2007. 37 pp.

<sup>55</sup> Там же



что положительная связь между снижением курса национальной валюты и экономическим ростом более ярко проявляется в развивающихся странах, авторы все же ставят под сомнение правильность выбора критериев разделения стран на развитые и развивающиеся.

В результате применения различных критериев классификации стран было выявлено, что степень зависимости темпов экономического развития от обесценивания валюты разная при различных критериях. Так, авторы отмечают, что для бедных стран (ВВП на душу населения меньше 6000 долларов США) положительное влияние обесценивания национальной валюты на темпы экономического роста усиливается со снижением уровня подушевого ВВП страны. Кроме того, в работе выделена также группа стран со средним уровнем развития, для которых также характерно положительное влияние снижения реального курса валюты на рост объемов валового выпуска. Для стран же с доходами выше 16000 долларов США значимую роль обесценивания валюты в росте ВВП не удалось обнаружить из-за небольшого количества стран<sup>56</sup>.

В другой работе (А. Моралес, С. Сосвиля) произведено исследование роли политики валютного регулирования в так называемой конвергенции<sup>57</sup> объемов реального ВВП для четырех групп стран в зависимости от уровня ВВП на душу населения.

Сначала авторы исследовали влияние режима валютного регулирования на процесс абсолютной конвергенции (конвергенция происходит вне зависимости от начальных условий развития стран) в рассматриваемых группах стран. В результате было выявлено, что режим плавающего валютного курса оказывает отрицательное влияние на темпы роста реального ВВП в странах с уровнем доходов выше среднего (2936-9075 долларов США). А смешанный режим валютного регулирования наибольшее положительное влияние оказывает на рост реального ВВП в странах с уровнем доходов ниже среднего (736-9075 долларов США)<sup>58</sup>.

Также было исследовано влияние режима валютного регулирования на процесс условной конвергенции (конвергенция с учетом структурных особенностей стран) в тех же группах стран. В данном случае авторы указывают уже на наличие положительного влияния смешанной политики валютного регулирования и отрицательное влияние режима плавающего валютного курса на рост реального валового выпуска в странах с уровнем

---

<sup>56</sup> Rapetti M., Skott P, Razmi A. The Real Exchange Rate and Economic Growth: are Developing Countries Different? // Working Paper 2011-07. 18 pp.

<sup>57</sup> Гипотеза конвергенции в экономике заключается в существовании закономерности, согласно которой бедные, или развивающиеся, страны имеют тенденцию более быстрого роста по отношению к богатым (развитым), что в основном обусловлено разницей в уровне производительности (факторов производства) стран.

<sup>58</sup> Morales-Zumaquero A., Sosvilla-Rivero S. A contribution to the empirics of convergence in real GDP growth: The role of financial crises and exchange-rate regimes // Working Papers on International Economics and Finance. 2014.

доходов выше среднего. Кроме того, согласно результатам анализа, смешанный режим валютного регулирования оказывает отрицательное влияние на рост реального ВВП в странах с уровнем доходов ниже среднего<sup>59</sup>.

Согласно другому исследованию, влияние режима валютного регулирования на экономику во многом зависит не только от уровня развития страны, но и от степени открытости экономики по отношению к внешним рынкам. Так, для развивающихся стран, которые имеют ограниченную связь с международным рынком капитала, наиболее благоприятной для экономического развития является более жесткая политика регулирования, обеспечивающая стабильность курса национальной валюты, что обеспечивает стабильность уровня цен в стране. Что касается развивающихся стран, которые активно взаимодействуют с внешними рынками, то применение жесткой валютной политики хотя и обеспечивает стабильность цен, но делает экономику данных стран уязвимой к внешним шокам. Для развитых же стран, согласно авторам, наиболее подходящим является режим плавающего курса национальной валюты, который стимулирует рост экономики, не ускоряя темпы роста уровня цен<sup>60</sup>.

Анализ работ российских авторов показал, что большинство исследователей сходятся во мнении о необходимости выбора в пользу политики плавающего курса национальной валюты. При этом основной акцент делается на негативном воздействии искусственного укрепления рубля на экономику РФ.

Так, согласно А. Илларионову, который исследовал экономику РФ постсоветского периода вплоть до начала 2000-х, рост реального курса российского рубля в середине девяностых из-за введения “валютного коридора” привел к существенному снижению темпов роста экономики страны. Кроме этого, согласно автору, завышенный курс национальной валюты может способствовать изменению отраслевой структуры промышленности в пользу сырьевых отраслей. Исходя из результатов своего исследования, Илларионов отмечает, что оптимальный реальный курс национальной валюты, который не будет препятствовать развитию экономики страны, должен соответствовать уровню развития страны на каждом отдельном этапе<sup>61</sup>.

Таким образом, на основе положений автора, можно сделать вывод о том, что валютная политика должна строиться таким образом, чтобы не допускать существенных

---

<sup>59</sup> Там же

<sup>60</sup> Husain A., Mody A., Rogoff K. S. Exchange rate regime durability and performance in developing versus advanced economies // NBER working paper. 2004. 47 pp.

<sup>61</sup> А. Илларионов. Реальный валютный курс и экономический рост. [http://iea.ru/article/publ/vopr/2002\\_2.pdf](http://iea.ru/article/publ/vopr/2002_2.pdf)

отклонений относительных цен от значений, соответствующих текущему уровню экономического развития страны.

Схожую точку зрения относительно роли валютного курса в экономическом развитии высказывают также ряд российских авторов (Е. Гайдар, В. Мау). В частности, согласно их положениям, устойчивый долгосрочный рост экономики РФ, учитывая соотношение эластичностей экспорта и импорта страны, возможен лишь при условии периодического осуществления девальвации рубля. При существующей структуре экономики именно в таком случае, согласно авторам, возможно сохранение положительного сальдо торгового баланса на уровне, необходимом для обеспечения роста экономики<sup>62</sup>.

Однако утверждение о положительном влиянии снижения курса национальной валюты на валовой выпуск, безусловно, неоднозначно. В ряде исследований показано, что снижение курса валюты (как номинального, так и реального) может оказывать также негативное влияние на динамику валового выпуска.

Причины такого развития событий различные. Например, при существенной доле импортируемой промежуточной продукции в национальном производстве, обесценение валюты приведет к росту издержек производства, что может привести к снижению валового выпуска. Кроме того, при высокой зависимости внутреннего рынка от импортируемой продукции произойдет сокращение реальных доходов населения вследствие роста цен на импорт. То есть, ослабление национальной валюты при определенных экономических условиях может привести одновременно и к росту уровня цен в стране, и к снижению объемов производства. То есть, в зависимости от различных факторов, взаимосвязь между курсом национальной валюты и ростом экономики может быть как положительной, так и отрицательной<sup>63</sup>.

Об этом свидетельствуют также результаты исследований других российских авторов. Так, в работе О. Дынниковой на основе анализа данных за 1993-1997 гг. показана неоднозначность предположения о том, что политика обесценивания рубля путем наращивания валютных резервов при прочих равных условиях приводит к росту валового выпуска в средне- и долгосрочном периоде. Напротив, автор отмечает, что снижение курса

---

<sup>62</sup> Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России. 1998–2002. М., 2003.

<sup>63</sup> Ф. С. Картаев. Моделирование влияния валютного курса рубля на динамику ВВП. // Автореферат диссертации на соискание ученой степени к.э.н. М. 2009, с. 3

национальной валюты РФ при неизменном реальном ВВП способствует снижению спроса населения страны на товары отечественного производства<sup>64</sup>.

Другие же авторы (С. Дубовский, А. Кудрин) придерживаются мнения о негативном воздействии политики повышения курса рубля на перспективы экономического роста РФ и предлагают концентрировать внимание на регулировании уровня, особенно по отношению к внешнеторговым партнерам страны<sup>65</sup>.

Что касается исследований отечественных авторов, то существующие работы в основном посвящены анализу взаимосвязи курса национальной валюты (драма) и отдельных макроэкономических показателей. А роль именно валютной политики в экономическом развитии РА на данный момент мало исследована.

В работе М. Бурназяна исследовано влияние изменений курса драма на динамику ВВП и отдельных отраслей экономики РА. В частности, автор на основе эконометрического анализа показывает, что в долгосрочной перспективе рост номинального курса национальной валюты приводит к росту объема ВВП страны. Так же автор указывает, что укрепление курса драма в краткосрочном и среднесрочном периоде стимулирует рост большинства отраслей экономики РА (промышленность, строительство, сельское хозяйство и услуги). Что касается горнодобывающей отрасли, то здесь наблюдается обратная зависимость, то есть обесценивание драма способствует росту объемов отрасли<sup>66</sup>. Однако, такая логика достаточно сомнительна, учитывая, что, если укрепление обменного курса национальной валюты не обусловлено естественными рыночными факторами, то наоборот, укрепление курса, как правило, ведет к снижению экспортных позиций, что собственно и наблюдается в нашей экономике на протяжении почти пятнадцати лет.

Автор указывает также на неэффективность валютной политики РА, основанной на валютных интервенциях, и в качестве одного из решений данной проблемы предлагается развитие рынка производных финансовых инструментов, что повысит также эффективность денежно-кредитной политики страны в целом и поможет снизить волатильность на валютном рынке<sup>67</sup>. Частично с этой позицией можно согласиться, поскольку наличие развитой системы институтов финансового посредничества позволило бы центральному

---

<sup>64</sup> О. В. Дынникова. Макроэкономические перспективы укрепления рубля и валютная политика. Научный доклад. М. 2000, 34 с.

<sup>65</sup> А. Кудрин реальный эффективный курс рубля: проблемы роста. "Вопросы экономики", № 10, 2006. с. 4-18, Дубовский С. В. Прогнозирование инфляции и обменного курса рубля в российской нестационарной экономике. М., 2001. 40. с.

<sup>66</sup> М.А. Бурнусузян Исследование связей между обменным курсом национальной валюты и другими макроэкономическими показателями на примере Республики Армения // Автореферат диссертации на соискание ученой степени к.э.н. 2014

<sup>67</sup> Там же

банку использовать весь инструментарий монетарного регулирования, и сместить акцент с валютной политики в сторону операций, например, на открытом рынке.

Другая точка зрения отечественных авторов<sup>68</sup> относительно роли валютного регулирования в экономике Армении представляет собой совершенно иной подход и более близка к позиции Е.Гайдара и В.Мау. Учитывая большие потоки иностранных денежных трансфертов в Армении, немаловажным представляется вопрос стерилизации незаработанных экономикой потоков капитала в иностранной валюте. Как известно, на протяжении последних пятнадцати лет приток такой неконтролируемой массы во многом способствовал укреплению обменного курса драма. Приток частных иностранных трансфертов вел к некоторому росту потребления, тем самым положительно влияя на ВВП. Вместе с тем, укрепление обменного курса национальной валюты фактически свело на нет экспортные позиции и тем самым сократило производственный потенциал страны. В этой связи, позиция Багратян Г. заключается в необходимости стерилизации всей иностранной денежной массы, которая поступает в страну не через экспортные продажи. Тем самым центральный банк мог бы постоянно пополнять международные валютные резервы путем закупки иностранной денежной массы на валютном рынке, и вместе с тем, экономика постепенно адаптировалась бы к условиям необходимости развивать внутренние источники заработка.

Разумеется, такая политика может быть чревата усилением инфляционного давления, поскольку драмовая денежная масса будет существенно увеличена. Однако, во-первых, как будет показано ниже, пороговое значение инфляции может явиться стимулом к экономическому росту, а во –вторых, поддержание экспортных позиций в любом случае приведет к усилению экономической активности, что в результате отразится на увеличении уровня доходов. Таким образом, инфляционный фон как минимум не снизит реальные доходы населения, а в долгосрочной перспективе будет нивелирован экономическим ростом и общей макроэкономической стабилизацией.

Безусловно, это рискованная политика. Однако, та позиция, которая лежит в основе нынешних механизмов валютного регулирования в Армении, очевидно наносит неоспоримый ущерб не только экономическому росту, но также и экономическому потенциалу в целом.

Наши исследования указывают на то, что валютная политика играет очень важную роль для экономики РА, которая находится в сильной зависимости от внешнего рынка.

---

<sup>68</sup> Багратян Г.А. Мегаэкономика и глобальные экономические проблемы: Учебно-методическое пособие. - Ер.: Издательство РАУ, 2013. - 252 стр.

Изменения, происходящие на валютном рынке страны, зачастую влияют на состояние экономики РА в целом. Кроме этого, на данном этапе развития страны можно сказать, что среди каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики основным (если не единственным) «работающим» каналом является валютный<sup>69</sup>.

Поэтому роль грамотного валютного регулирования нельзя переоценить, особенно в стране, в которой наблюдается заметная диспропорция объемов экспорта и импорта.

Таким образом, политика ЦБ РА, направленная на удержание курса национальной валюты на определенном уровне в современных экономических условиях оказывает негативное влияние на перспективы качественного развития экономики страны.

Согласно результатам наших исследований, ужесточение режима валютного регулирования не только сократило экспортный потенциал страны, но также не оказало заметного положительного влияния на показатель инфляции. В условиях режима таргетирования инфляции, применяемого в РА, наиболее эффективным, согласно авторам, является осуществление политики свободно плавающего валютного курса<sup>70</sup>.

При этом, как показывают наши исследования, реализация политики плавающего курса на начальном этапе, конечно, может привести к некоторому росту уровня цен в стране. Но с другой стороны, данная политика приведет к росту конкурентоспособности продукции произведенной в РА на внешних рынках<sup>71</sup>. А в долгосрочной перспективе, при грамотно построенной макроэкономической политике, применение режима плавающего курса создаст предпосылки для более качественного развития экономики страны.

Более подробно наша позиция будет доказана в последующих главах данной работы. Однако, прежде чем говорить о реалиях экономики Армении в контексте валютного регулирования, нам представляется немаловажным также рассмотреть роль монетарного регулирования в экономическом росте страны. Это важно, прежде всего потому, что ЦБ РА, реализуя политику инфляционного таргетирования, во многом также способствовал

---

<sup>69</sup> М. А. Восканян Денежно-кредитная политика ЦБ РА: 20 лет реформ // Электронный ресурс: <http://regconf.hse.ru/uploads/9dbc422e84acbab516a3b0d4e403871571176c64.pdf> и Ա.Թևիկյան Դրամափոխարկային րազմադրմանը ազդեցության մեխանիզմները տնտեսության և գործարար միջավայրի վրա // «21-րդ դար», թիվ 1 (41), 2012թ. էջ. 94-95; Восканян М.А. Трансмиссионный механизм монетарной политики Армении в условиях инфляционного таргетирования. Сборник научных трудов «Информационные технологии и управление» (6), «Энциклопедия – Армения», Ереван, 2007

<sup>70</sup> С. А. Айвазян, Б. Е. Бродский, Э. М. Сандоян, М. А. Восканян, Д. Э. Манукян Макроэконометрическое моделирование экономик России и Армении. // Прикладная Эконометрика № 30 (2) 2013

<sup>71</sup> М. А. Восканян 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. 316. 2011 с. 69-71

замедлению темпов экономического роста, и тем самым нанес невосполнимый ущерб будущему потенциалу экономики Армении.

### 1.3. Обзор теоретических основ воздействия монетарного регулирования на экономический рост

Наряду с ролью валютного регулирования в достижении экономического роста, на наш взгляд, немаловажным представляется рассмотреть степень воздействия денежно-кредитной политики на экономическое развитие страны. Проблемы исследования роли денежно-кредитной политики в обеспечении экономического развития страны являются одним из самых актуальных вопросов среди экономистов уже на протяжении не одного столетия.

Существенный вклад в многостороннее исследование вопросов применения монетарной политики внес М. Фридман. Автор выделил несколько важных пунктов касательно эффективного использования инструментов денежно-кредитной политики.

Во-первых, монетарная политика, согласно Фридману, может и должна обеспечивать такие условия, чтобы деньги сами по себе не оказывали негативного воздействия на экономику страны<sup>72</sup>. Здесь автор имел в виду периодически появляющееся несоответствие между объемом денежной массы, необходимой для стабильного развития экономики, и его реальной величиной. И именно поддержание данного равновесного уровня, согласно ученому, должна быть в центре внимания монетарных властей страны.

Другой не менее важной функцией денежно-кредитной политики, с точки зрения влияния на экономический рост, является поддержание стабильности цен. Фридман справедливо замечает, что наибольшая эффективность функционирования экономики может быть достигнута лишь при наличии у экономических субъектов уверенности в стабильности уровня цен в будущем<sup>73</sup>.

Кроме исследования влияния денежно-кредитной политики на уровень цен, М. Фридман особое внимание уделял анализу взаимосвязи экономического развития и проводимой монетарными властями страны политики. В частности, автор стремился выявить роль денег в цикличности экономического развития.

В результате было выявлено, что колебания объема денежной массы предшествуют циклическим колебаниям экономики с лагом в несколько месяцев. Причем, если высшие точки делового цикла запаздывали в среднем на 16 месяцев, то низшие – на 12. Однако величина лагов сильно варьировала в зависимости от циклов, что говорит о непредсказуемости последствий применения инструментов денежно-кредитной политики. Таким образом, Фридман утверждал, что монетарная политика является неэффективной с

---

<sup>72</sup> Friedman M. "The Role of Monetary Policy" // The American Economic Review, Vol. 58, No. 1, 1968, pp.12.

<sup>73</sup> Там же, pp.12-13.



точки зрения антициклического регулирования, поскольку в условиях неопределенности возможна еще большая дестабилизация экономики<sup>74</sup>.

Все это показывает, что применение инструментов денежно-кредитной политики с целью сглаживания экономических циклов должно быть подкреплено детальным и всесторонним анализом экономической конъюнктуры страны именно на текущем этапе развития.

Поскольку спрос на деньги напрямую зависит от того, в какой фазе экономического цикла находится страна, мы приходим к тому выводу, что денежно-кредитная политика должна быть направлена на разглаживание колебаний экономической активности. А это, в свою очередь, предполагает осуществление политики, в том числе и в краткосрочном периоде. В вопросе воздействия на экономические циклы, безусловно, более эффективным будет применение инструментов денежно-кредитной политики для влияния на деятельность экономических субъектов в краткосрочном и среднесрочном периоде. Так, например, формируя ожидания субъектов относительно условий денежного рынка, монетарные власти могут создать условия, которые помогут избежать резких колебаний экономической активности.

Мнения о возможном негативном воздействии денежно-кредитной политики на стабильность экономического развития придерживаются и современные авторы (С. Кечетти, М. Эрман). Так, политика таргетирования инфляции, согласно проведенным исследованиям, приводила к росту волатильности валового выпуска. Это объяснялось тем, что в периоды шоков предложения монетарная политика могла сохранить в пределах долгосрочных целевых уровней либо инфляцию, либо темпы роста экономики<sup>75</sup>. А, как известно, в большинстве случаев приоритетной целью является поддержание стабильности цен.

Одновременно существуют исследования, авторы которых приводят аргументы в пользу положительного влияния политики таргетирования инфляции на динамику экономического роста страны. Так, в своей совместной работе Б. Анничиарико и Л. Росси показали, что в модели эндогенного экономического роста политика снижения уровня цен способствует росту темпов накопления капитала, что, в свою очередь, стимулирует рост валового выпуска. В результате, согласно авторам, происходит также рост спроса на

---

<sup>74</sup> Friedman M. "The Lag in Effect of Monetary Policy" // Journal of Political Economy, Vol. 69, No.5, 1961, pp. 457-460.

<sup>75</sup> Cecchetti S., Ehrmann M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes. Central Bank of Chile. 2002. p. 266.

рабочую силу<sup>76</sup>. Таким образом, из результатов вышеназванного исследования можно заключить, что при помощи инструментов денежно-кредитной политики, направленной на снижение уровня цен в стране, монетарные власти имеют возможность стимулировать экономический рост.

Точку зрения о возможном положительном влиянии монетарной политики на показатели экономического развития поддерживал также Ф. Картаев. Автор, исследуя проблему динамики валового выпуска и потребления, показал, что денежно-кредитная политика оказывает влияние на динамику основных макроэкономических показателей, таких, как ВВП, потребление, сбережения, инвестиции, не только в краткосрочном, но и в долгосрочном периоде<sup>77</sup>.

Так, рост целевого уровня инфляции, согласно Картаеву, приводит к росту издержек производства, снижая предельные выгоды от создания нового капитала. В результате происходит смещение равновесного уровня капитальных инвестиций в меньшую сторону, что, естественно, приводит к снижению объема валового выпуска и величины потребления в долгосрочном периоде. Основываясь на данном выводе, автор предлагает монетарным властям устанавливать целевой уровень инфляции, близкий к нулю, поскольку данный уровень наиболее благоприятен для долгосрочного развития экономики<sup>78</sup>. С данной точкой зрения автора можно согласиться, поскольку формирование у экономических субъектов уверенности относительно стабильности цен в будущем создает предпосылки для роста инвестиций и объемов выпуска.

Анализ ряда других исследований показал, что влияние политики инфляционного таргетирования на темпы и волатильность экономического роста является далеко не однозначным. В зависимости от метода исследования, выбранного временного периода и выборки изучаемых стран, выводы относительно роли монетарной политики в экономическом развитии могут быть противоположными.

Так, анализ данных 20 стран ОЭСР, проведенный в 2005 Шериданом не выявил заметного влияния политики инфляционного таргетирования на темпы роста валового выпуска и на волатильность ВВП. С другой стороны, в результате исследования, проведенного позднее Гонсалесом и Карвальо по данным уже 30 стран ОЭСР, было выявлено, что в странах, применяющих политику таргетирования инфляции, сокращение

---

<sup>76</sup> Annicchiarico B., Rossi L. Monetary Policy in a New Keynesian Model with Endogenous Growth. Università degli studi di Pavia, # 167 (02-12), 2012, p. 11

<sup>77</sup> Ф.С. Картаев Издержки меню, монетарная политика и долгосрочный экономический рост// Научные исследования экономического факультета. Электронный журнал. 2012. №2, с. 39

<sup>78</sup> Там же, с. 46

объема выпуска в дефляционные периоды заметно меньше, чем в странах, которые не применяют политику таргетирования. Результаты исследований ряда ученых (Батини, Лакстон, Гонсалес, Л. Свенссон) позволили сделать общий вывод о том, что политика таргетирования инфляции способствовала снижению волатильности темпов роста экономики, то есть разглаживала колебания показателя. Однако заметного влияния монетарной политики на сами темпы роста ВВП ни в одном из исследований выявлено не было<sup>79</sup>.

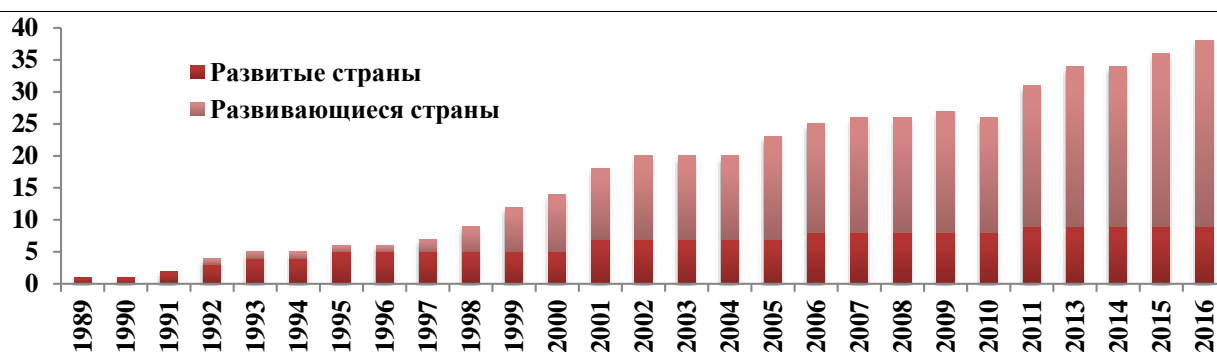


Рис. 1.10. Страны, таргетирующие инфляцию в зависимости от степени развитости.

Источник: Составлено автором на основе Классификации МВФ. International Monetary Fund, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction*, 2017. – [www.imf.org](http://www.imf.org)

Наши исследования также не выявили такого положительного воздействия, а если быть точнее взаимосвязи между реализацией политик таргетирования инфляции и ростом экономического благосостояния. Как мы можем видеть на рис. 1.10, за последние годы, достаточно большое количество стран с развивающимися рынками перешли на реализацию инфляционного таргетирования. Однако, в большинстве случаев речь идет об облегченном варианте инфляционного таргетирования, а значит, с допущением множества исключений из правил и условий, которые, в свою очередь, обуславливают наибольшую эффективность монетарного регулирования при данном режиме.

В работе расчитно среднее значение ВВП на душу населения для каждой страны с 1960г. до года внедрения ИТ и среднее значение после года внедрения до 2015г. (см. рис. 1.11 и 1.12) Поверхностный анализ уровня благосостояния в странах, реализующих инфляционное таргетирование указывает на то, что, как правило, в период после реализации данного режима наблюдается рост уровня ВВП на душу населения. Однако, не следует обманываться на столь очевидные выводы. Прежде всего, рост ВВП на душу населения в

<sup>79</sup>Svensson L. Inflation Targeting // National bureau of economic research, Working Paper 16654. 2010. pp. 11-12.

большинстве случаев обусловлен вообще ростом экономики, который в принципе обусловлен эволюцией развитых экономик.

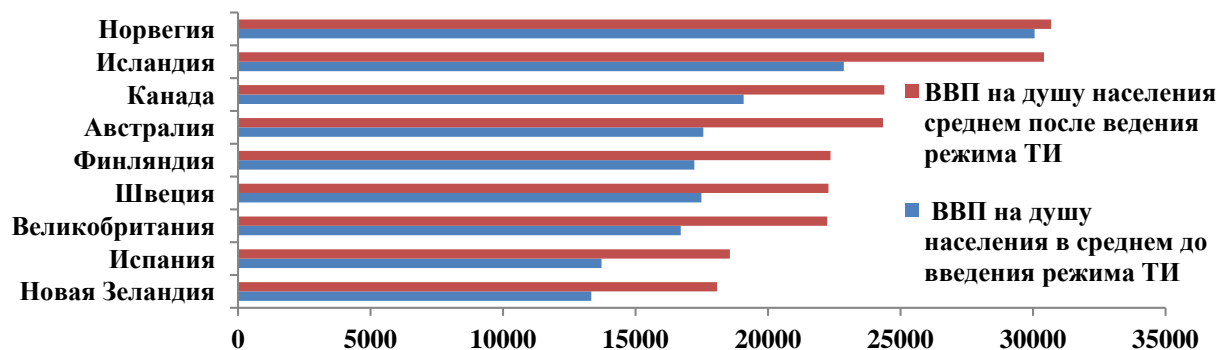


Рис. 1.11. ВВП на душу населения в развитых странах до и после внедрения таргетирования инфляции.

Источник: составлено автором на основе Базы данных ВБ World Development Indicators, 2017 - <http://databank.worldbank.org>, а также классификации МВФ. International Monetary Fund, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction*, 2017. – [www.imf.org](http://www.imf.org)

В развивающихся рынках рост уровня благосостояния наблюдается более заметно (см. рис. 1.12).

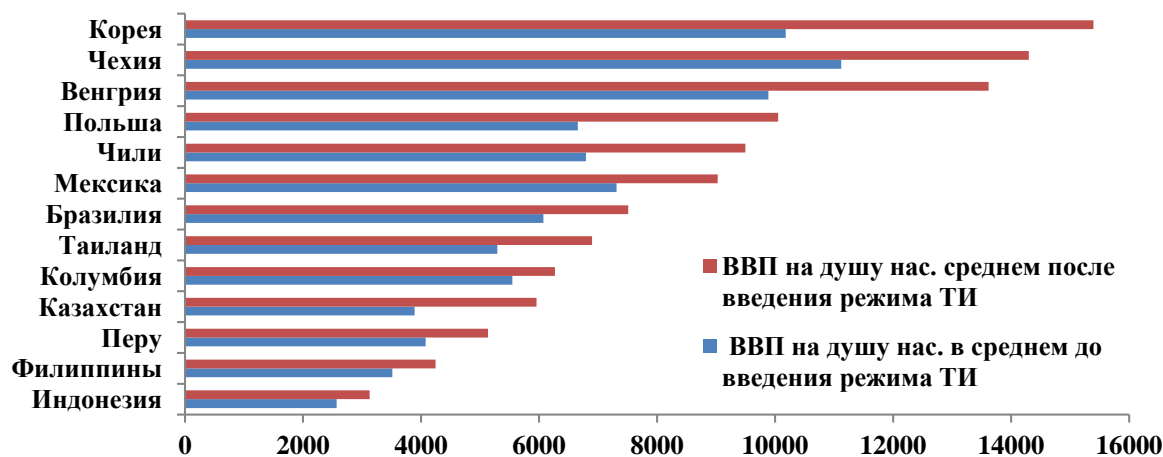


Рис.1.12. ВВП на душу населения в развивающихся странах до и после внедрения таргетирования инфляции.

Источник: составлено автором на основе Базы данных ВБ World Development Indicators, 2017 - <http://databank.worldbank.org>, а также классификации МВФ. International Monetary Fund, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction*, 2017. – [www.imf.org](http://www.imf.org)

Среди современных экономистов, которые занимаются исследованием роли денежно-кредитной политики в экономическом развитии, можно выделить также П. Харкера. В

частности, в одной из своих работ<sup>80</sup> автор касается вопроса долгосрочного роста экономики США в том числе и за счет инструментов монетарной политики.

Согласно автору, оценку эффективности денежно-кредитной политики с точки зрения обеспечения долгосрочного экономического роста можно дать лишь опосредованно, через изменения объемов инвестирования в капитальные активы, а также в человеческий капитал. Однако автор предполагает, что если с помощью монетарной политики удастся обеспечить равенство между инфляционными ожиданиями экономических субъектов и реальной инфляцией, то данная политика, по всей вероятности, не окажет никакого влияния на инвестиционные решения<sup>81</sup>.

Кроме этого, важное значение в данном вопросе имеет потенциал роста экономики. Монетарная политика, согласно Харкеру, не может влиять на потенциальный уровень валового производства. И в зависимости от того, работает ли экономика на уровне выше или ниже потенциала, можно сделать выбор между стимулирующей и сдерживающей денежно-кредитной политикой.

Следовательно, произведя оценку потенциала экономического развития страны, можно построить адекватную денежно-кредитную политику, которая позволит избежать негативных сдвигов в основных экономических показателях.

В целом, схожую точку зрения выражал также Ч. Плоссер. В основе экономического развития автор видел повышение производительности производства, в том числе за счет инноваций, которые могут обеспечить рост уровня благосостояния населения и, следовательно, увеличение объемов потребительских затрат. Согласно автору, монетарная политика не играет важной роли в обеспечении долгосрочного роста экономики. Однако некоторая взаимосвязь монетарной политики и экономического роста все же наблюдается. Так темпы долгосрочного экономического роста, согласно Плоссеру, оказывают прямое влияние на уровень реальной ставки в будущем<sup>82</sup>. То есть здесь уже наблюдается влияние экономики на монетарную политику.

Ключевая роль в характере взаимосвязи между денежно-кредитной политикой и реальным ростом экономики, согласно О. Гумпейджу, принадлежит фактору асимметричности информации относительно цен. Так, например, когда информация распределена неравномерно между экономическими субъектами, стимулирующая

---

<sup>80</sup> P. T. Harker Growth and the Role of Economic Policies // Money Marketeers of New York University, Inc., New York, 2016

<sup>81</sup> Там же, pp. 5-6

<sup>82</sup> C. I. Plosser. Economic Growth and Monetary Policy: Is There a New Normal? The George Washington University and Princeton University's Griswold Center for Economic Policy Studies, Philadelphia, 2014, pp. 5-7

монетарная политика приводит к росту благосостояния одних субъектов за счет издержек других, которые, будучи неосведомленными относительно текущих изменений на рынке, не успевают приспособиться к новым условиям<sup>83</sup>.

Конечно, на начальном этапе стимулирующая политика приводит к росту объемов денежной массы, а также валового потребления. Однако, ввиду вышеназванной асимметрии информации, рост объемов денежной массы трансформируется в рост уровня цен в долгосрочной перспективе<sup>84</sup>. Одной из причин этому является то, что в большинстве случаев производители в стремлении обезопасить себя от издержек, которые могут возникнуть в новых условиях функционирования экономики, повышают цены на свою продукцию. Таким образом, эффективность проводимой денежно-кредитной политики с точки зрения влияния на реальный рост экономики, как мы говорили выше, во многом зависит от ожиданий экономических субъектов относительно стабильности уровня цен в стране.

Данный подход согласуется с принципом «нейтральности денег», который поддерживался рядом экономистов на протяжении не одного столетия. В общем виде суть данного принципа заключается в том, что изменение объема денежной массы в долгосрочном периоде влияет лишь на общий уровень цен в стране, при этом не оказывая никакого влияния на реальные значения макроэкономических величин.

«Нейтральность денег» основана на концепции так называемой классической дихотомии, суть которой заключается в идее теоретического разделения номинальных и реальных экономических величин.

Появление данной концепции связывают с именем Д. Юма. Так, ученый и его единомышленники предполагали, что вышеназванное разделение величин целесообразно, поскольку номинальные и реальные переменные зависят от различных факторов. Так, согласно приверженцам данной концепции, от денежно-кредитной политики, проводимой монетарными властями страны, зависят только номинальные значения макроэкономических показателей, а «реальные» переменные не подвергаются воздействию политики.

Это вытекает из сущности денег, которые в данном контексте, являются лишь средством, основной функцией которого является снижение транзакционных издержек, связанных обменом товаров между экономическими субъектами<sup>85</sup>.

Принцип «классической дихотомии», можно представить на основе количественной теории денег, которая описывается формулой:

---

<sup>83</sup> O. F. Humpage, "Monetary policy and real economic growth," Economic Commentary, Federal Reserve Bank of Cleveland, 1996. p. 2

<sup>84</sup> Там же, pp. 2-3

<sup>85</sup> Jevons, W.S. (1875), Money and the Mechanism of Exchange, London: Appleton. p. 3

$$PY = MV$$

где  $PY$  – номинальный объем валового выпуска;  
 $M$  – объем денежной массы,  
 $V$  - скорость денежного обращения.

Согласно концепции, экзогенные изменения объема денежной массы в конечном счете приводят к изменению уровня цен при данном уровне экономической активности. А если экономическая система страны находится в состоянии полной занятости, единственным эффектом стимулирующей денежно-кредитной политики станет пропорциональное увеличение общего уровня цен и обесценивание национальной валюты.

Данная закономерность связана с так называемым «естественным уровнем процентной ставки», о которой говорили приверженцы неокейнсианства. Согласно их мнению, естественный уровень процентной ставки определяется равновесием между сбережениями и инвестициями. А это равновесное положение, в свою очередь, соответствует полной занятости для данной экономики<sup>86</sup>.

В долгосрочном периоде рыночная процентная ставка стремится к естественному уровню. Так, изменения в объеме денежного предложения в краткосрочном периоде приводят к отклонениям рыночной процентной ставки от «естественного» уровня. Когда рыночная ставка процента ниже «естественной» происходит опережающий рост объема инвестиций по сравнению со сбережениями, поскольку бизнесу выгодно занимать средства при данном уровне ставок. В случае полной занятости в экономике, согласно приверженцам теории естественной нормы процента, в стране происходит рост общего уровня цен. Инфляция на потребительском рынке приводит к снижению уровня потребления и росту объема сбережений населения до тех пор, пока не будет достигнуто равновесие между инвестициями и сбережениями<sup>87</sup>.

Таким образом, в долгосрочной перспективе рыночная процентная ставка выравнивается с «естественной», возможно, уже на новом равновесном уровне. При этом общий уровень цен остается более высоким, чем до роста объема денежной массы. То есть, исходя из принципа «нейтральности денег» можно заключить, что только с помощью денежно-кредитной политики невозможно осуществить эффективное стимулирование реального экономического роста.

Немаловажным нам представляется отметить, что влияние монетарной политики на экономику страны происходит через каналы так называемого «трансмиссионного

---

<sup>86</sup> Woodford, M. Interest and Prices, Princeton: Princeton University Press.2003

<sup>87</sup>Там же

механизма». Впервые понятие трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики было предложено Дж. М. Кейнсом. Автор определял данный механизм как систему взаимосвязанных показателей, в рамках которой изменения в объеме денежного предложения воздействуют на экономическую активность. Согласно данному подходу, изменения денежного предложения приводят к сдвигу процентной ставки, что в свою очередь, оказывает влияние на инвестиционную среду в стране и, как следствие, на объем валового выпуска<sup>88</sup>.

Однако со временем данный подход потерял актуальность, учитывая переход монетарных властей большинства стран с политики денежного таргетирования на таргетирование инфляции. В результате современная трактовка трансмиссионного механизма сводится к многостороннему воздействию монетарной политики на экономику в целом. В научной литературе выделяются несколько каналов, посредством которых и осуществляется влияние монетарной политики на макроэкономические показатели. Нами будут рассмотрены следующие, наиболее распространенные каналы: канал процентной ставки, кредитный и валютный каналы.

Существуют различные мнения относительно важности и эффективности того или иного канала трансмиссионного механизма. Канал процентной ставки является одним из наиболее популярных в научной литературе, являясь ключевым механизмом в широко известной кейнсианской модели IS-LM.

В целом, суть действия данного канала сводится к следующему: при условии сохранения эластичности цен на заданном уровне, увеличение номинальной ставки процента ведет к росту реальных ставок и, как следствие, удорожанию финансовых ресурсов. В результате происходит снижение объемов инвестиций и потребления (по причине роста склонности экономических субъектов к сбережению в том числе)<sup>89</sup>.

Таким образом, при прочих равных условиях ужесточение монетарной политики посредством канала процентной ставки приводит к снижению темпов экономического роста страны.

Согласно Ф. Мишкину, изменения краткосрочной процентной ставки со стороны монетарных властей в конечном счете приводят к изменениям реальной ставки процента. Это объясняется автором относительной негибкостью цен, что делает изменения номинальной и реальной ставок прямо пропорциональными в краткосрочном периоде.

---

<sup>88</sup> Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. М.: Прогресс, 1978.

<sup>89</sup> Моисеев С.Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики // Финансы и кредит. – 2002. – №18, с. 38



Именно реальная, а не номинальная процентная ставка, согласно Мишкину, влияет на решения экономических субъектов относительно расходов. Исходя из этого, предполагается, что даже при нулевой ключевой ставке в условиях дефляции возможно стимулирование экономического роста посредством монетарной политики. Так, при вышеназванных условиях, рост объемов предложения денег приведет к росту общего уровня цен в стране так же, как и инфляционных ожиданий. В результате реальная ставка процента снижается, стимулируя рост уровня расходов и валового выпуска<sup>90</sup>.

Однако действие канала процентной ставки на макропоказатели оценивается неоднозначно различными авторами. Так, в совместной работе Б. Бернанке и М. Гертлера авторы подвергают сомнению влияние изменений номинальной процентной ставки на реальную ставку в долгосрочном периоде. В результате влияние монетарной политики через канал процентной ставки на решения экономических субъектов о покупке долгосрочных активов (капитальные активы, недвижимость), которые зависят именно от ожиданий по долгосрочным реальным ставкам, становится спорным вопросом<sup>91</sup>.

В результате в последние годы все большую популярность приобретает кредитный канал трансмиссионного механизма монетарной политики. Действие данного канала обусловлено несовершенствами на рынке кредитных ресурсов, в частности, асимметричностью информации, в результате чего осуществление монетарной политики «транслируется» на реальный сектор через реакцию кредитного рынка на изменения.

Ряд авторов, в том числе Б. Бернанке и Ф. Мишкин, выделяют два направления, по которым действует кредитный канал. Первое – влияние монетарной политики на реальный сектор в результате изменений кредитоспособности банковского сектора. Так, стимулирующая политика при прочих равных условиях приводит к росту объема кредитных ресурсов банков (из-за роста объемов депозитов в том числе). А это, в свою очередь, является фактором роста инвестиций и потребительских расходов. Однако данный механизм работает лишь при условии большой зависимости рыночных субъектов от банковского кредитования. А с развитием рынка ценных бумаг роль вышеназванного канала становится менее выраженной.

Другим направлением воздействия кредитного канала являются так называемые «балансовые» каналы<sup>92</sup>. В данном случае рассматривается влияние монетарной политики в

---

<sup>90</sup> Mishkin, Frederic S. The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy // NBER Working papers, N 5464, 1996, pp. 2-4

<sup>91</sup> B. S. Bernanke, M. Gertler . Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission // Journal of economic perspectives, vol. 9, N. 4, 1995, pp. 27-28

<sup>92</sup> Там же, p. 29

первую очередь на финансовое положение заемщиков, в частности, на изменения в стоимости капитала и ликвидности бизнеса. В работе Ф. Мишкина приводится ряд направлений работы трансмиссионного механизма через «балансовый» канал.

Так, например, стимулирующая денежно-кредитная политика приводит к росту чистой стоимости капитала заемщиков на фоне роста общего уровня цен и снижения реальной балансовой стоимости имеющихся обязательств. Согласно автору, в таком случае банки будут более охотно выдавать кредиты компаниям, поскольку стоимость обеспечения под кредиты в виде капитала становится выше. Естественно, в таком случае растет склонность бизнеса к инвестированию, что в итоге стимулирует рост валового выпуска. С другой стороны, стимулирующая политика, которая в большинстве случаев приводит к снижению процентных ставок, способствует росту ликвидности фирм. Соответственно, выдача кредитов заемщикам с высокой ликвидностью становится более предпочтительной для банков. В итоге, аналогично вышеописанной схеме, происходит рост инвестиций и валового выпуска<sup>93</sup>.

Действие «балансового» канала наблюдается также через влияние монетарной политики на решения домохозяйств. Так, денежно-кредитная политика, в результате которой домохозяйства ожидают ухудшения своего финансового положения, приводит к снижению объема затрат на покупку недвижимости и товаров длительного пользования уже в текущем периоде. Возможна также продажа таких товаров с целью повышения платежеспособности. В результате происходит снижение темпов роста объемов валового выпуска<sup>94</sup>.

И, наконец, еще одним каналом трансмиссионного механизма монетарной политики является валютный канал. Исследованию роли валютного курса в трансмиссионном механизме особое внимание уделено в работах Дж. Тейлора.

Учитывая свободное движение капитала между странами, автор отмечает, что разница в уровне процентных ставок между странами компенсируется изменениями курса национальной валюты. Если такой связи не наблюдается, то происходит отток средств в страну с большей доходностью капитала. На основе концепции Тейлора можно сказать, что стимулирующая монетарная политика, сопровождающаяся снижением краткосрочных ставок процента, приведет к обесценению национальной валюты в краткосрочном периоде. В результате произойдет рост величины чистого экспорта и, как следствие, объемов валового выпуска в стране. Однако автор отмечает, что в долгосрочном периоде влияния канала

---

<sup>93</sup> Mishkin, Frederic S. The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy // NBER Working papers, N 5464, 1996, pp. 10-13

<sup>94</sup> Там же, pp. 13-15

валютного курса на реальный ВВП не наблюдается. Дело в том, что увеличение объема денежной массы приведет к пропорциональному росту общего уровня цен в стране, а курс национальной валюты вернется на прежний уровень<sup>95</sup>.

Исследованию вопросов влияния денежно-кредитной политики на экономику посвятили свои работы также ряд отечественных авторов.

Так, Э. Сандоян и Л. Акопян на основе анализа данных по ряду стран показали, что одним из основных факторов экономического развития в долгосрочном периоде является рост монетизации экономики страны в условиях неинфляционной среды. Согласно авторам, жесткая политика ЦБ РА по сдерживанию темпов роста денежных агрегатов на протяжении нескольких лет создала искусственный дефицит денег, что привело к сдерживанию темпов роста объемов инвестиций и экономического развития в целом. В результате, учитывая низкий уровень монетизации экономики РА, небольшое увеличение объемов денежной массы в условиях неразвитости финансовых рынков может привести к росту уровня цен в стране<sup>96</sup>.

Это подтверждают также результаты другого исследования (Э. Сандоян, Э. Карапетян), согласно которым существует достаточно прочная связь как между денежными агрегатами и инфляцией, так и между изменением уровня цен и объемом валового выпуска. В результате авторы отмечают целесообразность перехода к политике таргетирования инфляции вместо применяемой в начале 2000-х гг. политики таргетирования денежной базы<sup>97</sup>.

Как показывают наши исследования, страны, применяющие политику инфляционного таргетирования, отличаются более низким уровнем инфляции. Причем в странах, применяющих данную политику, влияние колебаний валютного курса на уровень инфляции значительно ниже, чем в странах, применяющих политику иную, чем таргетирование инфляции. Таким образом, поддержание стабильности цен в стране позволит создать предпосылки для качественного роста экономики страны. Что касается РА, то авторы в качестве одного из необходимых условий осуществления эффективной денежно-кредитной

---

<sup>95</sup> John B. Taylor The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework Journal of Economic Perspectives- Volume 9, Number 4, 1995, pp. 15-17

<sup>96</sup> Э.М. Сандоян, Л.М. Акопян Неинфляционная монетизация экономики как фактор экономического развития // Экономика и финансы. Вестник Нижегородского университета им. Н.И. Лобачевского, 2008, № 5, с. 178–181

<sup>97</sup> Է.Սանդոյան, Է.Շարապետյան. Ռազմիոնալ դրամավարկային քաղաքականության մոդելի ընտրությունն անցումային տնտեսությամբ երկրներում // «Ֆինանսներ և էկոնոմիկա», №4-5 / մարտ-ապրիլ 2005 թ., էջ 98-105

политики считают развитие финансовых институтов, которые будут формировать спрос и предложение на финансовые продукты, в частности, на открытом рынке<sup>98</sup>.

Мнения о положительном влиянии политики таргетирования инфляции придерживается и А. Тавадян. Анализируя динамику инфляции в РА в последние несколько лет, автор отмечает, что высокая волатильность цен в течение года оказывает негативное воздействие на ожидания экономических субъектов. А это, в свою очередь, приводит к неуверенности при принятии решений (из-за недоверия к национальной валюте) и снижению уровня экономической активности. Снижение волатильности цен позволит банковскому сектору устанавливать более низкие ставки, стимулируя тем самым рост инвестиций в стране. Говоря о роли денежно-кредитной политики в развитии экономики РА, автор подчеркивает, что политика сдерживания инфляции посредством повышения процентной ставки со стороны ЦБ РА эффективна лишь в краткосрочном периоде, оказывая влияние на инфляцию со стороны спроса. В долгосрочном же периоде рост ставок может привести к инфляции предложения из-за роста издержек. При этом высокая ставка будет сдерживать рост валового выпуска<sup>99</sup>.

Отечественными авторами также уделено внимание трансмиссионному механизму монетарной политики. На основе авторегрессионной модели в 2011 году Ш. Мкртчян и А. Камалян произвели оценку влияния денежно-кредитной политики на основные макроэкономические показатели РА. В результате анализа авторы выявили, что изменения процентной ставки со стороны ЦБ в рамках политики таргетирования инфляции оказывают очень незначительное влияние как на объем спроса на деньги со стороны экономических субъектов, так и на рост объемов валового выпуска в целом. Слабая связь наблюдалась между показателями инфляции изменения ставки процента. Авторы также отмечают, что наибольшее влияние на изменения уровня цен оказывали изменения валютного курса<sup>100</sup>.

К аналогичному выводу относительно эффективности трансмиссионных каналов в РА пришел и другой отечественный ученый А. Тевикян. Согласно автору, балансовый канал в РА практически не работает, поскольку домохозяйства и фирмы в стране слабо вовлечены в деятельность финансовых рынков. Канал процентной ставки тоже неэффективен, поскольку

---

<sup>98</sup> Э. Сандоян и М. Восканян Режим таргетирования инфляции в денежно-кредитной политике стран с переходной экономикой // Проблемы экономики и трансформации образовательных систем. Межвузовский сборник научных трудов – Ер.: Изд-во РАУ, 2007

<sup>99</sup> Ա.Թավադյան. Դրամավարկային քաղաքականությունը սնտեսական անվտանգության տեսանկյունից «21-րդ դար», թիվ 6 (64), 2015թ. էջ. 80-88

<sup>100</sup> Շ. Մկրտչյան, Հ. Քամալյան. ՀՀ դրամավարկային քաղաքականությունը գնաճի նպատակադրման ռազմավարության պայմաններում. Քանակական գնահատում կառուցվածքային ավտորեգրեսիվ մոդելի միջոցով // «Ֆինանսներ և էկոնոմիկա», №1 (127) / հունվար 2011 թ., էջ 64-66

высокая волатильность инфляции в стране искажает сигналы при изменениях ставки процента. Что касается валютного канала, то его воздействие на экономику наблюдается лишь при снижении уровня долларизации в стране<sup>101</sup>.

Обобщая вышесказанное можно сделать следующие выводы.

Во-первых, как и в случае с валютными режимами, воздействие монетарной политики на экономический рост всегда обусловлено конкретными условиями как самой экономики, так и внешней конъюнктуры мировой экономики. В этой связи, на наш взгляд, не корректно обобщать положительные и негативные характеристики воздействия монетарной политики на экономический рост для всех стран мира, или даже для группы стран. Можно только однозначно утверждать, что как и в случае с валютным регулированием, монетарная политика должна быть направлена не только на достижение стабильного уровня цен, но также и косвенно способствовать стимулированию экономического роста.

Во-вторых, чем эффективнее трансмиссионный механизм монетарной политики, тем более положительное воздействие несет в себе монетарное регулирование для экономики в целом. Однако, как покажет дальнейший анализ в рамках данного исследования, в связи с неэффективностью трансмиссионного механизма монетарной политики Армении, сложно говорить об эффективности денежно-кредитной политики ЦБ РА.

---

<sup>101</sup> Ա.Թևիկյան. Դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության մեխանիզմները տնտեսության և գործարարի իջավայրի վրա // «21-րդ դար», թիվ 1 (41), 2012թ., էջ. 94-95

#### 1.4. Теоретические аспекты взаимосвязи уровня цен и экономического роста<sup>102</sup>

Достижение долгосрочного экономического роста, оптимального для данной конкретной экономики, по сути, есть основная задача, стоящая как перед органами финансовой политики, так и властями, ответственными за осуществление фискальной политики.

В разрезе проведения монетарной политики перед органами финансовой политики встает дилемма выбора определенного денежно-кредитного режима, который бы позволил достичь стабильного и низкого уровня инфляции, и, в то же время, обеспечить необходимые темпы экономического роста для данной страны.

Однако, прежде чем рассмотреть вопрос об эффективности того или иного режима денежно-кредитной политики (далее д.к.п.), следует обратить внимание на вопросы взаимосвязи уровня инфляции с экономическим ростом.

Определений инфляции существует множество. Так, в частности, инфляцией (от лат. *inflatio* - вздутие) называют переполнение трансмиссионных каналов<sup>103</sup> обращения избыточными бумажными деньгами, которые не обеспечены соответствующим ростом товарной массы. Более простое определение дает Н.Грегори Мэнкью: «Увеличение общего уровня цен называется инфляцией»<sup>104</sup>.

О том, как повышение уровня цен отражается на экономическом развитии страны существует множество мнений. Одни утверждают, что явление инфляции уже само по себе является отрицательным фактором, даже если имеет место небольшое повышение уровня цен. Такая точка зрения базируется на том, что нулевая инфляция идеальна для успешного и эффективного экономического развития. Действительно, повышение уровня цен во многих случаях отрицательно сказывается на реальном секторе, особенно если данное повышение произошло спонтанно и субъекты реального сектора не были готовы к этому явлению.

Другие представители экономической мысли, напротив, соглашаясь с тем, что высокая инфляция болезненна для любой экономики, все же настаивают, что небольшой уровень инфляции не только не вредит экономике, но и является своего рода толчком экономического развития. К примеру, существуют теории, которые утверждают, что

---

<sup>102</sup> Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности À 00.03. - «Финансы, денежное обращение и кредит» на тему «Проблемы инфляционного таргетирования в денежно-кредитной политике (на примере Республики Армения)». Восканян М.А., 2008г.

<sup>103</sup> Примечание: по термину «канал» в работе подразумевается звенья трансмиссионного механизма д.к.п.

<sup>104</sup> Н.Г. Мэнкью. Принципы макроэкономики. 2-е изд./ Пер. с англ. – СПб.: Питер, 2004. – 576с.: ил. – (серия «Учебник для вузов»). – ст.371.

некоторое повышение уровня цен, в определенной степени, подогревает экономику и заставляет ее развиваться более быстрыми темпами (эффект Тоббина).

В то же время, мнение о том, что небольшой уровень инфляции полезен для экономического развития, заставляет столкнуться с проблемой нахождения того оптимального уровня инфляции для данной конкретной экономики, так называемого «порогового значения», который, не нанося ущерба экономике страны, являлся бы оптимальным.

Кроме того, важно отметить влияние прогнозируемой и непрогнозируемой инфляции на экономическое развитие. «Эмпирические свидетельства показывают, что высокие уровни инфляции ассоциируются с изменчивой, и, вследствие этого, менее предсказуемой инфляцией»<sup>105</sup>.

Классическая экономическая теория предполагала, что изменения в темпах роста цен не приведет к каким-либо конкретным изменениям в экономическом росте страны в долгосрочной перспективе. «Экономический рост достижим как при растущих, так и при падающих ценах при условии, что предполагаемый их рост умерен и предсказуем»<sup>106</sup>. В то же время, последние экономические исследования<sup>107</sup> показали, что показатели долгосрочного экономического роста слабо коррелируют с изменениями показателей инфляции. С другой стороны, существует мнение<sup>108</sup>, что в долгосрочном периоде инфляция имеет негативный эффект, в то время как в средне- и краткосрочном периодах влияние инфляции на экономический рост имеет противоречивый эффект. Понятно, что в периоды временно высокой инфляции, темпы экономического роста сокращаются. Однако, затем, после стабилизации уровня цен, темпы экономического роста, в свою очередь, возвращаются на круги своя.

«В большинстве случаев, экономический рост во время инфляционного кризиса был выше среднемирового для этого периода и ниже в сравнении с аналогичным показателем до наступления кризиса»<sup>109</sup>. Те же авторы приходят к выводу, что «издержки инфляции – относительная нестабильность цен, неопределенность, уменьшение достоверной информации о ценах, ухудшение условий кредитования – становятся значимыми только при

---

<sup>105</sup> Барро Р. (1995 г.) «Инфляция и экономический рост», Квартальный бюллетень Банка Англии, май.

<sup>106</sup> M. Fridmen, A.Shwarc. A Monetary History of the United States, 1867-1960. Princeton, N.Y. 1963

<sup>107</sup> Coats, W. (2000) Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of the Czech Republic, ed. by. CNB and IMF.

<sup>108</sup> Bencivenga, Valerie R., and Bruce D. Smith, 1991, "Financial Intermediation and Endogenous Growth," Review of Economic Studies, Vol.58, pp.195-209.; Allen, Mark, and others "A Balance Sheet Approach to Financial Crisis," IMF Working Paper, 2002. — 02/210 (Washington: International Monetary Fund) P. -34.

<sup>109</sup> Bruno M., Easterly W. "Inflation Crises and Long-Run Growth", Journal of Monetary Economics, Vol. 41, no.1 (February 1998): pp. 3-26.

относительно высоких уровнях инфляции. При более низкой инфляции рост инфляции может зависеть от различных шоков спроса и предложения и не демонстрировать четкой взаимозависимости»<sup>110</sup>. Кроме того, М. Бруно и В. Эстерли показали, что имеет место повышение темпов экономического роста при понижении уровня инфляции, в случае, если ее уровень превышает 40%; в остальных же случаях, между повышением темпов экономического роста и уровнем инфляции отсутствует определенная корреляция.

С этим мнением соглашаются и другие авторы<sup>111</sup>, исследовавшие этот вопрос, отмечая, что в данный момент сложно сделать определенные выводы по поводу положительного или отрицательного влияния относительно низких и стабильных темпов роста уровня инфляции. «В то время как имеется согласие относительно того, что никакая экономика не может успешно функционировать при гиперинфляции, нет консенсуса относительно выгод в результате снижения инфляции. Нет свидетельств того, что все большее и большее снижение инфляции дает выгоды, сопоставимые с издержками, а некоторые экономисты даже считают, что стремление сделать инфляцию слишком низкой приводит к негативным последствиям»<sup>112</sup>.

Более поздние исследования показали<sup>113</sup>, что пороговое значение уровня инфляции, когда инфляция отрицательно сказывается на темпах экономического роста, находится на уровне 8%<sup>114</sup> и, даже, как считают другие исследователи, еще меньше – на уровне 2-3%<sup>115</sup>. Согласно этим авторам, увеличение инфляции с 10% до 20% может уменьшить темп роста ВВП на 0,3-0,4 процентных пункта.

Еще один автор, Роберт Барро, утверждает, на основе проведенных им исследований, что «нет значимого влияния инфляции на рост, если она не превышает 15% в год. Но и при более высокой инфляции потери от нее невелики»<sup>116</sup>. По его оценкам, увеличение среднего темпа инфляции на 10% в год снижает темп роста душевного ВВП на 0,3-0,4 процентных пункта в год.

---

<sup>110</sup> Там же.

<sup>111</sup> Sachs, J. (1996) "Economic Transition and American Economic Review, 86, pp.147–152.

<sup>112</sup> Stiglitz, J.E. (2003). Globalization and its discontents. W.W.Norton & Company, New York, London, 288 pp.

<sup>113</sup> Cooper, R. (1999) Exchange Rate Choices, mimeo. Harvard University.

<sup>114</sup> Sarel, M. (1996). Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth. IMF Staff Papers, 43, pp.199-215.

<sup>115</sup> Ghosh, A. & Phillips, S. (1998). Inflation, Disinflation and Growth. IMF Working Paper WP/98/68 (Washington, DC: International Monetary Fund).

<sup>116</sup> Записка в правительство РФ, 2 апреля 2006 г. «Снижение инфляции не должно быть главной целью экономической политики правительства России». Полтерович В.М.



Вышеизложенное утверждение позволяет сделать вывод о том, что чем более низким уровнем инфляции обладает страна, тем в меньшей степени отразится на увеличении темпов экономического роста дальнейшее снижение уровня инфляции.

Тем не менее, вопрос о значительном или незначительном влиянии снижения темпов инфляции на темпы экономического роста, должен рассматриваться в разрезе уровня развития той или иной страны. Соответственно, исходя из степени развитости тех или иных областей экономики страны, можно судить, насколько тот или иной уровень инфляции приемлем для данной конкретной экономики.

А. Сепери и С. Мошири в своих исследованиях попытались обнаружить пороговое значение инфляции для стран, в зависимости от уровня благосостояния, который в свою очередь был определен в соответствии с классификацией Всемирного Банка (страны с низким уровнем доходов, страны со средним низким уровнем доходов, страны со средне-высоким уровнем доходов и страны с высоким уровнем доходов).

«Расчеты показали, что пороговый уровень инфляции составляет 11%-16% в год для стран с низким доходом, 15%-21% в год для стран с низким средним доходом, и 4%-5% для стран с верхним средним доходом. При этом, для стран первых двух групп влияние уменьшения инфляции ниже порогового уровня оценивается как статистически незначимое. При увеличении инфляции вдвое, снижение темпа роста душевого ВВП составляет, по полученным оценкам, 0,5- 0,7 процентных пункта для первой группы, 1,9 -2,6 - для второй и 0,2- 0,35 процентных пункта для третьей группы. Но для третьей группы уменьшение инфляции ниже порогового уровня тоже влияет отрицательно: темп роста уменьшается на 0,7-1,0 процентных пункта при уменьшении инфляции в два раза. В этом случае, пороговый темп инфляции является оптимальным, причем отклонение от него в сторону снижения вредит гораздо больше, чем такое же отклонение в сторону увеличения»<sup>117</sup>. Согласно этим авторам, пороговое значение уровня инфляции для развивающихся стран составляет примерно 9-11%. Интересно будет отметить, что для развитых стран, авторами не было обнаружено какое-либо пороговое значение уровня инфляции, превышение которого оказало бы существенное влияние на темпы экономического роста. Это позволяет сделать вывод о том, что определение оптимального уровня инфляции является первостепенной задачей для развивающихся стран, в том числе и стран с экономикой переходного периода. Что касается развитых стран, то изначально низкий уровень инфляции и высокий уровень развития экономики, не сталкивает последних с проблемами, связанными с увеличением темпов

---

<sup>117</sup> Sepehri, A., Moshiri, S. (2004). Inflation-Growth Profiles Across Countries; Evidence from Developing and Developed Countries. *International Review of Applied Economics*, v.18, N.2, April, 191-207.

экономического роста, и поиском оптимального уровня инфляции для обеспечения такого увеличения.

При этом, заметим, что в странах с переходной экономикой, степень отрицательного влияния уровня инфляции на экономический рост весьма значим. Как показали М.Гилман и М.Н.Харис, «уменьшение инфляции с 10% до 5% увеличивает темп роста приблизительно на один процентный пункт»<sup>118</sup>.

Одной из самых последних теоретических выкладок<sup>119</sup> относительно взаимозависимости инфляции и экономического роста является теория, основанная на идее финансового посредничества. Очевидно, что развитая финансовая система положительно сказывается на экономическом развитии страны, как в краткосрочной, так и долгосрочной перспективе. С другой стороны, также очевидно, что высокие темпы инфляции снижают финансовую активность экономики, следствием чего, соответственно, является снижение темпов экономического роста. Исходя из этого аспекта, нам представляется важным рассмотреть влияние инфляции на финансовый сектор.

Вышеизложенная проблематика была изучена большим количеством экономистов, но, по сути, все они пришли к одному и тому же выводу: высокий уровень инфляции ведет к снижению эффективности финансового сектора, что в свою очередь тормозит рост экономики. Кроме того, было установлено, что только умеренные темпы инфляции позволяют достичь максимального экономического роста. Рассмотрим теперь результаты исследований, проведенных относительно данного вопроса.

«Тот факт, что денежная и финансовая система не являются нейтральными по отношению к инфляции, подтверждают ряд эмпирических и теоретических исследований. Основная причина отсутствия нейтральности заключается в том, что в случае увеличения темпов роста цен со стороны инвесторов (вкладчиков) происходит замещение непроцентных денежных активов процентными или индексируемыми активами, активами номинированными в иностранной валюте или неденежными активами»<sup>120</sup>.

---

<sup>118</sup> Gillman, M. and M.N. Harris (2004). Inflation, Financial Development and Growth in Transition Countries. Monash University, Australia, Working Paper 23/04, November.

<sup>119</sup> Cukierman A., The Economics of Central Banking, in: Holger W. (ed.), Macroeconomic Policy and Financial Systems, Proceedings of the December 1995 Tunis Congress of the International Economic Association, The Macmillan Press, 1996.; Greenwood, Jeremy, and Boyan Jovanovic, 1990, "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income," Journal of Political Economy, Vol.98, pp.1076-1107.

<sup>120</sup> Институт экономики переходного периода, Финансовый сектор и издержки инфляции в странах с переходной экономикой С. Дробышевский (руководитель проекта), С. Пономаренко О., Изряднова Т., Усик А., Циканова, Москва, 2004

Тем не менее, нельзя утверждать, что корреляция инфляции и финансового сектора носит однозначный характер, хотя в свое время существовало мнение<sup>121</sup>, что высокая инфляция может способствовать экономическому росту. «Если доход на капитал превышает доход от владения денежными остатками, в инвестиционных портфелях домохозяйств происходит сдвиг от актива «деньги» в пользу актива «капитал». В результате пересмотра портфеля растет капиталоемкость (отношение капитала к труду) и производительность труда»<sup>122</sup>. Согласно так называемому «эффекту Тобина», высокая инфляция заставляет потребителей перенаправлять свои денежные сбережения в финансовый сектор, тем самым, повышая инвестиционную активность и, соответственно, экономический рост в долгосрочном периоде.

Однако теория Тобина была опровергнута А.Орфанидесом и Р.Солоу<sup>123</sup>, которые показали, что на самом деле такой связи либо не обнаруживается, либо она является отрицательной. С этим согласны и экономисты Института экономики переходного периода, которые в своих исследованиях обнаружили, что «в случае неожиданных изменений инфляции или волатильной инфляции, существующее негативное воздействие инфляции на финансовый сектор усиливается. Прежде всего, это объясняется тем, что большинство финансовых контрактов основывается на некоторых ожиданиях инфляции, и при неожиданных изменениях приводит к искажению оптимальных в другом случае решений экономических агентов и перераспределению благосостояния»<sup>124</sup>.

Другой автор, В.Инглиш пишет: «Результаты эконометрического анализа показывают, что влияние инфляции на размер финансового сектора значительно как в экономическом, так и в статистическом плане. В Соединенных Штатах снижение инфляции на 10% позволяет увеличить долю ВВП, производимого финансовым сектором почти на 1,5%. Аналогичный анализ для финансового сектора Аргентины, Боливии и Перу показал, соответственно, значения в 6%, 3% и 1% ВВП»<sup>125</sup>.

---

<sup>121</sup> Sepehri, A., Moshiri, S. (2004). Inflation-Growth Profiles Across Countries; Evidence from Developing and Developed Countries. *International Review of Applied Economics*, v.18, N.2, April, 191-207.

<sup>122</sup> Tobin J. Money and Economic Growth // *Econometrica*, 1965. - №33, Vol. 4, pp. 671-684.

<sup>123</sup> Orphanides A. and Solow R. Money, Inflation and Growth. In Friedman B. and Kahn F. (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 1, 1990, pp. 223-261.

<sup>124</sup> Институт экономики переходного периода, Финансовый сектор и издержки инфляции в странах с переходной экономикой С. Дробышевский (руководитель проекта), С. Пономаренко О., Изряднова Т., Усик А., Циканова, Москва, 2004

<sup>125</sup> English W. Inflation and Financial Sector Size. *Op. cit.*

В то же время, «инфляция влечет за собой большее рационализирование кредитов и снижение предложения инвестиций. На практике наблюдается уменьшение так называемой глубины финансового сектора, измеренной различными финансовыми агрегатами»<sup>126</sup>.

М.С. Канн, А. Сенбаджи и В.Д. Смит в своей работе «Инфляция и финансовая глубина»<sup>127</sup> обнаружили, что помимо уровня инфляции на финансовую активность имеют влияние также ВВП на душу населения, степень открытости и доля государственных расходов в ВВП как показатель финансовой неразвитости.

Кроме того, Канном и Сенбаджи было обнаружено, что «рост инфляции имеет слабый позитивный эффект, когда исходный уровень инфляции низкий, и негативный эффект при изначально высоком уровне инфляции»<sup>128</sup>. Таким образом, можно предположить что существует некий пороговый уровень инфляции, который можно рассматривать как оптимальный уровень инфляции для финансового развития и как ориентир для монетарных властей. Так, результатом их исследований стало утверждение о том, что «для экономик с изначально низким уровнем инфляции умеренное увеличение темпов инфляции ассоциируется с более высокими темпами долгосрочного реального роста. Но для экономик с изначально высоким уровнем инфляции дальнейшее увеличение темпов инфляции имеет негативный эффект на реальный экономический рост. В частности, пороговый уровень инфляции достаточно низок – около 1-3% для индустриальных стран и 11-12% для развивающихся стран»<sup>129</sup>.

С другой стороны, М.Банес обнаружил, что «при инфляции ниже 14% связь между ростом финансового рынка и инфляцией является положительной, а выше – неопределенной»<sup>130</sup>.

К другим выводам пришел А.Кулик<sup>131</sup>, который, рассмотрев 16 стран с переходной экономикой, в результате своих исследований пришел к выводу, что пороговое значение инфляции колеблется от 9,9% до 10,5% в год.

Разнородность полученных результатов порогового значения уровня инфляции у рассмотренных авторов объясняется различной выборкой изученных стран. Однако, важный

---

<sup>126</sup> Kulyk A. Inflation and Financial Depth in Transition Economies. – Kyiv: National University of Kyiv-Mohyla Academy, 2002.

<sup>127</sup> Khan, Mohsin S., Abdelhak Senhadji, and Bruce D. Smith. Inflation and Financial Depth, IMF Working Paper WP/01/44.

<sup>128</sup> Khan, Mohsin S., and Abdelhak Senhadji, 2000a, "Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth," IMF Working Paper WP/00/110; IMF Staff Papers, forthcoming.

<sup>129</sup> Там же.

<sup>130</sup> Barnes M. Threshold Relationships Among Inflation, Financial Market Development and Growth. <http://www.economics.adelaide.edu.au/mbarnes/tpg-294.pdf>

<sup>131</sup> Kulyk A. Inflation and Financial Depth in Transition Economies. Op. cit.

вывод, к которому можно прийти, исходя из вышеизложенных исследований, заключается в том, что, обнаружив такой пороговый уровень инфляции для данной конкретной страны, можно определиться с направлениями как экономической, так и монетарной политики страны.

Итак, между степенью развития финансового сектора и экономическим ростом наличествует прямая корреляция. В то же время, повышение уровня цен и темпы экономического развития также имеют корреляцию.

С другой стороны, высокие темпы инфляции приводят к нестабильности в финансовой системе, уменьшая при этом инвестиционную активность и, тем самым, снижают общий выпуск.

Рассмотрев 119 стран за период 1960-1989 и, используя в качестве показателей финансового развития кредиты финансового сектора частному сектору (объем банковских обязательств, а также ликвидность фондового рынка и объемы торговли), Дж. Бойд, Р. Левин и Б. Смит, обнаружили, что «при умеренных темпах инфляции существует положительная корреляция между финансовым развитием и инфляцией. Однако, когда инфляция превосходит некий критический уровень, то дальнейшее увеличение инфляции сопровождается значительным падением в финансовой активности. Так, характерной чертой связи финансового развития и инфляции является очевидная нелинейная связь»<sup>132</sup>.

Таким образом, фактически, повышение уровня цен через сбережения сказывается на финансовом секторе. Высокая инфляция заставляет потребителя меньше денег направлять на сбережения, тем самым, повышая цену на дополнительные финансовые ресурсы, источником которых как раз и являются сбережения.

Дж. Бойд, Р. Левин и Б. Смит предложили следующую цепочку причинно-следственной связи, через которую высокий уровень инфляции влияет на финансовую систему и соответственно на долгосрочный рост: «высокий уровень инфляции снижает реальную норму отдачи на сбережения посредством снижения реальной процентной ставки, выплачиваемой заемщиками. При снижении нормы отдачи на сбережения стимулы брать займы увеличиваются, а стимулы давать займы снижаются. Таким образом, низкий уровень реальной отдачи на сбережения усиливает проблему неблагоприятного выбора в экономике. Становится необходимым ограничение объема выдаваемых кредитов. Банки меньше предоставляют ссуд, следствием чего становятся низкие темпы реального роста экономики.

---

<sup>132</sup> Boyd, John H., Ross Levine, and Bruce D. Smith. Inflation and Financial Market Performance, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working Paper 573D, October 1996.

Другими словами, высокая инфляция снижает финансовую глубину, что обусловлено эндогенными ограничениями кредита и инвестиционного капитала. Т.е., высокая инфляция снижает уровень финансовой глубины, поскольку при росте инфляции финансовые институты терпят высокие издержки подбора «заемщиков высокого качества» среди обратившихся за ссудой. Так, трансмиссионный механизм, посредством которого высокая инфляция влияет на финансовую глубину и, следовательно, на рост может быть описан следующим образом:

$$\pi \uparrow \Rightarrow r \downarrow \Rightarrow AS \uparrow \Rightarrow CR \uparrow \Rightarrow C(FD) \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow g \downarrow \quad [1.1.]$$

где

$\pi$  – уровень инфляции

$r$  – реальная норма отдачи

$AS$  – неблагоприятный выбор

$CR$  – ограничение кредитов

$C$  – количество выданных кредитов

$FD$  – финансовая глубина

$I$  – инвестиции

$g$  – экономический рост»<sup>133</sup>.

Л.Балл и Г.Манкив утверждают, что «высокая инфляция неизбежно увеличивает инфляционную неопределенность. Инфляционная неопределенность повышает рискованность всех кредитов и, в некоторых случаях, даже ранее рассматриваемых «заемщиков высокого качества» относят к рисковым. Для гарантирования возврата кредитов банки должны прибегать к более жесткому ограничению объема выдаваемых кредитов»<sup>134</sup>.

В то же время, Дж.Бойд, Р.Левин и Б.Смит пишут, что «при достаточно низком уровне инфляции проблема неблагоприятного выбора на кредитном рынке отсутствует в смысле «заемщиков низкого качества» и «заемщиков высокого качества» (или «естественных заемщиков» и «естественных заимодавцев». Это означает, что низкая инфляция и соответственно высокая норма отдачи побуждает каждый тип агента действовать согласно своему типу, т.е. либо как «естественные заемщики» либо «естественные заимодавцы». Так, при достаточно низком уровне инфляции только «естественные заемщики» обращаются за кредитом. А умеренный рост инфляции вызывает «неправильное

<sup>133</sup> Boyd, John H., Ross Levine, and Bruce D. Smith. Inflation and Financial Market Performance, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working Paper 573D, October 1996.

<sup>134</sup> Ball, L and G. Mankiw. Relative-Price Changes as Aggregate Supply Shocks, Quarterly Journal of Economics, 1995, pp.161-193.

поведение» «естественных заемщиков» - замещать наличность на инвестиции в физический или человеческий капитал, что стимулирует экономический рост:

$$\pi \uparrow \Rightarrow r \downarrow \Rightarrow C(FD) \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow g \uparrow \text{»}^{135}. \quad [1.2.]$$

В экономической литературе встречаются мнения о том, что долгосрочные изменения в уровне инфляции оказывают существенное влияние на реальный сектор, а значит на экономическое развитие. Как утверждает Р.Барро, «постоянное увеличение в темпах инфляции оказывает значительный негативный эффект на долгосрочные темпы реального роста»<sup>136</sup>. Причем, как утверждают Дж.Буллард и Дж.Кейтинг, «эффект от постоянного увеличения денег зависит от исходных темпов создания денег. Увеличение темпов роста денег в экономике, имеющей изначально низкие темпы создания денег ведет к увеличению долгосрочного реального роста. Но постоянное увеличение темпов роста денег в экономике с изначально высоким темпом роста денег имеет негативные последствия для долгосрочного реального роста»<sup>137</sup>.

Итак, обобщив вышесказанное, подытожим.

Высокие темпы инфляции отрицательно сказываются на темпах экономического роста. В то же время, корреляция между умеренными темпами инфляции и экономическим ростом менее существенна или зачастую отсутствует. Это наводит на мысль о существовании определенного порогового значения уровня инфляции, не пересекая который экономика продолжает развиваться достаточно высокими темпами, и в то же время за пределами которого, дальнейшее повышение уровня цен негативно отражается на экономическом развитии страны. Таким образом, номинальный якорь денежно-кредитной политики должен быть ориентирован на пороговое значение инфляции в рамках данной конкретной экономики.

---

<sup>135</sup> Boyd, John H., Ross Levine, and Bruce D. Smith. Inflation and Financial Market Performance, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working Paper 573D, October 1996.

<sup>136</sup> Barro, Robert J., 1995, "Inflation and Economic Growth", Bank of England Quarterly Bulletin, pp.166-76

<sup>137</sup> Bullard, James, and John Keating, 1995, "The Long-Run Relationship Between Inflation and Output in Postwar Economies," Journal of Monetary Economics, Vol.36, pp.477-96.

### **1.5. Проблема взаимовлияния волатильности обменного курса и инфляции. Эффект переноса валютного курса**

Наконец, рассмотрев роль как валютного, так и монетарного регулирования в экономическом развитии, в рамках данного исследования нам представляется важным также исследовать проблематику взаимосвязи волатильности обменного курса и уровня цен, поскольку часто наличие такой связи обуславливает политику центральных банков в области как валютного, так и монетарного регулирования.

Проблему взаимовлияния обменного курса и инфляции, как правило, рассматривают, исходя из двух основных постулатов. Первый изучает аспекты влияния обменного курса на инфляцию на внутреннем рынке, исходя из внутренних факторов экономики. Второй, предусматривает также влияние внешних рынков, через, например, импортные цены. При этом, обзор литературы позволяет сделать неоднозначные выводы.

Итак, концептуально инфляция может быть разделена на две части: инфляция спроса и инфляция предложения (издержек).

Первый подход к исследованию инфляции (известный как монетаристский подход) фокусируется на росте денежной массы. Учитывая стабильную скорость обращения денег и экзогенность уровня производства, расширение денежной массы можно регулировать только при помощи изменения цен. Например, теоретическое объяснение инфляционного явления в работе Каган (1956)<sup>138</sup> в значительной степени разработано с традиционной монетаристской точки зрения, представленной Милтоном Фридманом, который утверждает, что инфляция образуется в результате превышения денежного предложения над потенциальным объемом производства или спроса, диктуемого рынком. Как вариант монетарной доктрины инфляции, фискально-денежный подход подчеркивает влияние роста дефицита государственного бюджета в качестве причины ожидаемого роста денежного предложения, который, в свою очередь, питает инфляционный процесс (Саргет и Валлец (1973)<sup>139</sup>). Этот сценарий особенно верен в странах со свободной фискальной политикой и зависимым центральным банком, который автоматически монетизирует бюджетный дефицит.

Аргумент денежной экспансии, однако, не является полностью удовлетворительным, поскольку устойчивость инфляции (скорость, с которой инфляция сходится к состоянию равновесия после шока) часто превышает рост денежной массы. Поэтому, литература опирается на инфляцию издержек, в качестве основной альтернативы монетаристской точки

---

<sup>138</sup> Cagan, Phillip, 1956, "The Monetary Dynamics of Hyperinflation," in Milton Friedman (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money* University of Chicago Press

<sup>139</sup> Sargent, Thomas J. & Neil Wallace (1973). "The Stability of Models of Money and Growth with Perfect Foresight". *Econometrica*. The Econometric Society. 41 (6): 1043–48. doi:10.2307/1914034. JSTOR 1914034



зрения. Данная точка зрения объясняет роль обменного курса в инфляционном процессе и создание порочного круга увеличения цен.

Ряд эмпирических исследований, в качестве одного из факторов, влияющих на инфляцию, выделяют обменный курс. К примеру, Хонохан и Лане сообщили о разных регрессиях, объяснили годовую разницу темпов инфляции в еврозоне за период 1999-2001 гг., и обнаружили существенную взаимосвязь, оказывающее движение номинального эффективного обменного курса на темпы инфляции<sup>140</sup>. Хонохан и Лане в соответствующих исследованиях подтверждают, что обменный курс играет существенную роль при инфляции в периоды, как удорожания евро (2002-2003 гг.), так и в периоды девальвации евро (1999-2001)<sup>141</sup>.

Айгокхан показал, что уровень реального обменного курса - основной фактор, определяющий темпы инфляции в Мексике в течение 1980-х и 1990-х годов<sup>142</sup>. Чиббер разработал подробную эконометрическую модель, которая учитывала как денежные, так и структурные факторы, при исследовании причины инфляции в Зимбабве. Данное исследование показывает, что монетарный рост, мировые цены, обменный курс, процентная ставка – основные детерминанты инфляции в этой стране<sup>143</sup>.

Подобная макроэкономическая модель инфляции была использована для Ганы Чиббер и Шафик<sup>144</sup>. Данное исследование, которое охватывает период 1965-1988, предполагает, что рост денежной массы является одним из ключевых переменных, объясняющих инфляционные процессы в Гане. Такие переменные, как официальный обменный курс и реальная заработная плата, не смогли оказать существенное влияние на инфляцию. Однако, значительная положительная связь была выявлена между параллелями обменного курса и общего уровня цен. Касательно вопроса инфляции, Чиббер предложил, что есть только одна связь между обменным курсом и инфляцией цен. Основывая свою аргументацию эмпирическими исследованиями в некоторых странах Африки, один из его главных выводов заключается в том, что девальвация может оказывать повышенное давление на общий уровень цен через повышение стоимости производства в краткосрочной перспективе. Чиббер полагал, что от того в какой степени девальвация местной валюты

---

<sup>140</sup>Honohan P., Lane P.R., (2003). Divergent Inflation Rates in EMU. *Economic Policy*, 37: 359-94.

<sup>141</sup>Honohan P., Lane P.R., (2004). Exchange Rates and Inflation in EMU: An Update. Prepared as a Web Essay for *Economic Policy*.

<sup>142</sup>Aigbokhan B.E., (1991). "The Naira Exchange Rate Depreciation and Domestic Inflation". *The Indian Journal of Economics*, 71:507-517.

<sup>143</sup>Canetti E, Greene J, (1991). "Monetary Growth and Exchange Rate Depreciations as Causes of Inflation in African Countries: An Empirical Analysis". Mimeo, IMF, Washington.

<sup>144</sup>Chhiber A., Shafik N.S., (1990). "Exchange Rate Reform, Parallel Markets and Inflation in Africa: The Case of Ghana". *World Bank Working Papers*, WPS 427, May.

вызовет инфляцию, зависит от влияния мер политики правительства, вместе с денежно-кредитной политикой<sup>145</sup>.

Элбадави, описывая инфляционные процессы, стабилизацию и роль государственных расходов в Уганде, показал, что резкое снижение обменного курса является главным фактором, определяющим инфляцию<sup>146</sup>. Этот вывод, очевидно, совпадает с выводами Чиббера и Шафика в отношении Ганы<sup>147</sup>. Основным фактором, выявленным почти во всех статьях, является сильное влияние импортированной инфляции, как распространяющегося фактора в инфляционных процессах. Поскольку падение импортированной инфляции является синонимом режима фиксированного обменного курса, политика гибкого обменного курса была предложена в качестве антиинфляционной меры. В поддержку этого вывода Ойсекун утверждает, что гибкие обменные курсы минимизировали бы воздействие импортируемой инфляции<sup>148</sup>.

Он также заметил, что повышение валютного курса в абсолютном значении и рост уровня инфляции влияет на скорость инфляция положительно. Он также отметил, что, проблема оценки валюты может быть решена путем девальвации валюты, что противоречит рекомендации гибкого обменного курса в качестве антиинфляционной меры.

Следует отметить, что в контексте развивающихся стран, в которых доля импортированных промежуточных товаров велика, обесценение национальной валюты, скорее всего, приведет к росту цен на импорт, которое затем повлияет на увеличение затрат на себестоимость и в конечном счете на рост цен на продукцию. Кроме того, структурная зависимость импорта капитала наряду с нехваткой валютных резервов предполагает, что развивающиеся страны имеют периодические проблемы с платежным балансом и обесценение национальной валюты является эндемическим. Необходимо также отметить, что не только инфляция, но также и фискальный кризис рассматриваются как результат кризиса платежного баланса. Учитывая вышесказанное, можно прийти к выводу, что влияние обменного курса на инфляцию зависит от выбора режима обменного курса в стране.

---

<sup>145</sup>Canetti E, Greene J (1991). "Monetary Growth and Exchange Rate Depreciations as Causes of Inflation in African Countries: An Empirical Analysis". Mimeo, IMF, Washington.

<sup>146</sup>Elbadawi I.A., 1990. "Inflationary Process, Stabilization and Role of Public Expenditure in Uganda". Mimeo, July, World Bank, Washington D.C.

<sup>147</sup>Chhiber A., Shafik N.S., (1990). Exchange Rate Reform, Parallel Markets and Inflation in Africa: The Case of Ghana. World Bank Working Papers, WPS 427, May.

<sup>148</sup>Owosekun A., Odama J.S., 1975. The Causes of Inflation in Nigeria: Some Empirical Evidence, (in) Onitiri HMA and Awosika K. (ed). Proceedings of a National Conference, NISER, Ibadan.

Таким образом, режим валютного курса играет важную роль в снижении или минимизации риска колебаний валютного курса, которые будут иметь влияние на экономику страны. В качестве примера можно привести финансовый кризис в Таиланде, где правительство решило ввести режим плавающего валютного курса в середине 1997 года, который стал частью так называемого Азиатского финансового кризиса. На тему преимуществ и недостатков различных режимов валютного курса было проведено множество исследований (например, Агевли (1991)<sup>149</sup>, Обстфелд (1995)<sup>150</sup>). Большая часть этих исследований рассмотрена в рамках первой части данной главы.

Из наиболее актуальных можно выделить эмпирическое исследование влияния различных режимов валютных курсов на инфляцию и производство. Алогоскоуфис (1992)<sup>151</sup> утверждает, что в условиях плавающего валютного курса, инфляция будет более устойчивой и степень зависимости от денежно-кредитной политики будет более высокой, чем при режиме фиксированного валютного курса<sup>152</sup>. Он доказывает данную теорию на основе исследования данных США и Великобритании, начиная с 1880 года, а также 21 страны ОЭСР в послевоенный период. Обстфелд (1995)<sup>153</sup> в своей работе подтверждает данный результат, кроме случая с США, что он объясняет следствием роли США как резервного центра в Бреттон-Вудской системе. Коллинс (1996)<sup>154</sup> в своей работе стремилась объяснить проблему выбора валютного режима, используя данные 24 стран западного полушария в течение периода 1978-1992 гг. Она пришла к выводу, что страны с малой и относительно менее открытой экономикой менее склонны к выбору гибкого валютного курса, а страны с дефицитом счета текущих операций, или которые были вовлечены в программы МВФ, наоборот, более склонны к выбору гибкого валютного курса.

Гош и другие (1995) классифицируют режимы валютного курса 136 стран за период с 1960 по 1989 год на девять типов (которые, далее также подразделяются на различные категории), используя ежегодные доклады МВФ по мерам валютного регулирования и валютных ограничений. Используя отклонения значений от ежегодных глобальных

---

<sup>149</sup> Bijan B. Aghevli, Mohsin S. Khan, Peter Montiel. Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues. International Monetary Fund, 15.05.1991

<sup>150</sup> Obstfeld, Maurice & Rogoff, Kenneth, 1995. "Exchange Rate Dynamics Redux," Journal of Political Economy, University of Chicago Press, vol. 103(3), pages 624-60, June.

<sup>151</sup> Alogoskoufis, George S & Lockwood, Ben & Philippopoulos, Apostolis, 1992. "Wage Inflation, Electoral Uncertainty and the Exchange Rate Regime: Theory and UK Evidence," Economic Journal, Royal Economic Society, vol. 102(415), pages 1370-94, November.

<sup>152</sup> Alogoskoufis, G.S. (1992), "Monetary accommodation, exchange rate regimes and inflation persistence", Economic Journal 102, 461-80.

<sup>153</sup> Obstfeld, Maurice & Rogoff, Kenneth, 1995. "Exchange Rate Dynamics Redux," Journal of Political Economy, University of Chicago Press, vol. 103(3), pages 624-60, June.

<sup>154</sup> Collins, Susan M. (1996). "On Becoming More Flexible: Exchange Rate Regimes in Latin America and the Caribbean," Journal of Development Economics, Vol. 51, pp. 117-38

средних, они обнаружили, что инфляция значительно ниже при режиме привязки валютного курса, в частности, если привязка изредка регулируется. Также они пришли к выводу, что рост производства отличается незначительно при действии разных режимов валютных курсов.

Влияние обменного курса на инфляционный процесс может усугубиться в условиях пассивной реакции денежной массы на любые инфляционные давления. В этом случае обесценение национальной валюты может сыграть ключевую роль в поддержании инфляционной спирали независимо от того, инициируется ли процесс внутренними или внешними факторами (Бурдекин и Буркети, 1996)<sup>155</sup>.

Канетти и Грeене (1991)<sup>156</sup>, используя векторный авторегрессионный анализ для разделения влияния роста денежной массы от влияния изменений валютного курса на прогнозируемые темпы инфляции в Африке, пришли к выводу, что колебания валютного курса и увеличение денежной массы влияют на изменение потребительских цен во многих странах Черной Африки. В частности авторы находят значительное причинное влияние валютного курса на цены в Сьерра-Леоне, Танзании и Конго.

Исследование взаимосвязи между инфляцией и валютным курсом проводилось в течение нескольких десятилетий. Ндунгу (1997)<sup>157</sup>, используя анализ Грейнджера на причинность, на основе данных Кении в период 1970-1993, показал взаимное влияние уровня внутренней инфляции и изменения валютного курса<sup>158</sup>.

Выводы работы Ндунгу были следующими:

- Уровень инфляции и изменения валютного курса влияют друг на друга,
- Внутренний долг влияет на уровень инфляции в одностороннем порядке,
- Уровень внутренней инфляции и изменения валютных резервов влияют друг на друга,
- Изменения валютных курсов и резервов также взаимосвязаны.

Рана (1983) показал, что изменения валютных курсов не влияют на уровень инфляции в странах АСЕАН, кроме Тайланда.<sup>159</sup> С другой стороны, Камин и Клау (2003) эмпирически нашли взаимосвязь между инфляцией и реальным валютным курсом во многих странах Азии

---

155 R. Burdekin, P. Burkett *Distributional Conflict and Inflation*. 1996. Palgrave Macmillan UK. eBook ISBN 978-0-230-37173-6, DOI 10.1057/9780230371736. VIII, 300

156 Canetti, E., & Greene, J. E. (1991). Monetary growth and exchange rate depreciation as causes of inflation in African countries: An empirical analysis. IMF Working Paper, No. 91/67. International Monetary Fund

157 Ndung'u, N. (1997), "Price and Exchange Rate Dynamics in Kenya: An Empirical Investigation (1970– 1993)", AERC Research Paper, no. 58. Nairobi: African Economic Research Consortium

158Ndungu, N.S. (1997). "Price and Exchange Rate Dynamics in Kenya: an Empirical Investigation (1970-1993)". AERC research Paper, 58.

159Rana, P. B. (1983). "The Impact of The Current Exchange Rate System on Trade and Inflation of Selected Developing Member Countries". Asian Development Bank Economic Staff Paper, No. 18.

и Латинской Америки. Кроме того, они также обнаружили, что влияние изменений валютных курсов на инфляцию в Латинской Америке было значительно выше, чем в Азии и промышленно развитых странах.

Елбадави (1990) исследовал инфляционный процесс, стабилизацию и роль государственных расходов в Уганде, и обнаружил, что рост денежной массы и параллельное стремительное обесценение национальной валюты были основными факторами, определяющими инфляцию<sup>160</sup>.

Омотор (2008) в своем исследовании реформ обменного курса и их инфляционных последствий, используя ежегодные данные на протяжении периода с 1970 по 2003 годы, пришел к выводу, что политические реформы валютного курса имеют важное значение в определении инфляции в Нигерии<sup>161</sup>.

Ноер, Арие и Питер (2010) провели сравнительное исследование взаимосвязи между уровнем инфляции и реальным обменным курсом. Используя тест на причинность Грейнджера, они обнаружили сильную корреляцию между изменениями уровня инфляции и реальным обменным курсом в большинстве рассмотренных стран<sup>162</sup>.

Для увязки валютного курса и динамики цен служат другие показатели, такие как реальный валютный курс, реальный эффективный валютный курс, а также курс валют по паритету покупательной способности (далее ППС). Реальный валютный курс представляет собой изменение уровня цен в одной стране по сравнению с уровнем цен в другой посредством номинального валютного курса.

Основная идея теории ППС – это закон единой цены. Согласно ей, на конкурентных рынках, в отсутствие транспортных издержек и официальных торговых барьеров (таких, как пошлины), одинаковые товары должны продаваться в разных странах за одну и ту же цену, если выразить эту цену в одной и той же валюте. Если же данный закон не имеет места, то есть возможность валютного арбитража, который предполагает корректировку валютного курса до тех пор, пока закон единой цены не будет восстановлен. Таким образом, ППС связывает валютный курс и цены товаров, выраженных в разных валютах. Также ППС играет важную роль в понимании колебаний валютного курса. Например, ППС используется для прогнозирования равновесного двустороннего обменного курса между валютами, которое

---

<sup>160</sup>Elbadawi, J.A. (1990). "Inflationary process, stabilization and the role of public expenditure in Uganda". Mimeo, World Bank, Washington D.C. July

<sup>161</sup>Omotor, D.G. (2008). "Exchange rate reform and its inflationary consequences: The case of Nigeria". *Economics Letters*, 59(11): 688-716

<sup>162</sup>Noer, A.A., Arie, J.F.A. and Piter, A. (2010). "The relationship between inflation and real exchange rate: Comparative study between ASEAN+3, the EU and North America". *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*. 18,

основывается на анализе тенденций изменения индекса потребительских цен или других основных показателей уровня цен.

Ограничения закона единой цены в стимулировании эффективного валютного арбитража на международных рынках даже для однородных товаров, может быть одной из причин, по которым использование ППС, основанное на индексах цен дает неутешительные результаты относительно правильности и действительности теории ППС. Например, Хузинга (1987)<sup>163</sup> и Меезе и Рогофф (1988)<sup>164</sup> не смогли доказать гипотезу о том, что валютные курсы следуют процессу случайного блуждания. Франкел (1990)<sup>165</sup> утверждает, что если отклонения валютного курса от ППС происходят медленно, то будет трудно статистически или другим образом наблюдать сходимость с курсами, обоснованными ППС. Используя набор данных по обменному курсу доллар/фунт, охватывающий 1869-1984 годы, он смог опровергнуть гипотезу о случайном блуждании валютного курса. В 1990-е годы было проведено много исследований (Дейболд (1991)<sup>166</sup> и Глен (1992)<sup>167</sup>), охватывающих более длительные периоды времени, которые также опровергают данную гипотезу. Однако, недостатком этих исследований является то, что в них смешиваются действующие до 1973 года фиксированные валютные курсы и действующие после 1973 года плавающие валютные курсы.

Из рассмотренной литературы по закону единой цены можно сделать следующие выводы: величина расхождения в ценах значительная и скорость корректировки медленная, а арбитражные процессы, которые могли бы потенциально скорректировать валютный курс, не совершенны. Например, Исард (1977)<sup>168</sup>, Ричардсон (1978)<sup>169</sup> и Джиованни (1988)<sup>170</sup> показали, что отклонение цен от закона единой цены значительно устойчиво и коррелирует с колебаниями обменного курса. Энгел и Рогерс (2001)<sup>171</sup>, а также Энгел (1993)<sup>172</sup>

---

<sup>163</sup>John Huizinga. An empirical investigation of the long-run behavior of real exchange rates. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1987, vol. 27, issue 1, pages 149-214

<sup>164</sup> Meese, Richard, and Kenneth Rogoff. 1988. "Was It Real? The Exchange Rate-Interest Differential Relation over the Modern Floating-Rate Period." *Journal of Finance* 43 (4): 933-948.

<sup>165</sup> William H. Branson, Jacob A. Frenkel, and Morris Goldstein Front matter, table of contents, and Overview, "International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations". January 1990

<sup>166</sup> Francis X. Diebold, and Glenn D. Rudebusch (1991), "Forecasting output with the Composite Leading Index: A real time analysis," *Journal of the American Statistical Association*, 86 , 603 – 610.

<sup>167</sup> Jack D. Glen. Real exchange rates in the short, medium, and long run. *Journal of International Economics*, 1992, vol. 33, issue 1-2, pages 147-166. 1992.

<sup>168</sup> Isard, Peter. 1977. "How Far Can We Push the Law of One Price?" *American Economic Review* 7: 942- 948.

<sup>169</sup> Richardson, D. (1978). "Some Empirical Evidence on Commodity Arbitrage and the 26 Law of one Price," *Journal of International Economics*, 8, 341-51

<sup>170</sup> Alberto Giovannini. Exchange rates and traded goods prices. *Journal of International Economics*, 1988, vol. 24, issue 1-2, pages 45-68.

<sup>171</sup> Engel, Charles and John Rogers (2001), "Violating the law of one price: Should we make a federal case out of it?," *Journal of Money, Credit and Banking* 33: 1-15

доказывают, что волатильность цен в пределах одной страны и за её границей не согласуются с законом единой цены. Как уже было отмечено, транспортные расходы, тарифы и нетарифные барьеры, а также маркетинговые соображения, связанные с ценообразованием относятся к факторам, которые препятствуют эффективному процессу арбитража и ограничивают влияние данного процесса на выравнивание цен на международных рынках.

Несмотря на теоретическую обоснованность закона единой цены и ППС, встречаются разные эмпирические результаты исследований, относительно теории ППС. Данные результаты эмпирических анализов могут быть разделены на исследования 1990-х годов и соответственно исследования относящиеся к 2000-ым. Несколько исследований, проведенных в 1990-х, поддерживают теорию ППС по отношению к таким активно торгуемым товарам, как золото и нефть (Фрот и Рогофф (1995)<sup>173</sup>, Хаккио (1992)<sup>174</sup>, Франкел и Роз (1994)<sup>175</sup>, МакДоналд и Тейлор (1992)<sup>176</sup>).

В других исследованиях, были предприняты попытки проверить гипотезу случайного блуждания валютного курса и сравнить её с реверсией относительно средней, основанной на ППС, используя перекрестные данные. Например, Вей и Парлей (1996)<sup>177</sup>, проверили годовичные данные для четырнадцати стран ОЭСР по торгуемым товарам. Так же как и в предыдущих исследованиях, они находят, что приведение валютного курса в состояние равновесия согласно теории ППС, при отклонении валютного курса от ППС, в среднем занимает от 4 до 5 лет. Таким образом, в долгосрочной перспективе, при отклонении валютных курсов от паритета покупательной способности, как правило, реверсия относительно средней достигается, хотя и медленными темпами.

Баум, Каглаян и Баркоулас (1998)<sup>178</sup> смоделировали динамику корректировки по долгосрочному паритету покупательной способности в период пост-Бреттон-Вудского

---

<sup>172</sup> Engel, Charles. 1993. "Real Exchange Rates and Relative Prices: An Empirical Investigation." *Journal of Monetary Economics*, vol. 32, no. 1, August 1993, pp. 35-50.

<sup>173</sup> Froot, K. and K. Rogoŝ (1995), *Perspectives on PPP and Long-run Real Exchange Rates*, in: Grossman, G. and K.S. Rogoŝ (eds.), *Handbook of International Economics Vol. 3*, Elsevier-North Holland.

<sup>174</sup> Craig S. Hakkio, 1992. "Monetary transmission channels in major foreign industrial countries: a comment," *Research Working Paper 92-12*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

<sup>175</sup> Jeffrey A. Frankel, Andrew K. Rose. *A Survey of Empirical Research on Nominal Exchange Rates*. NBER Working Paper No. 4865 Issued in September 1994

<sup>176</sup> Ronald Macdonald and Mark P. Taylor. *Exchange Rate Economics: A Survey*. Staff Papers (International Monetary Fund) Vol. 39, No. 1 (Mar., 1992), pp. 1-57. Published by: Palgrave Macmillan Journals on behalf of the International Monetary Fund. DOI: 10.2307/3867200. Stable URL: <http://www.jstor.org/stable/3867200>. Page: 57

<sup>177</sup> David C. Parsley, Shang-Jin Wei. *Convergence to the Law of One Price Without Trade Barriers or Currency Fluctuations*. *The Quarterly Journal of Economics* (1996) 111 (4): 1211-1236.doi: 10.2307/2946713

<sup>178</sup> John Barkoulas & Christopher Baum & Mustafa Caglayan, 1999. "Fractional monetary dynamics," *Applied Economics*, Taylor & Francis Journals, vol. 31(11), pages 1393-1400.

договора в рамках нелинейного анализа. При помощи модели ESTAR, они оценили отклонения переменных от ППС, используя как ИПЦ, так и величины, основанные на индексе оптовых цен, для широкого спектра торговых партнеров США. Результаты их исследования свидетельствуют о реверсии относительно средней, которая поддерживает гипотезу ППС.

Агенор и Монтиел (1999)<sup>179</sup>, при рассмотрении паритета покупательной способности (ППС), заметили, что уровень потребительских цен определяется валютным курсом. Поэтому, стабилизация инфляции требует, чтобы скорость обесценения национальной валюты была замедлена до скорости изменения обменного курса – тем самым присваивая ей задачу обеспечения стабильности цен – и внешний баланс был бы достигнут за счет политики ограничения совокупного спроса.

В более поздних исследованиях применяли коинтеграционный анализ относительно ППС. Например, Хонг и Филлипс (2005)<sup>180</sup> применили модифицированный коинтеграционный анализ для исследования линейной регрессии относительно ППС, используя ежемесячные данные США, Японии и Канады, после Бреттон-Вудского договора. В то время, как обычно используемые анализы коинтеграции ADF и PP давали разные результаты на наличие коинтеграции, модифицированный анализ опровергает нулевую коинтеграцию. Точно так же, Бахмани-Оскооее и Госвами (2005)<sup>181</sup>, используя ежемесячные данные восьми развивающихся стран Азии за 31 год, проанализировали теорию ППС на черном рынке. Результаты показали, что пока переменные в модели коинтегрированы в рамках коинтеграционного анализа Йохансена, внутренние и внешние цены не являются экзогенными факторами во многих странах, и из-за этого проведение прямого анализа дает опровержение гипотезы ППС.

Коекижк, Тимс и ван Дижк (2004)<sup>182</sup> проанализировали гипотезу паритета покупательной способности для стран еврозоны за период 1973-2003. Эмпирические результаты их работы поддерживают гипотезу ППС для перечня реальных валютных курсов. Они пришли к выводу, что процесс экономической интеграции в Европе ускорил процесс сходимости валютного курса к ППС в странах еврозоны.

---

<sup>179</sup> Agenor, Pierre and Peter Montiel (1999), *Development Macroeconomics*, 2nd ed., Princeton University Press, Princeton, N.J.

<sup>180</sup> Hong, S.H. and Phillips, Peter C. B., *Testing Linearity in Cointegrating Relations with an Application to Purchasing Power Parity* (December 2005). Cowles Foundation Discussion Paper No. 1541. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=868489>

<sup>181</sup> M Bahmani-Oskooee, H Rehman. *Stability of the money demand function in Asian developing countries*. *Applied Economics* 37 (7), 773-792. 2005

<sup>182</sup> Koekijk, Kees G., Tims, B., Van Dijk, M., (2004), "Purchasing Power Parity and the Euro Area." *Journal of International Money and Finance*, 23(7-8), 1081-1107



Также как и аргументы монетаристов, объяснения структуралистов не были полностью удовлетворительными. Поэтому, чтобы обойти эти трудности, в более поздних исследованиях изучалось взаимодействие между валютным курсом и инфляцией в рамках, так называемого, эффекта переноса валютного курса. Эффект переноса валютного курса относится к скорости, с которой изменения валютных курсов начинают отражаться на импортных ценах, выраженных в валюте импортирующей страны.

Что касается исследований, посвященных анализу влияния эффекта переноса валютного курса и флуктуаций цен на импортные товары, самыми значимыми работами по данной теме являются исследования Фейнберг (1986, 1989)<sup>183</sup> и Вуу (1984)<sup>184</sup>. В более недавних работах продолжались дальнейшие исследования влияния валютного курса на импортные цены и внутреннюю инфляцию. Ким (1998)<sup>185</sup> в своей работе использовал модель коррекции вектора ошибок и пришел к выводу, что в Соединенных Штатах, обменный курс имеет отрицательный долгосрочный эффект на индекс цен производителей (PPI). Тем не менее, в его работе не рассматривается взаимосвязь в краткосрочном периоде, что более актуально для проведения денежно-кредитной политики. В связи с этим, Деллмо (1996), исследуя влияние изменения импортных цен на индекс потребительских цен (ИПЦ) по данным Швеции, обнаружил, что здесь данное влияние является относительно слабым, несмотря на то, что Швеция является малой открытой экономикой.<sup>186</sup> В случае большой экономики США, результаты влияния эффекта переноса валютного курса относительно внутренних цен являются смешанными. Коенинг (1998)<sup>187</sup> и Болдин (1998)<sup>188</sup> пришли к выводу, что включение импортных цен в простую модель прогнозирования ИПЦ улучшали прогнозы в течение 1990-х гг.

Согласно Голбергу и Кнеттеру (1997)<sup>189</sup> эффект переноса валютного курса определяется как «эффектом переноса обменного курса в цены называется степень

---

<sup>183</sup> Feinberg, Joel (1986). *Harm to Self. The Moral Limits of the Criminal Law (Volume 3)*, Oxford: Oxford University Press. Feinberg, Joel (1989). "Autonomy," in Christman, ed. (1989), pp. 27–53.

<sup>184</sup> WING T. WOO. Exchange Rates and the Prices of Nonfood, Nonfuel Products. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:1984.

<sup>185</sup> Sangjoon Kim, Neil Shephard and Siddhartha Chib. *stochastic Volatility: Likelihood Inference and Comparison with ARCH Models*. *The Review of Economic Studies* Vol. 65, No. 3 (Jul., 1998), pp. 361-393

<sup>186</sup> Dellmo, Hans (1996): "Relationships between Swedish Producer Prices and Import Prices and the CPI". Working Paper No. 29, Sveriges Riksbank

<sup>187</sup> Koenig, Evan F., "What's New About the New Economy? Some Lessons from the Current Expansion," *Southwest Economy*, Federal Reserve Bank of Dallas, 1998, 4, 7–11.

<sup>188</sup> Boldin, Michael D., "A New Era for Inflation or Will Inflation Pick Up Before This Expansion Ends?," 1998. Unpublished paper, Conference Board.

<sup>189</sup> Pinelopi Koujianou Goldberg and Michael M. Knetter. *Goods Prices and Exchange Rates: What Have We Learned?* *Journal of Economic Literature* Vol. 35, No. 3 (Sep., 1997), pp. 1243-1272 Published by: American Economic Association Stable URL: <http://www.jstor.org/stable/2729977>. Page: 30

эластичности цен импортных товаров на однопроцентное изменение национального валютного курса». Однако изменение цен на импортные товары в той или иной степени также влияет на производственные и потребительские цены. По этой причине, в данной работе влияние эффекта переноса валютного курса рассматривается в более широком смысле, так как изменения потребительских цен можно связать с предшествующими изменениями номинального валютного курса.

Тайлор (2000)<sup>190</sup> показывает, что положительная корреляция между инфляцией и эффектом переноса устанавливает обратную зависимость между инфляцией и степенью переноса.

Чоудри и Хакура (2006) исследовали степень влияния эффекта переноса для 71 страны, включая пострадавшие от кризиса страны Латинской Америки и Юго-Восточной Азии, используя ежеквартальные данные с 1979 по 2000 годы, для проверки гипотезы Тейлор (2000) о том, что в странах с низким уровнем инфляции влияние эффекта переноса валютного курса на внутренние цены более слабое<sup>191</sup>. Михалейк и Клау (2001) оценивают степень эффекта переноса на внутренние цены для 13 стран с развивающейся экономикой, используя ежеквартальные данные с 1980 по 2001 годы<sup>192</sup>. Но у данных исследований есть один большой недостаток, который состоит в том, что в них не учитываются возможные изменения режима валютного курса между пред- и посткризисными периодами.

Другим подходом к изучению влияния эффекта переноса является исследование нелинейности в кривой Филипса с включением в функцию кривой коэффициент переноса валютного курса. Наличие нелинейности в кривой Филипса имеет соответствующие последствия для денежно-кредитной политики. Наклон кривой Филипса, измеряя реакцию инфляции на спад производства, показывает непосредственно стоимость дефляции. Счалинг (2004) показал, что, когда кривая Филипса выпуклая, то есть, когда чувствительность инфляции по отношению к экономической активности увеличивается с уровнем производства, оптимальная функция реакции денежно-кредитной политики является ассиметричной. Нелинейность также может присутствовать в переносе валютного курса в импортные цены. Если эффект переноса валютного курса, например, более сильный, когда экономика находится в стадии подъема, мы можем предположить, что реакцией центрального банка на обесценение национальной валюты в данном контексте будет

---

<sup>190</sup> John B. Taylor. Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies. Stanford University December 2000

<sup>191</sup>Choudhri, E.U. and D.S. Hakura, (2006), "Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter?" *Journal of International Money and Finance*, 25, pp.614-639

<sup>192</sup>Mihaljek, D. and M. Klau, (2001), "A Note on the Pass-Through from Exchange Rate and 28 Foreign Price Changes to Inflation in Selected Emerging Market Economies," *BIS Papers*, No.8, pp.69-81.

соответствующей. На самом деле, исследование присутствия нелинейных механизмов в кривой Филипса является важной темой в современной экономической литературе. Большинство исследований по нелинейной кривой Филипса для стран с развитой экономикой были сосредоточены на наклоне кривой Филипса и эффекте переноса обменного курса. В первом случае, Лакстон, Роз и Тамбакис (1999), и Бен (2000) доказали, что кривая Филипса является выпуклой, а Стиглиц (1997) и Эйснер (1997) утверждают, что кривая Филипса является вогнутой<sup>193</sup>.

В литературе по эффекту переноса валютного курса, в свою очередь, дается несколько источников нелинейности, которые указывают на то, что степень переноса валютного курса может быть связана с некоторыми макроэкономическими переменными, в том числе и валютным курсом. Мэнн (1986), Голберг (1995), Гил-Парежа (2000), Махдави (2002) и Оливери (2002) обнаружили, что асимметричность эффекта переноса связана с направлением изменения обменного курса, в то время как Охно (1989), Поллард и Коуглин (2004) указали на наличие асимметрии, связанной с величиной изменения обменного курса.

Цикл деловой активности также отмечается как источник нелинейности переноса валютного курса в импортные цены. Перенос девальвации обменного курса на внутренние цены будет ниже во время экономического спада. Голдфейр и Верланд (2000), оценив группу, состоящую из 71 страны, обнаружили, что обесценение национальной валюты переносится на цены, когда экономика находится в стадии подъема. В случае Бразилии, Карнерио, Монтейро и Ву (2002), например, получили аналогичные результаты, показывающие обратный вид кривой Филипса, с коэффициентом переноса валютного курса, как функцию от уровня безработицы и уровня реального обменного курса<sup>194</sup>. В данных работах, величина коэффициента переноса валютного курса является функцией некоторых переменных.

Мишкин (2004) рассматривает два вышеуказанных подхода, заметив, что устойчивая инфляция издержек также является денежным феноменом, поскольку она не может возникнуть без вмешательства монетарных властей<sup>195</sup>. Таким образом, даже если в теории возможно ставить различие между монетаристской и структуралистской инфляцией, то

---

<sup>193</sup>Filardo, A. J. (1998), "New evidence on the output cost of fighting inflation", *Economic Review*, 83(3): 33-61, 3rd Quarter.

<sup>194</sup>Muinhos, M. K. (2001), "Inflation targeting in an open financially integrated emerging economy: The case of Brazil", Banco Central do Brasil Working Paper Series no. 26, Aug.

<sup>195</sup>Minshki, Frederic S. (2004), "The Economics of Money, Banking, and Financial Markets", 7<sup>th</sup> ed., International, Boston.

гораздо сложнее сделать это практически, так как оба типа связаны с высокими темпами роста денежной массы.

Традиционная экономика считает целью девальвации сделать импорт дороже, а экспорт дешевле, а также, что для эффективности девальвации необходимо, чтобы внутренние цены оставались неизменными. Ойжиде отметил, что девальвация обменного курса часто приводит к увеличению затрат в местной валюте от импортных ресурсов (сырья, материалов и промежуточных товаров капитального назначения) и конечных товаров через инфляцию издержек. Он отметил, что необращаемые товары не могут быть импортированы, так как превышение спроса на них приведет к увеличению цен на внутреннем рынке в краткосрочной перспективе<sup>196</sup>.

Омотор рассмотрел влияние цены на изменение валютного курса в Нигерии с помощью годовых данных в период 1970-2003 годов. Доказательства свидетельствуют о том, что политика обменного курса играет существенную роль в определении инфляции в Нигерии<sup>197</sup>. Другие исследования, которые имеют аналогичные выводы - Одедокум, Одусола и Акинло, и Чжан Лу. Рассмотрев имеющиеся доказательства, мы смогли установить основное влияние обменного курса на инфляцию в стране, хотя имеются и другие переменные, такие как предложение денег, государственные расходы и другие.

Важно также, что до адаптации к механизмам рыночной системы, основной целью валютной политики было воздействие на систему валютных курсов, которые могли бы повлиять на реальные экономические переменные в экономике и снизить уровень инфляции. Следовательно, политика прогрессирующего удорожания проводилась за период нефтяного бума, произошедшего в этот же период. Внезапный переход к рыночной системе спровоцировало практику использования плавающего валютного курса, особенно среди западных стран<sup>198</sup>. Международный Валютный фонд одобрил выбор режима плавающего обменного курса. Именно поэтому она была сделана частью политики по реструктуризации внешнего долга<sup>199</sup>. Кроме того, Японии, США и страны Западной Европы использовали ее

---

<sup>196</sup>Oyejide T.A.,(1989). Thoughts on Stability of Nigeria's Exchange Rate. The Nigerian Banker, September – December.

<sup>197</sup>Omotor G.D., (2008). Exchange Rate Reform and its Inflationary Consequences: The Case of Nigeria. *Economski Pregled*, 59 (11): 688-716

<sup>198</sup>Bannerjee A.D., Mestre R, (1998). Error Correction Mechanism Tests for Co integration in Single Equation Framework. *Journal of Time Series Analysis*, 19: 207–283

<sup>199</sup>Canetti E., Greene J., (1991). Monetary Growth and Exchange Rate Depreciations as Causes of Inflation in African Countries: An Empirical Analysis. Mimeo, IMF, Washington.

для решения проблемы избыточных мощностей<sup>200</sup> и для достижения равновесия платежного баланса<sup>201</sup>.

Наконец, в литературе различаются два канала воздействия эффекта переноса валютного курса: прямой канал воздействия и косвенный (см. схему 1.1.). Важность каждого из них становится более заметной, в зависимости от степени открытости экономики.

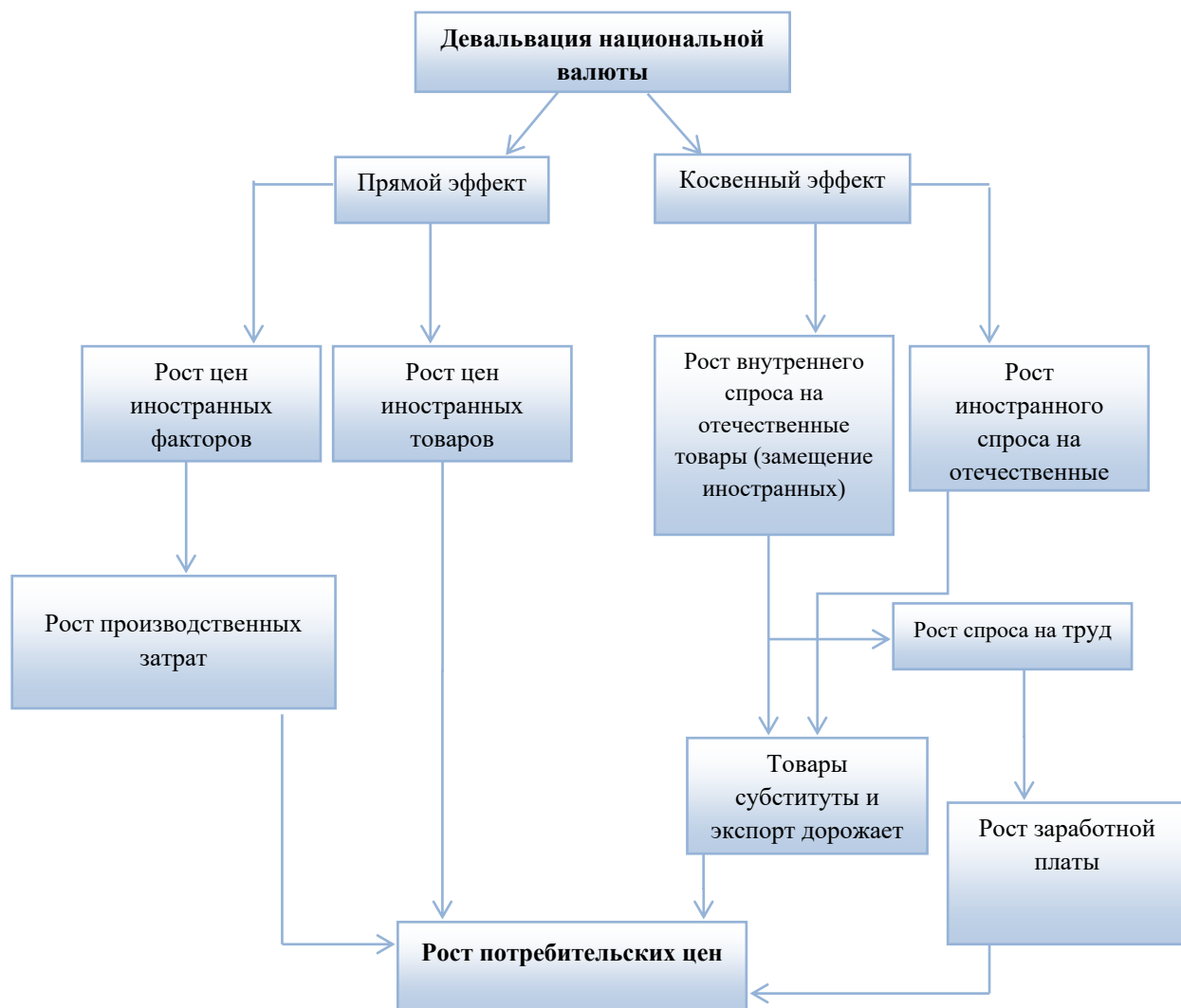


Схема 1.1. Эффект переноса валютного курса на потребительские цены

Прямой канал переноса работает через внешний сектор страны, т.е. через цены на импорт. Если обозначить через  $E$  валютный курс (количество национальной валюты за

<sup>200</sup>Ndebbio J., (1987). The Second-tier Foreign Exchange Market: Capital Flows, Investment and General Price Level in Nigeria, in J. Attah, M. Kwanashe, and O. Ojowu (eds). "The Nigerian Economy under SFEM; Zaria: Ahmadu Bello University"

<sup>201</sup> Shanks M., (1973). "The Quest for Growth. London & Basingstoke: The Macmillan Press Ltd.

единицу иностранной валюты), а через  $P^*$  обозначим цену импортных товаров в иностранной валюте, то  $E \cdot P^*$  будет представлять собой цену импортных товаров в национальной валюте. Если  $P^*$  остается неизменной, а  $E$  обесценивается (укрепляется), тогда цена импортных товаров в национальной валюте будет расти пропорционально. Результат этого процесса называется эффектом переноса валютного курса в цены на импорт. Тем не менее, эффект переноса является полным, если наценки на товары и предельные издержки остаются константными. Изменения в импортных ценах также переходят на производственные и потребительские цены, если производители поднимают цены в соответствии с ростом цен на импорт.

Косвенный канал эффекта переноса валютного курса относится к конкурентоспособности товаров на международных рынках. Обесценение национальной валюты делает внутренние товары относительно более дешевыми для иностранных покупателей, и, как следствие, экспорт и совокупный спрос начинают расти и вызывают рост внутренних цен. Поскольку контракты по номинальной заработной плате в краткосрочном периоде неизменны, реальная заработная плата понижается, а производство увеличивается. Однако, когда со временем реальная заработная плата увеличится и возвратится на свой прежний уровень, издержки производства возрастут, общий уровень цен увеличится, а объем производства сократится. Таким образом, в конце концов, обесценение национальной валюты приводит к постоянному росту уровня цен с временным увеличением объема производства.

Схема 1.1. показывает механизмы влияния прямого и косвенного эффекта переноса валютного курса. В реальности, однако, эффект переноса валютного курса не может быть полным. Goldberg и Knetter (1997) утверждают, что в США цены на импорт отображают только 50% изменений валютного курса (несмотря на то, что реакция цен отличается в зависимости от отраслей промышленности). Возможно самое распространенное объяснение этому феномену является так называемая стратегия ценообразования ориентированного на рынок, используемая экспортирующими фирмами. Вместо того, чтобы корректировать свои цены к изменениям обменного курса, экспортирующие фирмы могут оставлять цены на свои товары неизменными и просто увеличивать наценку. Такое поведение называется ценообразованием ориентированным на рынок. Это означает, что фирмы-экспортеры принимают временные потери своих доходов, чтобы избежать долгосрочных потерь (в случае укрепления курса национальной валюты) их доли на рынке. Многие исследования показывают, что расширение ценообразования ориентированного на рынок положительно

коррелирует с концентрацией на рынке; ценообразование, ориентированное на рынок, в большей степени присутствует в конкурентных отраслях.

## 1.6. Теоретические основы валютных интеграционных объединений

С точки зрения модернизации механизмов валютного регулирования, а также возможных перспектив развития валютного регулирования в рамках данного исследования, представляется важным рассмотреть валютные интеграционные объединения. Опыт европейской интеграции свидетельствует о поступательном процессе прохождения странами-участницами интеграционного объединения определённых этапов и строгой последовательности формирования интеграционных систем от простых форм к сложным, т.е. от создания зоны свободной торговли до экономического, валютного, а затем и политического союза. В классической теории итогом экономической интеграции является валютная интеграция с последующим созданием единого экономического пространства между странами, и, в конечном счете, экономического и валютного союза – по примеру Европейского союза. Однако на практике этого зачастую не происходит.

Теоретическим фундаментом валютной интеграции стран выступает теория оптимальных валютных зон (далее ОВЗ) (Манделл, 1961<sup>202</sup>; Маккиннон, 1963<sup>203</sup>; Кенен, 1969<sup>204</sup>).

«Оптимальная валютная зона» (ОВЗ), как понятие используется для обозначения «оптимальной» (в географическом смысле) области, на территории которой общепринятым средством платежа является либо единая валюта, либо группа валют, двусторонние обменные курсы которых жестко фиксированы, тогда как по отношению к остальным мировым валютам используется режим плавающего обменного курса. Кроме того, могут использоваться и другие термины, которые тесно связаны с понятием оптимальной валютной зоны: «валютная интеграция» и «валютный союз». Оба этих термина обозначают группу стран, на территории которых обращается единая валюта (новая валюта или валюта одной из стран). Границы ОВЗ определяются суверенными государствами, решившими участвовать в валютной зоне.

Оптимальность определяется в терминах различных свойств ОВЗ, таких как цены и гибкость заработной платы, финансовая интеграция, мобильность факторов производства и т.д. Некоторые другие «мета» свойства, такие как шоки и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики, появились позже. Совместное использование этих свойств ОВЗ снижает полезность корректировок номинального обменного курса в рамках валютной

---

<sup>202</sup> Mundell, Robert, 1961, „A Theory of Optimal Currency Areas,“ *American Economic Review* 51 (September): 657--665.

<sup>203</sup> McKinnon, Ronald, 1963, „Optimum Currency Areas,“ *American Economic Review* 53 (September): 717—725

<sup>204</sup> Kenen, Peter B., 1969, „The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View,“ in Robert Mundell and Alexander Swoboda, eds., *Monetary Problems of the International Economy* (Chicago: University of Chicago Press)



зоны, уменьшая воздействие некоторых видов шоков или содействуя их корректировке после. Страны, включенные в валютную зону, ожидают, что выгоды должны превышать затраты. Также необходимо отметить, что в ходе интеграции в валютные зоны, страны теряют автономность в реализации валютной и денежно-кредитной политики и «денежные власти обязаны согласовывать и координировать свои действия с другими странами-участниками с целью нейтрализации негативных воздействий экономических шоков.

Традиционный подход к созданию теории оптимальных валютных зон основан на сопоставлении негативных и положительных аспектов политик фиксированного и плавающего курса, в рамках конкретных условий данной страны. В качестве таких факторов были выделены ключевые критерии эффективности создания валютной зоны. Ниже представлены данные критерии с учетом эволюции взглядов различных авторов по указанным факторам эффективности ОВЗ.

#### *Мобильность факторов производства*

В своей работе «Теория оптимальных валютных зон», Манделл (1961)<sup>205</sup> рассматривает межрегиональную мобильность факторов производства (в первую очередь речь шла о труде) как замену гибкости цен и заработной платы, которые, на его взгляд, ограничены в краткосрочной перспективе. При этом, он был противником полной мобильности факторов производства, которая может стать причиной существенных проблем с платежным балансом. Тем не менее, модель Манделла характеризуется множеством спорных факторов, которые были выявлены последующими авторами. Так, Флеминг<sup>206</sup> в своей работе «Унификация обменных курсов» делает акцент на необходимость рассмотрения последствий применения режимов фиксированных курсов в долгосрочной перспективе. При этом, немаловажным он считал динамику и других макроэкономических показателей, такие как потоки инвестиций и их воздействие на экономический рост, различные внешние и внутренние шоки экономик в рамках валютного союза и т.д.

Еще один фактор, не учтенный в модели Мандела заключается в отсутствии воздействия дополнительных отрицательных шоков, таких как отрицательная чистая миграция. Так, Бертолла<sup>207</sup> рассматривает проблему миграции населения из одного региона валютного союза в другой, с учетом издержек на переезд и дальнейшую адаптацию в новой

---

<sup>205</sup> Mundell, Robert, 1961, „A Theory of Optimal Currency Areas,“ American Economic Review 51 (September): 657--665.

<sup>206</sup> Fleming J. (1971). On Exchange Rate Unification // Economic Journal. № 81. P. 467–488.

<sup>207</sup> Bertolla G. (1989). Factor Flexibility, Uncertainty and Exchange Rate Regimes: Discussion // A European Central Bank. Perspectives on Monetary Unification After Ten Years of the EMS.

стране. Его выводы сводятся к тому, что такая миграция неизбежна, при условии сильной диверсификации доходов между регионами ОВЗ.

Еще один автор, Корден<sup>208</sup> пишет уже об абсолютной мобильности труда внутри региона, опровергая возникновение рисков, связанных с миграцией, поскольку, по его расчетам, издержки могут быть слишком высоки.

Однако, как показал опыт Евросоюза, эта тенденция привела к значительным негативным последствиям как для экономик с более низким доходом, так и для экономик с высоким доходом. Причем, если для стран с более низким доходом отток человеческого капитала означал потери в потенциале экономического роста, то с точки зрения стран-бенефициаров, излишний приток населения привел к росту безработицы и определенным демографическим проблемам.

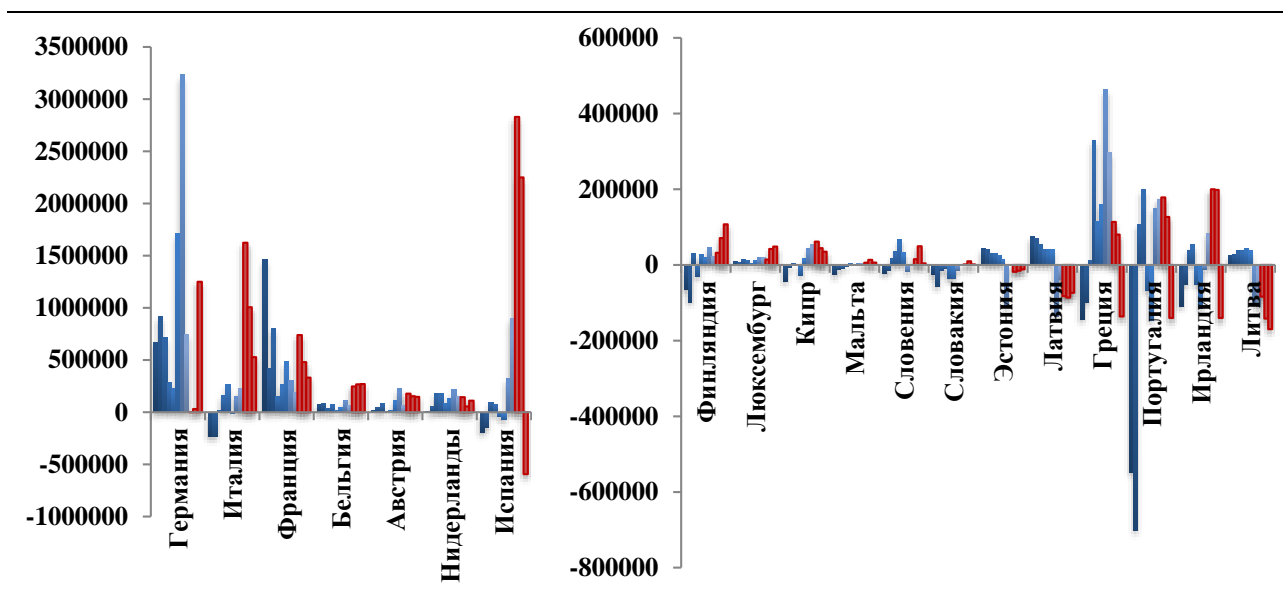


Рис. 1.13. Чистая миграция в странах Евросоюза

Источник: составлено автором на основе Базы данных ВБ World Development Indicators, 2017 - <http://databank.worldbank.org>

Как мы можем наблюдать на рис.1.13, в странах с более низким уровнем дохода наблюдается значительный отток населения, и наоборот, в странах-лидерах чистая миграция характеризуется положительными значениями. Красным обозначены показатели чистой миграции после создания Евросоюза.

<sup>208</sup> Corden W. (1973). The Adjustment Problem // European Monetary Unification and Its Meaning for the United States. Washington: The Brookings Institution. P. 159–184.

### *Открытость экономики*

В своих исследованиях Маккиннон (1963)<sup>209</sup> отмечает, что важнее мобильности факторов производства вообще является открытость экономики. При этом, малые страны очень открыты, большие же более интегрированы через внутренние торговые отношения и, следовательно, как правило, более закрыты для других областей. Механизм обменного курса в условиях гибкого режима обменного курса не будет работать эффективно в небольших открытых экономиках, так как инфляционных последствий периодов девальвации, которые оставляют реальную заработную плату без изменений, невозможно избежать. Следовательно, очень открытые экономики - в связи с их размерами - являются кандидатами для создания валютных зон с другими экономиками.

Кругман (1991)<sup>210</sup> указывает на то, что сильная торговая интеграция между странами может противоречить предпосылке низких асимметричных шоков. Торговая интеграция имеет тенденцию приводить к региональной специализации, которая увеличивает риск асимметричных потрясений. Поэтому, мобильность факторов является незаменимым критерием для ОВЗ.

Франкель и Роуз (1998)<sup>211</sup> показали, что интенсивность торговли имеет сильное положительное влияние на синхронизацию бизнес-цикла; то есть, критерии оптимальной валютной зоны совместно являются эндогенными. Если валютный союз снижает транзакционные издержки торговли и, таким образом, приводит к увеличению торговли, он также может тем самым уменьшить асимметрию бизнес-циклов.

При этом, географическая мобильность факторов в валютной зоне необходима только, если межотраслевая мобильность в пределах региона не может работать или не является возможной. Кроме того, мобильность факторов может быть больше результатом установления единой валюты, а также данная политика может способствовать межрегиональной мобильности рабочей силы, если это будет необходимым для регулирования.

С другой стороны, чем больше обменные курсы национальных валют стран-участниц интеграционного объединения будут волатильны, тем более нестабильным будет ценовой фон в этих странах, поскольку открытые экономики особенно подвержены воздействию спроса и предложения со стороны иностранных рынков. По утверждению Маккиннона, в

---

209 McKinnon, Ronald, 1963, „Optimum Currency Areas,“ American Economic Review 53 (September): 717—725

210 Paul R. Krugman. Target Zones and Exchange Rate Dynamics. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 106, No. 3. (Aug., 1991), pp. 669-682

211 Jeffrey A. Frankel and Andrew K. Rose The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria REVISED DRAFT: 24 September 1997. JEL Classification Numbers: F15, F41

случае применения жестких мер по стабилизации инфляционного фона внутри страны, рост цен на экспортные товары может привести к снижению цен на импортные товары, что в результате отразится на сокращении внутреннего спроса и снижению уровня занятости внутри страны.

Единая валюта, при этом, позволит снизить транзакционные издержки именно в условиях открытой экономики, поскольку такие страны наиболее вовлечены в внешнеэкономическую деятельность, которая, в свою очередь, является доминирующим фактором в формировании ВВП.

С другой стороны, Де Граув (2003)<sup>212</sup> ставит под сомнение эффективность корректировок обменного курса, поскольку они могут быть дорогостоящими и вызвать асимметричные шоки, так что издержки от потери этого инструмента получаются ниже, чем ожидалось в теориях ОВЗ первого поколения. В отличие от более поздних авторов, он считает политический союз в качестве необходимого составляющего (хотя и не предусловие) валютного союза (Де Грави, 2006)<sup>213</sup>.

Стоит отметить, что и данный критерий обладает некоторыми изъянами. Например, он не учитывает проецирования волатильности цен на валютный курс в условиях фиксированного курса, особенно в случае значительных колебаний ценового фона. Кроме того, Маккиннон рассматривает только случай малой открытой экономики, при этом на практике интеграция может включать как малые, так и крупные экономики. Соответственно, и последствия введения единой валютной зоны для разного типа стран будут различны. Опять же опыт Еврозоны в этом смысле особенно показателен.

#### *Диверсификация экономики*

Впервые о диверсификации структуры производства пишет Кенен (1969)<sup>214</sup>, который предполагает, что данный фактор значительно важнее при создании ОВЗ, нежели, например, мобильность факторов производства. Хорошо диверсифицированные экономики имеют меньше проблем при преодолении асимметричных шоков, поскольку проблемы могут быть усреднены, что позволяет им воспользоваться преимуществами фиксированных валютных курсов до тех пор, пока они могут смягчать инфляционное давление по отношению к экономикам, к которым они привязаны, в основном, «тщательный контроль над денежными

---

<sup>212</sup> de Grauwe, Paul (2003) *Economics of monetary union* 5th, Oxford University Press, Oxford, UK. ISBN 9780199256518

<sup>213</sup> de Grauwe, Paul (2006) *On monetary and political union CESifo Forum*, 4. 3-10. ISSN 1615-245X

<sup>214</sup> Kenen, Peter B., 1969, „The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View,“ in Robert Mundell and Alexander Swoboda, eds., *Monetary Problems of the International Economy* (Chicago: University of Chicago Press).

ставками заработной платы» (Кеннен 1969, 54)<sup>215</sup>. Можно предположить, что хорошо диверсифицированные экономики имеют схожие производственные структуры и, поэтому, сходятся в реальном выражении; например производительность или доход на душу населения. Кеннен одобрил Бреттон-Вудскую систему того времени с фиксированными, но потенциально регулируемые валютными курсами, и призвал к использованию более гибких валютных курсов, в основном, в странах с низкой степенью диверсификации производства. Последние имеют большую потребность корректировок по отношению к внешним шокам через обменные курсы.

#### *Степень волатильности темпов инфляции*

В условиях валютной зоны важным критерием считается сбалансированность и низкая волатильность темпов инфляции. Согласно Флемингу<sup>216</sup>, согласованная монетарная политика может привести к гармонизации уровня цен в странах, которые впоследствии должны объединиться в валютный союз. По сути этот критерий был учтен впоследствии при разработке ключевых критериев для вхождения в Еврозону.

Важность данного критерия определяется прежде всего тем фактом, что разнородность уровня цен в странах может стать причиной возникновения различий паритета национальных валют, что, в свою очередь, можно нивелировать благодаря политике плавающего курса. Таким образом, для эффективной деятельности ОВЗ необходима схожая инфляция и политика плавающего курса в странах-участницах монетарного союза.

Однако и этот критерий характеризуется некоторыми недостатками. В частности, как показал опыт Еврозоны, многие страны после вхождения в валютный союз, впоследствии характеризуются различными уровнями цен (см. рис. 1.14). Причем, отсутствие конвергенции цен наблюдается в странах Еврозоны как на момент вступления в валютный союз, так и по состоянию на 2015г. То есть, по сути, данный критерий, несмотря на то, что он включен в Маастрихтское соглашение, в большинстве случаев был проигнорирован.

Еще одним недостатком конвергенции цен является то, что в силу разнородности структур экономик, входящих в валютный союз, приоритеты по отношению к уровню цен или безработице могут сильно отличаться. А это уже, по сути, затрудняет участие разнородных экономик в валютном союзе изначально.

---

<sup>215</sup> Там же.

<sup>216</sup> Fleming J. (1971). On Exchange Rate Unification // Economic Journal. № 81. P. 467–488.

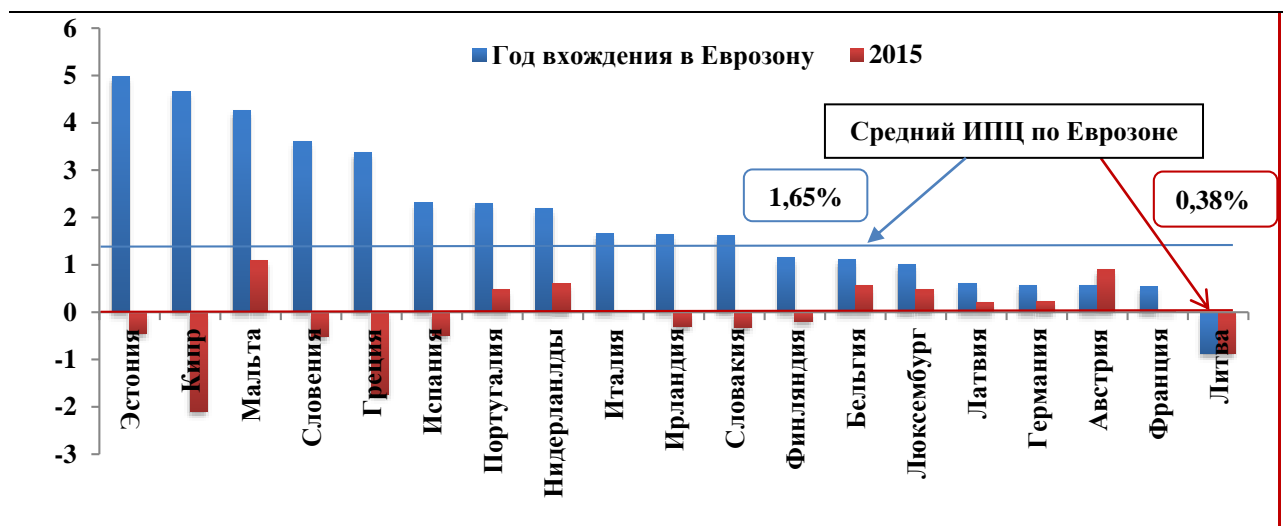


Рис. 1.14. Уровень ИПП в странах Еврозоны

Источник: составлено автором на основе Базы данных ВБ World Development Indicators, 2017 - <http://databank.worldbank.org>

Кроме того, критерий схожести уровня цен сводится к наличию страны-лидера, как в случае в Еврозоне стала Германия. Но, в таком случае, вся монетарная политика в рамках валютного союза сводится к монетарной политике страны-лидера, тем самым не учитывая специфики экономик других стран. Пример Греции в этом смысле наиболее актуален.

#### *Показатели экономической интеграции стран валютного союза*

Манделл изначально указывал на важность схожести структур экономик, входящих в Еврозону с точки зрения индустриального построения. Это, по его мнению, снизило бы риски от внешних шоков, поскольку, будучи единой валютной зоной, негативное внешнее воздействие будет отражаться сразу на всех экономиках. И поэтому схожесть экономик по структуре должно позволить странам вести идентичную макроэкономическую политику по нивелированию негативного воздействия от внешних шоков. Однако, с другой стороны, это означает неэффективность плавающего валютного курса в такой ситуации.

Кругман и Обстфельд (2003)<sup>217</sup> подчеркивают экономическую интеграцию в качестве предварительного условия для страны перед присоединением к валютной зоне, которая включает торговую интеграцию, структурное сходство, мобильность факторов и фискальную интеграцию. Их позиция предполагает явную приверженность к сравнительно небольшим ОВЗ, которые требуют, по крайней мере, некоторые элементы политического объединения.

<sup>217</sup> Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld. International Economics: Theory and Policy. Addison Wesley, 2003

Интеграция в финансовой сфере также является немаловажной. Инграм<sup>218</sup>, в частности отмечает, что высоко интегрированные экономики с точки зрения финансовых систем, не обязательно должны придерживаться той или иной политики валютного режима. В то же время, в условиях слабой финансовой интеграции, разнородность процентных ставок в долгосрочной перспективе может привести к еще большему сокращению размеров финансовой системы и, соответственно, оттоку капитала на более выгодные рынки.

#### *Фискальная интеграция*

Фискальная политика считается одним из главных макроэкономических инструментов, направленных на сбалансирование уровня занятости и безработицы. В этой связи, в рамках ОВЗ фискальное регулирование должно сводиться к координации налогово-бюджетных политик.

Кенен<sup>219</sup> утверждает, что несовершенная мобильность рабочей силы, в принципе, может быть компенсирована за счет региональной и фискальной политик в рамках валютной зоны. При этом направленность фискального регулирования должна совпадать с общей направленностью монетарного союза. Однако, автор рассматривает валютный союз скорее по принципу Бреттон-Вудской привязки валют, нежели как единую монетарную зону. Такой подход мало приемлем в условиях финансовой глобализации, а также системой плавающих валютных курсов.

Тем не менее, как оказалось на практике, разнородная фискальная политика в условиях валютного союза может стать препятствием для эффективности ОВЗ.

Обобщая вышеизложенное, стоит отметить также, что по опыту, как минимум, Еврозоны, единая монетарная политика фактически привела к потере автономности государств в реализации макроэкономической политики, что в итоге стало губительным для Греции, Португалии и некоторых других стран. Основная причина возникших проблем в рамках Еврозоны сводится к однонаправленности денежно-кредитного регулирования в сторону стабилизации общей монетарной, и затем и макроэкономической сферы, в то время как разнородность структур экономик, входящих в Еврозону требовали различных подходов в борьбе с внешними шоками.

Современные авторы выделяют в качестве дополнительных критериев ОВЗ так называемые «прокси» критерии. Так Фукуда<sup>220</sup> предлагает критерии, рассчитанные на базе

---

<sup>218</sup> Ingram, J. C., (1969), Comment: "The Currency Area Problem", *Monetary Problems of The International Economy*, (Ed.) Robert A. Mundell and Alexander L. Swoboda, The University of Chicago Press, Chicago, pp. 95-100.

<sup>219</sup> Kenen, Peter B., 1969, „The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View,“ in Robert Mundell and Alexander Swoboda, eds., *Monetary Problems of the International Economy* (Chicago: University of Chicago Press).

<sup>220</sup> Hiromasa Fukuda, "The theory of Optimum Currency Areas", Keio University 2002

волатильности, корреляции, ковариации различных индикаторов экономики между странами союза, в основе которых, в свою очередь, лежат различные макроэкономические показатели.

Франкель, Роуз (1998)<sup>221</sup> и другие подчеркивают эндогенность многих предпосылок, упомянутых в других концепциях. После установления валютных зон, согласование торговых циклов, сокращение асимметричных шоков, увеличение мобильности факторов и межрегионального обмена и, наконец, конвергенции, материализуются, хотя продолжительность этих корректировок остается неясной. Здесь речь идет о сравнительно больших ОВЗ, включающих строго дивергентные страны. Роль политического единства, фискального федерализма и т.д. не упоминаются.

Некоторые авторы<sup>222</sup> вводят понятие волатильности реального обменного курса, который следует брать в качестве критерия готовности или не готовности страны войти в валютный союз. Другие авторы<sup>223</sup> обращают внимание на показатель корреляции шоков. Наличие высокой степени корреляции между внешними и внутренними шоками в странах ОВЗ означает, что страны подвержены идентичным шокам, а значит будут осуществлять схожую макроэкономическую политику по стабилизации. Низкая корреляция будет означать обратную картину. По сути, эта позиция является объединением критериев открытости экономик и схожей диверсификации.

Немаловажным являются также институциональные и политические критерии, которые частично были упомянуты в более ранних работах.

Итак, те или иные критерии, рассмотренные выше, учитывают вместе с тем не все специфики валютных союзов в целом, а скорее рассматривают каждый отдельный опыт в частности. При этом, большинство из существующих работ мало отражают последствия для экономик от вхождения в ОВЗ.

Ряд современных работ посвящены именно анализу последствий, как положительных, так и негативных от вхождения страны в ОВЗ.

Так, используя данные валютных зон, до создания ЕВС (например, зоны франка КФА), Роуз (2000)<sup>224</sup> впервые оценил влияние валютного союза на торговлю, и пришел к

---

<sup>221</sup> Jeffrey Frankel and Andrew Rose. The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. *Economic Journal*, 1998, vol. 108, issue 449, pages 1009-25

<sup>222</sup> Vaubel R. (1976). Real Exchange Rate Changes in the European Community: The Empirical Evidence and Its Implications for European Currency Unification // *Weltwirtschaftliches Archive*. № 112. P. 429-470.

<sup>223</sup> Alesina A., Barro R., Tenreyro S. (2002). Optimal Currency Areas // NBER Working Paper. № 9072.

<sup>224</sup> Rose, Andrew K. (2000) One money, one market: Estimating the effect of common currencies on trade, *Economic Policy*, 30, 9-45.



выводу, что это приведет к черезчур высокому увеличению торговли. Роуз и Стэнли (2005)<sup>225</sup> дали количественную оценку, которая заключает, что валютные союзы увеличивают торговлю между странами на 30% и 90%. Энгел и Роуз (2002)<sup>226</sup> рассмотрели другие макроэкономические аспекты валютных союзов до создания ЕВС и обнаружили, что члены валютных союзов более интегрированы, чем страны, имеющие собственные денежные средства, но менее интегрированы, чем регионы в пределах одной страны. Эдвардс и Магендзо (2003)<sup>227</sup> исследовали инфляцию, рост и волатильность производства валюты стран валютного союза по отношению к другим, и обнаружили, что валютные союзы имеют более низкий уровень инфляции и высокую волатильность производства, по сравнению с другими странами.

Также необходимо отметить более современные работы, посвященные рассмотрению проблем валютных союзов и их дальнейших перспектив.

Берг и Лин (2010)<sup>228</sup> рассмотрели динамическое влияние валютных союзов на объем торговли. Для макроэкономического анализа этих эффектов торговли, они использовали модель ДСОЭР (DSGE) и обнаружили, что валютный союз снижает невозвратные затраты или же фиксированные, но повторяющиеся издержки торговли, т.е. торговые эффекты несовместимы с динамикой экстенсивной маргинальной торговли. Данные выводы помогают определить какие типы издержек торговли сокращаются, при вступлении в валютный союз, и это означает, что значительная часть пользы, получаемой от валютного союза, зависит от ожиданий трейдеров, касательно продолжения существования валютного союза в будущем.

В работе Аристотелуса и Фоунтаса<sup>229</sup> (2012) представляется влияние ЕВС на притоки прямых иностранных инвестиций в 12 странах, которые приняли евро в качестве своей национальной валюты. В своем анализе они использовали данные из 22 стран ОЭСР с 1973 по 2006. Они пришли к следующим выводам: во-первых, общий эффект ЕВС на потоки ПИИ в Еврозону являются положительными и статистически значимыми. Этот результат является устойчивым относительно различных методологий оценки и периодов. Во-вторых,

---

<sup>225</sup> Andrew K. Rose and T.D. Stanley (2005). A Meta-Analysis of the Effect of Common Currencies on International Trade JEL Classification Number: F34

<sup>226</sup> Rose, Andrew K. and Charles Engel (2002) Currency unions and international integration, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 34(4), 1067-1089

<sup>227</sup> Sebastian Edwards, Igal Magendzo Strict dollarization and economic performance: An Empirical Investigation Final Version: November, 2004. JEL No. F02, F43, O11

<sup>228</sup> Bergin, Paul R. and Lin, Ching Yi (2010) *The dynamic effects of currency union on trade*. Working Paper. Coventry: Department of Economics, University of Warwick. CAGE Online Working Paper Series, Volume 2010 (Number 11).

<sup>229</sup> Aristotelous, K., Fountas, S. (2012), What is the Impact of Currency Unions on FDI Flows? Evidence from Eurozone Countries. *South-Eastern Europe Journal of Economics*, 2, 87-98

результаты анализа предполагают, что влияние ЕВС на потоки прямых иностранных инвестиций различаются в разных странах Еврозоны. В частности, они показывают, что влияние ЕВС на внутренний приток ПИИ было положительным и значительным в основном в странах Еврозоны, которые находятся в центре валютного союза и – отрицательным или смешанным в странах, которые находятся на ее периферии.

Также большой интерес представляет работа Анны Лепинской и Леопольда вон Хаддена<sup>230</sup> (2012), в которой изучена гипотеза фискальной девальвации в модели валютного союза, характеризованная национальной налогово-бюджетной политикой и наднациональной денежно-кредитной политикой. В исследовании они рассмотрели модель валютного союза состоящего из двух стран, для обсуждения монетарных и фискальных взаимодействий между странами, являющимися членами валютного союза, в ответ на одностороннюю реформу фискальной девальвации в одной из стран. В работе изучаются условия, при которых такая политика, подразумевающая переход налоговой структуры от прямых к косвенным налогам, является эффективной как в краткосрочной перспективе, так и в долгосрочной. По их мнению, долгосрочное воздействие в значительной степени зависит от степени финансовой интеграции между двумя странами. Краткосрочное воздействие может в значительной степени зависеть от поведения общесоюзной денежно-кредитной политики, возможных ожиданий фискальной реформы и, наконец, гибкости рынка труда. Количественно, данный анализ показал, что, пока нет полной финансовой интеграции между странами-членами, внешние эффекты будут такими же незначительными, как количественное воздействие от смены налоговой структуры на закрытую экономику.

Еще одним важным вопросом, относительно валютных зон, является их стабильность. Конофари, Марини и Пиерсанти (2012)<sup>231</sup> предложили новый метод оценки уязвимости к кризисам для стран использующих жесткую привязку в качестве режима валютного курса (такие как валютные союзы, валютные советы и полная долларизация), где традиционные индексы давления валютных рынков неприменимы. Они использовали простую модель валютных кризисов для получения индекса стабильности, которая строится на анализе «затраты-выгоды». Модель подразумевает, что режимы жесткой привязки жизнеспособны, когда индикаторы, основанные на взаимосвязи теневого валютного курса и объема

---

<sup>230</sup> Anna and von Thadden, Leopold, On the (In)Effectiveness of Fiscal Devaluations in a Monetary Union (August 31, 2012). FEDS Working Paper No. 2012-71. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2195201> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2195201>

<sup>231</sup> Canofari Paolo, Marini Giancarlo, Piersanti Giovanni. The sustainability of monetary unions. Can the Euro survive? Paper provided by Department of Communication, University of Teramo in its series wp.comunite with number 0094. Oct 2012

производства, показывают способность стран-членов оставаться в режиме жесткой привязки. Это возможно до тех пор, пока разница между издержками, когда мы сохраняем режим жесткой привязки, относительно выгод не преувеличивает критическое значение. Данный индикатор является мощной альтернативой существующим предупреждающим механизмам, поскольку он позволяет проводить продолжительный мониторинг издержек и выгод, при сохранении режима жесткой привязки для каждой из стран-участниц.

Они применили новый индекс для стран Евросоюза, для определения устойчивости евро. Индекс показал, что напряжение существует особенно в Греции и Португалии. Таким образом, они не так уж далеки от такого понятия, как вызов обязательного распада единой валюты. В странах с более слабыми основами, это вполне может произойти, в тех случаях, когда на рынках существует неопределенность в намерениях правительства поддержать единую валюту. Такая неопределенность может поставить под удар дальнейшее существование евро.

Таким образом, обзор теорий в историческом и содержательном ракурсе показал, что большинство авторов придают большое значение макроэкономической сбалансированности экономик, входящих в состав валютной зоны. В этой связи, на дальнейших этапах исследования будет осуществлена попытка дать картину общей сбалансированности макроэкономических политик стран ЕАЭС, в контексте объединения в валютный союз в перспективе.

## ГЛАВА 2.

# ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В РЕСПУБЛИКЕ АРМЕНИЯ: СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

### 2.1. Проблемы и перспективы денежно-кредитного регулирования

В свете событий последних лет стало очевидно, что монетарное регулирование несет в себе одну из значимых ролей в общей макроэкономической политике государства. Полемика вокруг проблемы выбора наиболее оптимального режима денежно-кредитного регулирования развернулась давно. Однако, до сих пор, единого решения этого вопроса не найдено.

Большая часть исследователей склоняется к тому, что выбор монетарного режима в первую очередь должен быть обусловлен внутренними характеристиками данной конкретной экономики. Причем следует сказать, что проблема выбора режима монетарного регулирования более актуальна сегодня для развивающихся стран, нежели развитых. По всей видимости, это обусловлено относительной стабильностью в монетарной сфере развитых экономик, что позволяет властям делать больший акцент на других аспектах макроэкономической политики. Вместе с тем, развивающиеся страны все больше нуждаются в разрешении дилеммы по выбору наиболее оптимального режима монетарного регулирования. Армения в этом смысле не является исключением. В целом, денежно-кредитную политику ЦБ РА после получения независимости и введения собственной национальной валюты в 1993 году, можно разделить на два основных этапа: реализацию таргетирования денежных агрегатов (1993-2005гг.) и этап таргетирования инфляции (с 2006г. - по настоящее время). Чтобы оценить проведенные реформы в области монетарного регулирования целесообразнее будет рассмотреть политику Центрального банка Армении в рамках этих двух этапов.

Показатели развитости финансового рынка свидетельствуют если не об отсутствии, то о достаточно низком уровне развития институтов посредничества в Армении. По показателям уровня капитализации и монетизации экономики Армения уступает не только странам, имеющим такой же уровень доходов, но и даже странам с низким уровнем доходов.

В разных странах, где существуют разные уровни развитости финансового посредничества, по-разному проявляется взаимосвязь между уровнем монетизации и ростом цен. Из теории и практики известно, что увеличение более ликвидных денежных агрегатов благодаря мультипликационному эффекту ведут к увеличению долгосрочных и менее

ликвидных денежных агрегатов. При этом, в случае когда не развиты институты финансового посредничества, вся дополнительная денежная масса ведет к классическому эффекту, описанному в количественной теории, а именно к росту цен, при условии, когда нет соответствующего расширения товарного рынка. Однако, если финансовый рынок достаточно развит, то значительный объем финансовых средств будет идти не напрямую на рынок товаров и услуг, создавая инфляционное давление, а через финансовое посредничество и может сберегаться и инвестироваться в реальный сектор.

Отсутствие эффективных инвестиционных инструментов в экономике Армении вынуждает основную часть финансовых поступлений направляться напрямую на рынок потребления, что создает значительное инфляционное давление на товарном рынке. Соответственно можно отметить, что определенное изменение в денежной массе непосредственно влияет на уровень цен в экономике.

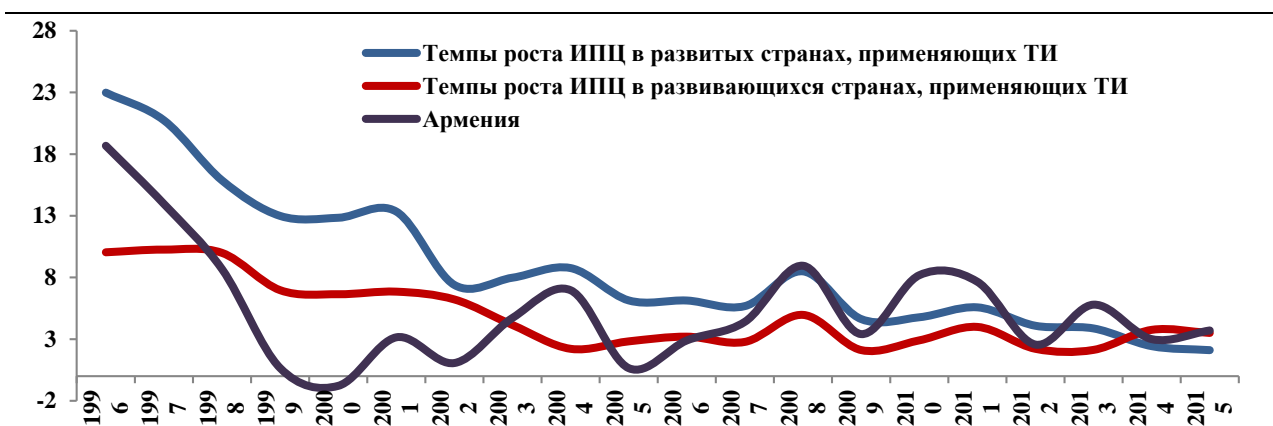


Рис. 2.1. Инфляция в Армении и в среднем в странах, таргетирующих инфляцию, 1996-2015гг., %.

Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2017 (WDI)) - <http://data.worldbank.org>

Таким образом, Армения, отличается неразвитой финансовой инфраструктурой, низким уровнем капитализации, а также низкими показателями развития институтов финансового посредничества в экономике, а посему она подвержена большой опасности повышения уровня инфляции при соответствующем увеличении уровня монетизации. Такое положение дел, несомненно, является серьезным препятствием для дальнейшего экономического развития и обеспечения достаточных темпов экономического роста для данных экономик вообще и для экономики Армении, в частности.

В свете последних лет в экономике Армении, наблюдаются сильные колебания и резкое укрепление курса национальной валюты, нестабильность инфляционных ожиданий и

др., что, в свою очередь, говорит о необходимости развития механизмов и инструментов финансового рынка, что позволит наиболее эффективно распределять финансовые ресурсы, а также обеспечивать неинфляционное увеличение уровня монетизации в экономике.

Проведем некоторый обзор показателей денежной системы. В первую очередь, индикатором эффективности денежно-кредитной политики является уровень инфляции в стране. Как мы можем видеть на рис. 2.1, уровень инфляции в Армении по сравнению с другими странами, которые реализуют инфляционное таргетирование, не отличается стабильностью, и в некоторые периоды показывает достаточно высокие значения. Последний год при этом характеризуется дефляцией, что несомненно найдет негативное отражение на дальнейшем экономическом росте Армении.

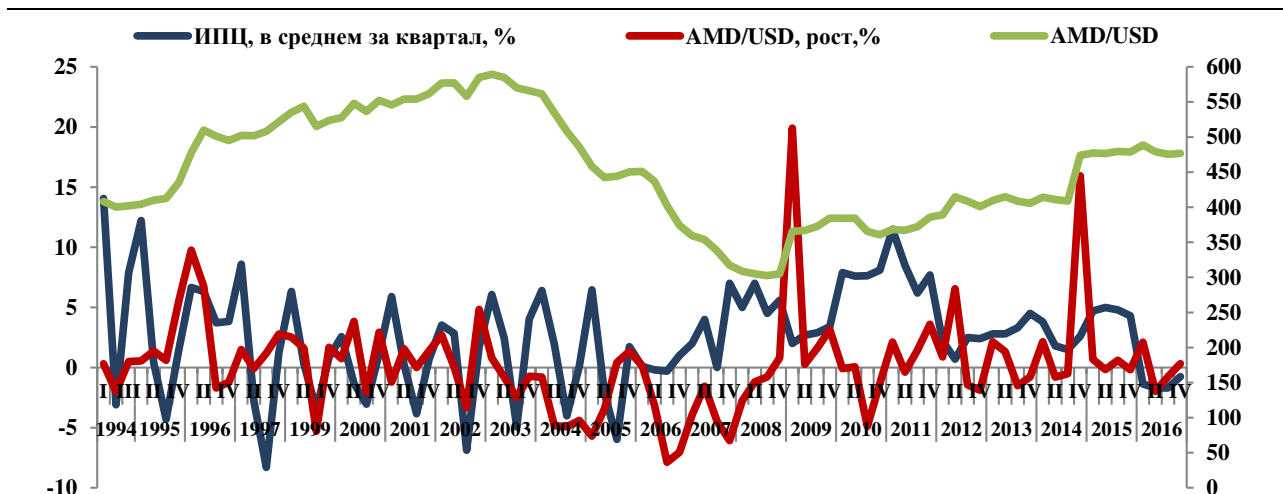


Рис. 2.2. Инфляция и валютный курс в Армении, 1995-2016гг., ежеквартально\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

\*На рисунке выделены II и IV кварталы

При этом, следует отметить, что волатильность уровня цен в поквартальном значении достаточно высока. Вместе с тем, если до 2006 года волатильность уровня цен была сопоставима с волатильностью валютного курса, то с 2007 года колебания этих двух показателей практически не связаны (см. рис. 2.2). В последующих главах работы будет более подробно рассмотрена взаимосвязь между волатильностью изменений уровня цен и обменным курсом драма.

В денежном секторе экономики Армении в последние годы наблюдается значительный рост. При этом, следует отметить, что практически, начиная с 2008 года уровень наличности и денежной массы до восстребования не изменился, что как минимум вызывает много вопросов (см. рис. 2.3).

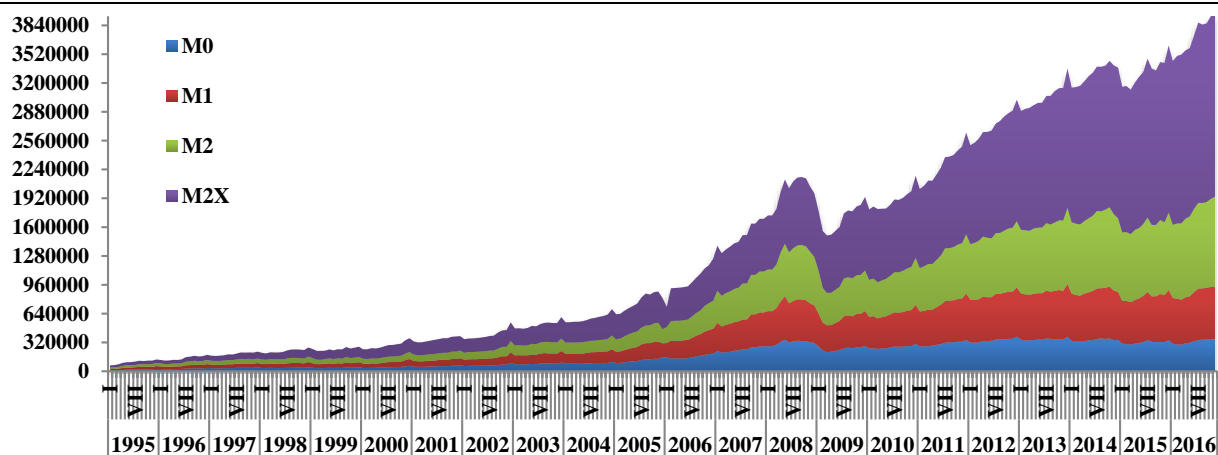


Рис. 2.3. Денежные агрегаты в Армении, 1995-2016гг., млн. драм., ежемесячно\*

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

\* На рисунке выделены I и VIII месяцы.

Как мы можем заметить, на рис. 2.4, с конца 2006 года наблюдается значительный рост денежного предложения, который приостановился во время кризиса 2008г., однако восстановил свои темпы на следующий год. Важно отметить, что в структуре денежного предложения все больше преобладает агрегат М2Х, который, как известно, представляет собой среднесрочные вложения с учетом валютных сбережений.

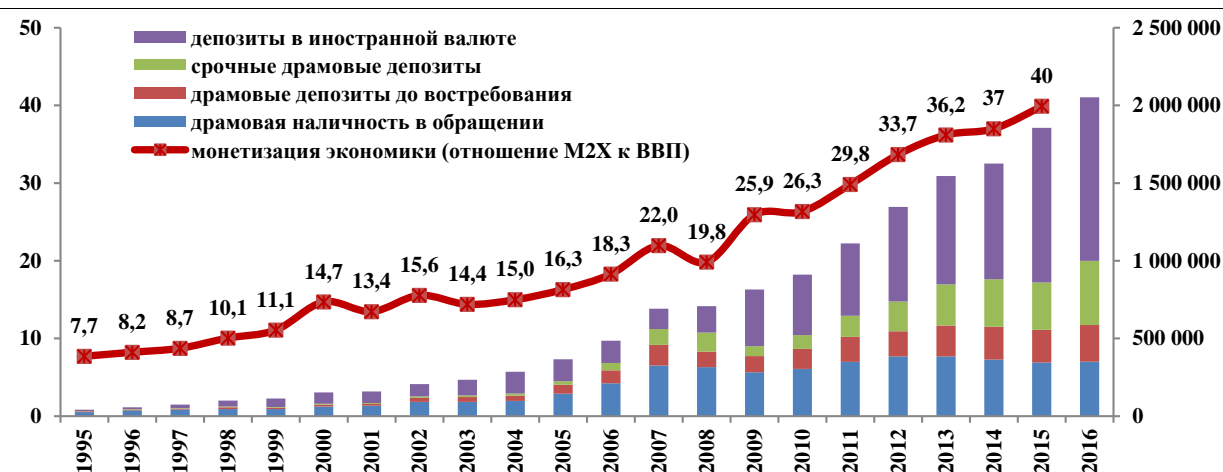


Рис. 2.4. Структура денежной массы (в млн.драмм, левая ось) и монетизация экономики РА (в %,правая ось), 1995-2016гг.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Следует также отметить, что наблюдается некоторый рост среднесрочных вложений в экономике, что говорит о положительной тенденции (см. рис. 2.4).

Тем не менее, если рассмотреть темпы роста денежных показателей в Армении, то в целом наблюдается снижение, что совпадает с трендом экономического роста в целом (см. рис. 2.5).

Динамика инфляции в экономике Армении в определенной степени определяется изменениями денежных агрегатов. Отметим, что денежный агрегат М1 отличается от агрегата М2 величиной депозитов в национальной валюте, а М2Х от агрегата М2 величиной депозитов в иностранной валюте, следовательно, при увеличении наличных денежных средств в экономике, они не абсорбируются со стороны широких денежных агрегатов. Однако, отмеченная идентичность поведения показателей широких денег, в частности, свидетельствует о том, что по причине отсутствия развитого финансового рынка, денежный агрегат М2Х не имеет характер долгосрочного воздействия на экономическую конъюнктуру, поскольку в экономике нет долгосрочных финансовых инструментов, которые могли бы влиять на долгосрочные тенденции экономической активности, в частности, на показатель уровня цен. Незначительный рост уровня монетизации экономики приводит к значительному инфляционному давлению, что не оставляет «денежным властям большого спектра инструментов денежно-кредитного регулирования при достижении стратегической цели, а именно стабильного уровня цен. Такая ограниченность в выборе инструментов воздействия на денежный рынок вынуждает Центральный Банк делать акцент на валютном регулировании<sup>232</sup>.

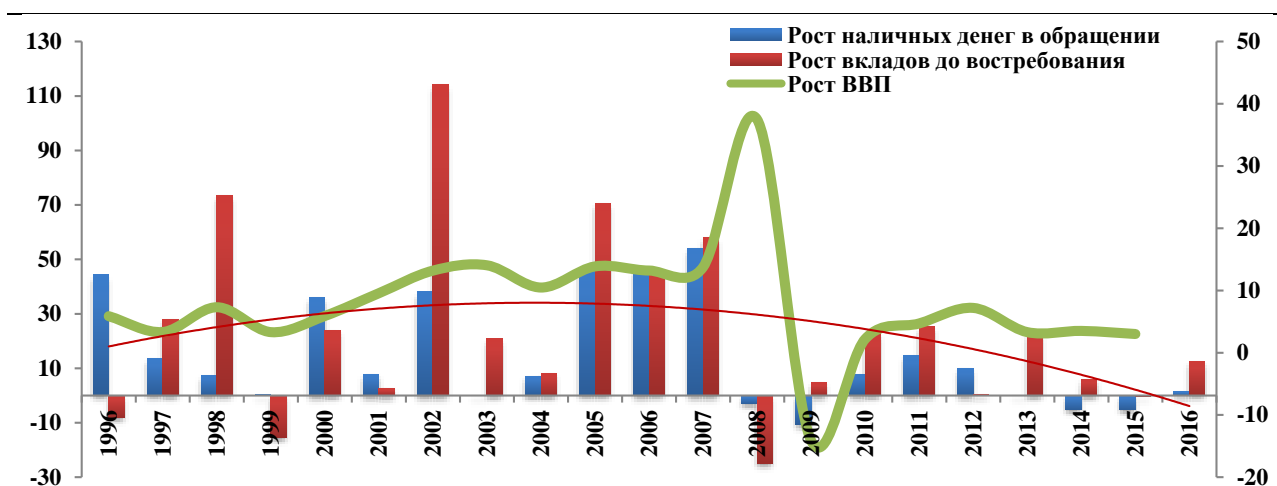


Рис. 2.5. Темпы роста денежных показателей и ВВП в Армении.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

<sup>232</sup> См. подробнее: Восканян М.А., Карапетян Э.Г., Акопян Л.М. Развитие финансового рынка как фактор неинфляционной монетизации экономики. Межвузовский сборник научных трудов «Проблемы экономики и трансформации образовательных систем», издательство РАУ, Ереван, 2007, Стр.94-100



Наконец, рассмотрим основные инструменты денежно-кредитной политики Армении. Одним из таких важнейших инструментов является норма резервирования ЦБ РА. Отметим, что если до конца 2007г. ЦБ РА вел «политику дешевых денег», то за исключением некоторых кризисных периодов центральный банк Армении не прибегал в норме резервирования как к инструменту денежно-кредитного регулирования вплоть до конца 2014г. Однако, в декабре 2014г. ЦБ РА увеличил норму резервирования вдвое, что было обусловлено резким обесценением обменного курса национальной валюты.

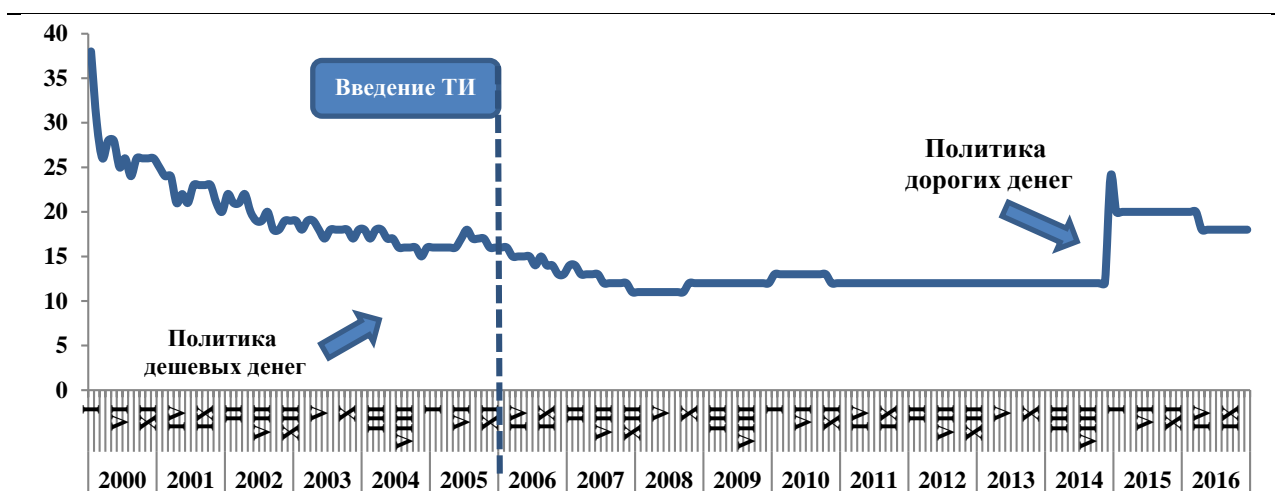


Рис. 2.6. Норма резервирования ЦБ РА, %, 2000-2016гг., ежемесячно\*

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

\* На рисунке выделены I, VI и XI месяцы

ЦБ РА также ужесточил политику по линии других инструментов денежно-кредитной политики (см. рис. 2.7). Как мы можем наблюдать на рисунке, до введения инфляционного таргетирования ЦБ РА вел, как правило, политику «дешевых денег».

Однако, с переходом на таргетирование инфляции центральный банк несколько ужесточил свои позиции на денежном рынке, с целью сдерживать уровень цен на заданном таргетом уровне. Серьезное ужесточение политики и фактический переход на политику «дорогих денег» ЦБ РА осуществил в конце 2014 года, в связи с нестабильностью на валютном рынке и разросшимися спекулятивными процессами на банковском секторе на этой почве.



Рис. 2.7. Инструменты монетарного регулирования ЦБ РА, 2000-2016гг., ежемесячно

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

\*На рисунке выделены I, II, III, VI, IX и XII месяцы

### 2.1.1. Таргетирование денежных агрегатов в Армении<sup>233</sup>

С 1993 года Республика Армения реализует автономную денежно-кредитную политику. За основу монетарной политики ЦБ РА на первоначальном этапе взял режим таргетирования денежного предложения.

Такой выбор был обусловлен недостаточным объемом международных резервов Центрального банка, что, в свою очередь, ограничивало возможности «денежных властей» реализовать более оптимальный в условиях макроэкономической нестабильности режим монетарного регулирования, а именно фиксирование обменного курса национальной единицы. Наконец, на момент получения независимости Республики Армения, режим инфляционного таргетирования был не настолько популярен среди развивающихся стран, и в отсутствие большинства из необходимых условий реализации таргетирования инфляции ЦБ РА остановился на единственно возможном варианте реализации денежно-кредитной политики<sup>234</sup>.

<sup>233</sup> См. подробнее: Восканян М.А. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности А 00.03. - «Финансы, денежное обращение и кредит» на тему «Проблемы инфляционного таргетирования в денежно-кредитной политике (на примере Республики Армения)». 2008г.; Восканян М.А. Таргетирование инфляции как оптимальный режим денежно-кредитной политики: опыт Армении. Научно-аналитический журнал «Управленец». №11-12(27-28), ноябрь-декабрь 2011г. Изд. УрГЭУ – С. 80. Ст. 12-19. (РИНЦ); Восканян М.А. Денежно-кредитная политика ЦБ РА: 20 лет реформ. Сборник статей международной научной конференции, посвященной 500-летию армянского книгопечатания и 65-летию основания СНО ЕГУ, Том 4. Гуманитарные науки: экономика, социология. - Ереван. Изд. ЕГУ, 2013. - 344 С. - Стр. 243-250

<sup>234</sup> См. подробнее: Восканян М.А. Денежно-кредитная политика ЦБ РА: 20 лет реформ. Инновационная экономика России: проблемы и пути решения. [Текст]: [в 3-х частях]: материалы Всероссийской научно-практической конференции с международным участием (Каменск-уральский, 15 ноября 2012г.) / [отзыв за вып. Н.Н. Пасмурцева]; М-во образования и науки РФ, Урал.гос. эк. ун-т. - Екатеринбург: Изд-во Урал гос. экон. ун-

Наряду с денежными агрегатами монетарные власти задавали в качестве прогноза также основные макроэкономические показатели, такие, как реальный рост ВВП страны, показатели инфляции и т.д.

Как мы можем наблюдать на рис. 2.8, поквартальные изменения реального ВВП, только в 5-ти случаях из 12-ти ЦБ ошибался в своих прогнозах меньше, чем на 10%, в остальных случаях в рассматриваемый период ошибки превышали 10%, а в некоторых случаях прогнозируемое значение превышало фактическое более чем на 50% ( 2002-Q3 - 60,7%; 2003-Q3 - 59,8%; 2004-Q3 - 67,0%; 2005-Q3 - 75,0%).

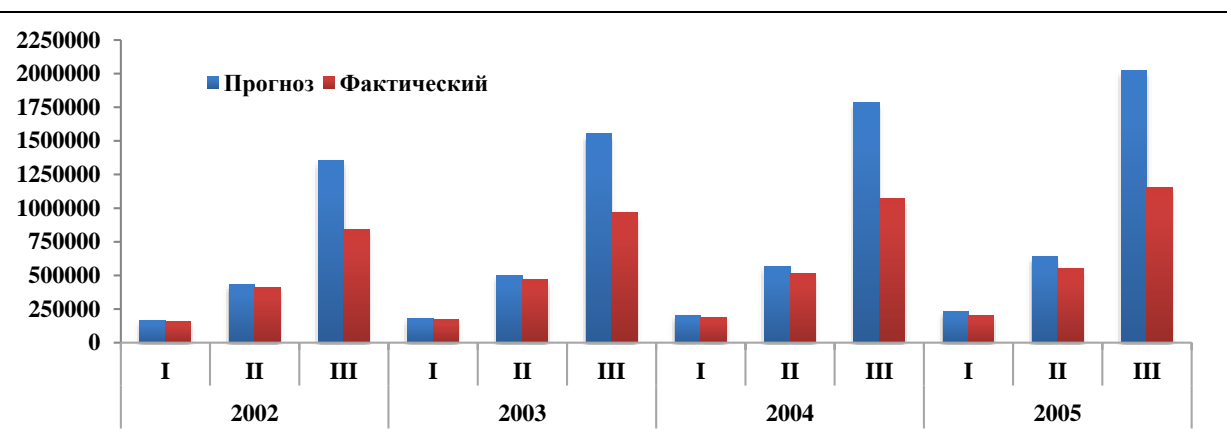


Рис. 2.8. Поквартальный прогноз и фактическое значение реального ВВП Армении (ежеквартальный рост, в %)

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Рассматривая прогнозы ЦБ за тот же период относительно дефлятора ВВП, мы наблюдаем ту же картину, хотя ошибки составляют меньший процент. Так, только в двух случаях из 12-ти рассмотренных прогнозы ЦБ отклонялись от фактического значения меньше чем на 2% (2002-Q3 - 1,1%; 2003-Q3 - 1,7%), в 6-ти случаях – больше 2% и меньше чем на 10% (2002-Q1 - 5,6%; 2002-Q2 - 8,1%; 2003-Q1 - 3,6; 2003-Q2 - 8,2%; 2004-Q1 - 7,1%; 2004-Q3 - 8,0%), и, наконец, в 4-х случаях – больше, чем на 10% (2004-Q2 - 10,8%; 2005-Q1 - 12,5%; 2005-Q2 - 16,0%; 2005-Q3 - 13,4%).

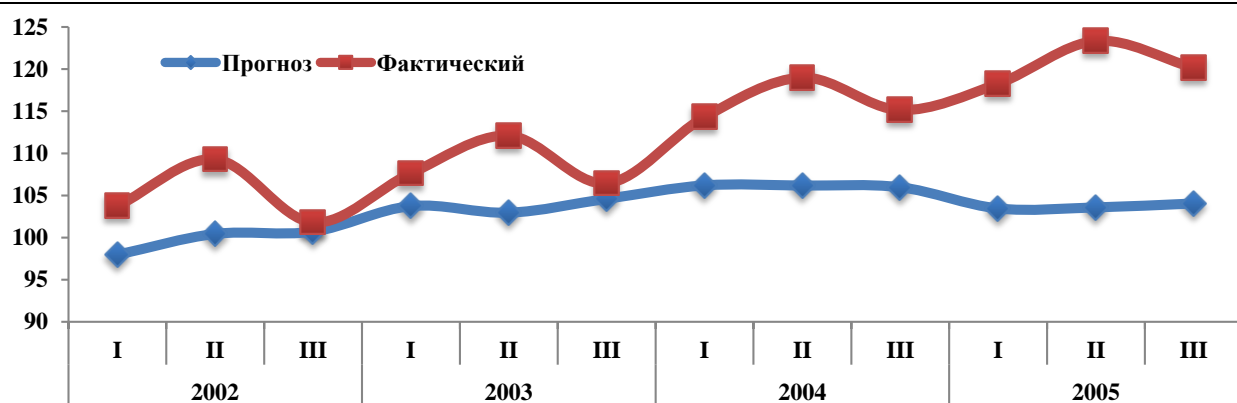


Рис. 2.9. Поквартальный прогноз и фактическое значение дефлятора ВВП Армении ( в %).

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Как уже было отмечено выше, вплоть до конца 2005 года д.к.п. Армении придерживалась таргетирования денежных агрегатов. В этой связи, наиболее важным в оценке проводимой монетарной политики являлось достижение целевых показателей M2 и M2X.

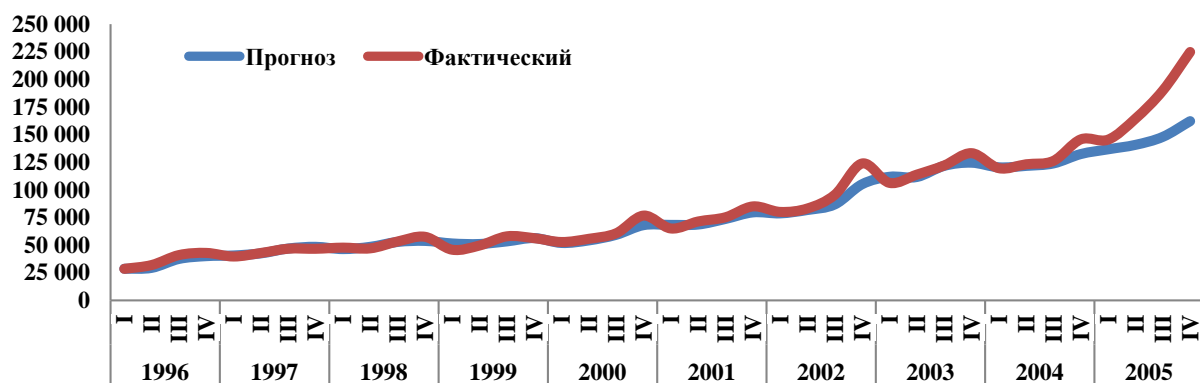


Рис. 2.10. Поквартальный прогноз и фактическое значение денежного агрегата M2 в Армении.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Рисунок 2.10 отражает динамику поквартального прогнозируемого и фактического значения денежного агрегата M2. Вплоть до 2005 года органам финансовой политики, хоть и с некоторыми погрешностями, удавалось достигать прогнозируемого значения. В целом, погрешность достижения поставленных целевых ориентиров в большинстве своем, за некоторыми исключениями, (2000-Q4 - 11,2%; 2002-Q4 – 15,1%), не превышала 10%. Из 36 рассмотренных периодов (кварталов), за исключением 2005 года, в 13-ти случаях

погрешность прогнозов составляла меньше 2%; в 20-ти случаях – от 2 до 10%; и, наконец, в 3-х случаях – больше 10%.

Таблица 2.1.

Процентное отклонение от прогнозируемого значения

Q1-96	Q2-96	Q3-96	Q4-96	Q1-97	Q2-97	Q3-97	Q4-97
0,5	-7,9	-8,5	-6,7	2,4	-0,8	0,5	3,9
Q1-98	Q2-98	Q3-98	Q4-98	Q1-99	Q2-99	Q3-99	Q4-99
-2,7	3	-0,7	-6,4	12,4	2,8	-7,8	0,2
Q1-00	Q2-00	Q3-00	Q4-00	Q1-01	Q2-01	Q3-01	Q4-01
-1,6	-2,5	-2,2	-11,2	5	-3,9	-2	-6,3
Q1-02	Q2-02	Q3-02	Q4-02	Q1-03	Q2-03	Q3-03	Q4-03
-1,6	-1,7	-9,1	-15,1	5,2	-1,9	-0,3	-6,5
Q1-04	Q2-04	Q3-04	Q4-04	Q1-05	Q2-05	Q3-05	Q4-05
0,7	-1,2	-1,8	-9,1	-6	-14,4	-22,1	-27,9

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Что касается денежного агрегата M2X, то здесь наблюдается примерно такая же картина. Из 32 рассмотренных периодов (кварталов), в 10 случаях погрешность прогнозов составляла меньше 2%; в 22 случаях – от 2 до 10%; и, наконец, в 2 случаях – больше 10% (2003-Q2 - 13,4%; 2004-Q4 - 13,1%;). Таким образом, рассматривая поквартально прогнозы органов финансовой политики относительно денежных агрегатов, (в данном случае целевых ориентиров), говорить об успешности проведения д.к.п. не приходится.

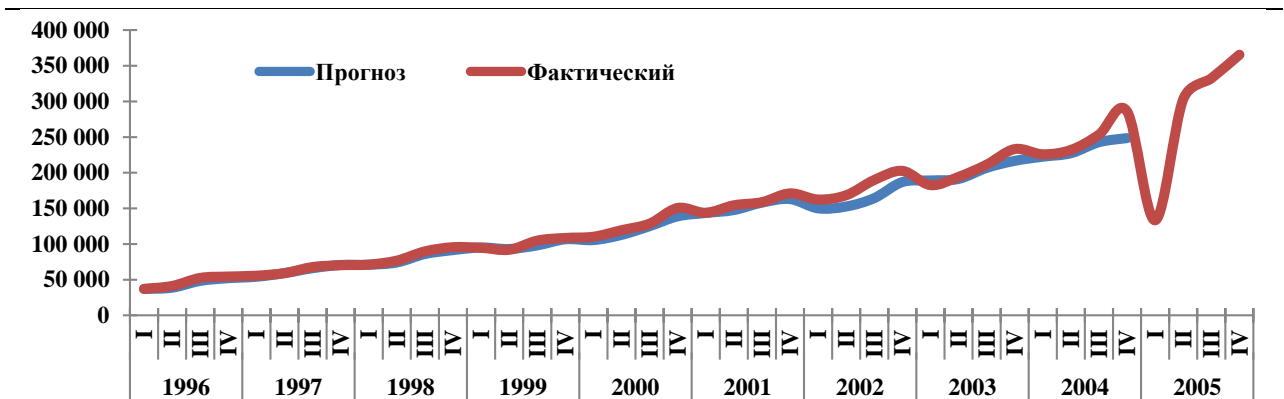


Рис. 2.11. Поквартальный прогноз и фактическое значение денежного агрегата M2X в Армении

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Если рассматривать прогнозируемые ЦБ РА показатели в ежегодном разрезе, то мы получим еще более удручающую картину. Так, если прогнозы относительно дефлятора ВВП в большинстве совпадают с его фактическими значениями, то прогнозы денежных агрегатов M2 и M2X практически на протяжении всего рассматриваемого периода (2000-2005гг.)

имеют погрешность больше 10% (наибольшее значение наблюдается в 2005 году (см. таблицу 2.2).

Таблица 2.2.

Процентное отклонение от прогнозируемого значения											
Q1-96	Q2-96	Q3-96	Q4-96	Q1-97	Q2-97	Q3-97	Q4-97	Q1-98	Q2-98	Q3-98	Q4-98
-0,4	-5,9	-8	-4,4	-2,7	-0,1	-2,4	0,5	-0,3	-3,4	-4,1	-4,3
Q1-99	Q2-99	Q3-99	Q4-99	Q1-00	Q2-00	Q3-00	Q4-00	Q1-01	Q2-01	Q3-01	Q4-01
0,4	1,2	-6,4	-1,8	-4,2	-5,5	-2,8	-7,8	-0,2	-4,3	-0,4	-4,7
Q1-02	Q2-02	Q3-02	Q4-02	Q1-03	Q2-03	Q3-03	Q4-03	Q1-04	Q2-04	Q3-04	Q4-04
-7,6	-9,4	-13,4	-7,7	3,5	-1,5	-2,1	-7,1	-1,5	-2	-4,2	-13,1

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Согласно основным направлениям денежно – кредитной политики 2005 года ЦБ РА денежно – кредитная политика в Армении должна была быть направлена на обеспечение стабильности цен, продолжая при этом действовать в условиях стратегии регулирования денежной массы. Ожидаемый в течение года спрос на деньги оценивался, исходя из задачи создания благоприятной денежно–кредитной среды для обеспечения прогнозируемого 8% экономического роста. Наконец, темпы изменения денежного мультипликатора за период с 1996 года по 2005 отражают нестабильную динамику изменений в денежном предложении.

В 2005 году проводимая ЦБ д.к.п. была направлена на обеспечение прогнозируемого уровня инфляции в 3%, что соответствовало среднесрочным программным положениям. По сравнению с 2003 годом в 2004 году была зарегистрирована низкая 2%-ая инфляция, а при формировании денежно–кредитной политики на 2005 год вероятность высоких инфляционных ожиданий не рассматривалась, поскольку высокий уровень инфляции в течение одного года не может служить значительным поводом для высоких инфляционных ожиданий.

Планировалось к концу 2005 года обеспечить рост денежной массы в 15,5%, а среднегодовой рост 17,9%, и денежная база должна была вырасти соответственно на 8,9% и 13,65. ЦБ прогнозировал рост депозитов в иностранной валюте на 21,7% , вследствие чего рост денежной массы к концу периода должен был составить 18,5%, а среднегодовой 26%.

На конец 2005г. монетарная и макроэкономическая среда характеризовалась резким ростом спроса на драм вследствие его удорожания, а также непрогнозируемым риском на валютном рынке.

Таблица 2.3.

**Прогнозы ЦБ РА по некоторым монетарным показателям и их фактическое значение (2000-2005)гг.**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Прогноз дефлятора ВВП	98,6	105,8	100,7	104,6	106	104
Дефлятор ВВП	98,6	104,1	100,7	104,6	106,3	103,2
Процентное отклонение от прогнозируемого значения дефлятора ВВП	0	1,6	0	0	-0,3	0,8
Прогноз M2	58444	72582	88143	117458	124622	146894
M2	76 722	85 033	123 897	133 230	145 718	224 797
Процентное отклонение от прогнозируемого значения M2	-23,8	-14,6	-28,9	-11,8	-14,5	-34,7
Прогноз M2X	120564	153073	163517	201005	235350	---
M2X	150 598	171 047	202 588	233 197	285 944	365 554
Процентное отклонение от прогнозируемого значения M2X	-19,9	-10,5	-19,3	-13,8	-17,7	---

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Таким образом, проводимая политика таргетирования денежных агрегатов не могла считаться успешной, судя по результатам достижения поставленных целей. Наряду с этим, поскольку проведенные эконометрические исследования обнаружили, что «связь между объектом таргетирования – денежной базой и целевым показателем более слабая, чем с широкими агрегатами денежной массы (в частности между M2, M2X и инфляцией и ВВП)»<sup>235</sup>, решение ЦБ об отказе от политики монетарного таргетирования представляется нам достаточно целесообразным.

### 2.1.2. Инфляционное таргетирование ЦБ РА: миф или реальность<sup>236</sup>?

С начала 2006 года, Центральный Банк Армении официально перешел на режим инфляционного таргетирования, объявив в качестве номинального якоря показатель инфляции на уровне 3%<sup>237</sup>. Однако, следует также иметь в виду, что переход на режим ТИ, без наличия соответствующего инструментария (сформировавшихся финансовых институтов, эффективной модели прогнозирования инфляции, стабильной динамики колебаний валютного курса, доверия со стороны общественности к органам финансовой

<sup>235</sup> Сандоян Э.М., Карапетян Э.Г., «Выбор оптимальной модели д.к.п. в странах с переходной экономикой», Армения, // «Экономика и финансы», 2005г., № 4-5(52-53), - Ереван 2005, сс.98-105 ( на арм.).

<sup>236</sup> См. подробнее: Восканян М.А. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности А 00.03. - «Финансы, денежное обращение и кредит» на тему «Проблемы инфляционного таргетирования в денежно-кредитной политике (на примере Республики Армения)». 2008г.; Восканян М.А. Таргетирование инфляции как оптимальный режим денежно-кредитной политики: опыт Армении. Научно-аналитический журнал «Управленец». №11-12(27-28), ноябрь-декабрь 2011г. Изд. УрГЭУ – С. 80. Ст. 12-19. (РИНЦ);

<sup>237</sup> Центральный Банк Армении / Денежно-кредитная политика. Законопроект о переходе на таргетирование инфляции: <http://www.cba.am/Storage/AM/downloads/DVQ/npatkadrum%20hajeren.pdf>.

политики и т.д.), которые позволили бы ЦБ обеспечить стабильность национальной валюты и контролировать уровень цен на заданном уровне, можно считать лишь формальным.

Существенное отличие режима ТИ от других возможных режимов д.к.п. состоит в обязательной **публичности и транспарентности проводимой органами финансовой политики**. Моисеев<sup>238</sup> дает следующее определение понятию «транспарентность» д.к.п.: «раскрытие информации о внутреннем процессе принятия решения, то есть объявление того, как обнародованная экономическая информация используется в ходе принятия решений, касающихся проведения д.к.п.». Добавим к этому что, чем более прозрачной бывает политика органов финансовой политики, тем большим доверием пользуется проводимая д.к.п. среди экономических субъектов.

Говоря о прозрачности проводимой политики, в первую очередь мы имеем в виду открытость целей д.к.п.. Относительно этого можно сказать, что органы финансовой политики Армении достаточно открыто и публично провозглашают определенные ЦБ-м задачи. Таким образом, политическая открытость д.к.п. в достаточной степени присутствует.

Таблица 2.4.

**Публичность и транспарентность монетарной политики ЦБ РА.**

<b>Прозрачность д.к.п.</b>	<b>Характеристика</b>	<b>Степень открытости политики ЦБ РА</b>
<b>политическая</b>	открытость целей д.к.п., публичное провозглашение результатов д.к.п.	в достаточной степени присутствует
<b>экономическая</b>	раскрытие информации об экономических данных, моделях и прогнозах	существует лишь в некоторой степени

Вместе с тем, того же нельзя сказать об экономической открытости, которая подразумевает раскрытие информации об экономических данных, моделях и прогнозах. Экономические субъекты зачастую не имеют доступа к необходимой информации, а если такой доступ и бывает получен, то говорить о полной достоверности получаемой информации не приходится.

То же самое можно сказать о раскрытии информации в отношении стратегической тактики монетарной политики, механизмах принятия решений, открытости информации, о вмешательстве органов финансовой политики на денежном рынке и ошибках регулирования.

<sup>238</sup> С.Р.Моисеев. «Денжно-кредитная политика: теория и практика». Учебное пособие. Москва. Экономист. 2005. ст. 213



Все это либо присутствует лишь в виде небольшой доли в д.к.п. Армении, либо отсутствует вовсе<sup>239</sup>.

Отметим, что наряду с объявлением проведения политики ТИ, органы финансовой политики автоматически берут на себя обязанность достоверно и своевременно осведомлять общественность обо всех предпринимаемых ими действиях относительно достижения поставленной цели (уровня инфляции). Отсюда напрашивается вывод: первая необходимая предпосылка фактического осуществления политики ТИ в Армении отсутствует.

Одним из препятствий к реальному осуществлению политики ТИ можно считать **недостоверность статистической информации** относительно основных макроэкономических показателей. Если при таргетировании денежных агрегатов, органам финансовой политики не требуется полноценная модель экономики страны, то ТИ требует прозрачной и достоверной информации о состоянии национальной экономики, дабы иметь возможность строить достоверные прогнозы основных макроэкономических показателей, а главное – установить целевые ориентиры уровня цен на определенный промежуток времени (горизонт таргетирования).

Информация, на которую, по сути, должны опираться органы финансовой политики Армении, в большинстве случаев содержит множество неточностей, ошибок и, в целом, ее можно считать недостоверной. Таким образом, построение оптимальных и эффективных моделей по прогнозированию инфляции становится невозможным. Отметим также, что при всем при этом, отсутствует определенная прозрачность информации, к примеру, по поводу методики расчета индексов цен и т.д.

Для преодоления недостоверности и закрытости статистической информации необходимо пересмотреть основы деятельности статистических служб, как на законодательном, так и на исполнительном уровне.

В качестве рекомендации, отметим, что необходим пересмотр методики расчета макроэкономических показателей, обеспечение большей прозрачности в деятельности как ЦБ, так и статистических служб страны. Допущение множества ошибок в публикуемых изданиях, носящих статистический характер, не позволяет делать соответствующие достоверные выводы и аналитические выкладки относительно реального состояния национальной экономики, и служит препятствием для деятельности не только органов финансовой политики, но и независимых аналитических служб, которые, в свою очередь,

---

<sup>239</sup> См. подробнее: Восканян М.А. Независимость и транспарентность денежно-кредитной политики Армении. Межвузовский сборник научных статей, Акутальные проблемы развития экономики РА II, Ереван, "Экономист", 2008, Стр.100-104

также могут быть полезны органам финансовой политики. Так, например, Резервный банк Новой Зеландии наряду со статистическими методами обработки информации, использует также оценки и прогнозы экспертов в данной области, которые, в свою очередь, оперируют не только объективной, но и в некоторой степени субъективной информацией, имеющей влияние на формирование процессов в экономической системе.

Другим, не менее важным фактором успешности реализации политики ТИ, является степень независимости д.к.п.<sup>240</sup>. «Согласно Грилли, Маскиандаро и Табеллини, политическая независимость ЦБ определяется тремя элементами: взаимоотношениями между правительством и банком при формировании монетарной политики, процедурами назначения правления банка и формальными целями деятельности банка в отношении монетарной политики»<sup>241</sup>. Оценку этим элементам можно дать с помощью следующих критериев:

- процедуры назначения высших должностных лиц банка (руководителя и членов правления);
- продолжительности их пребывания в должности;
- присутствия представителей правительства в составе правления;
- одобрения правительством монетарной политики;
- правовых норм, укрепляющих позиции банка в случае конфликта с правительством;
- уставных обязательств по поддержанию стабильности цен.

Кроме того, экономическая независимость органов финансовой политики определяется законодательными ограничениями по кредитованию правительства, а также, входит ли в компетенцию ЦБ надзорная функция относительно банков в частности, или финансовой системы в целом.

Органы финансовой политики считаются экономически независимыми, в случае, когда кредитование правительства осуществляется не напрямую, а посредством косвенных инструментов на основе рыночных ставок и носит скорее временный, нежели постоянный характер. К тому же ЦБ, осуществляющий операции по государственным ценным бумагам на вторичном рынке и, не осуществляющий надзорную функцию над банковской системой,

---

<sup>240</sup> См. Подробнее: Восканян М.А. Независимость и прозрачность денежно-кредитной политики Армении. Межвузовский сборник научных статей, Актуальные проблемы развития экономики РА II, Ереван, "Экономист", 2008, 100-104; Восканян М.А. Институциональные аспекты монетарной политики: иллюзия или необходимость? Банковское дело, № 4 (220) 2012. Журнал о практике и теории банковского бизнеса. ISSN N 2071-4904/ Изд. ООО "Капитал-инфо"/2012. С. 95. Стр. 43-48

<sup>241</sup> Grilli V., Masciandaro D., Tabellini G., Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries, «Economic Policy», No. 13, 1991, p. 57.

считается более независимым. Как утверждает Цукерман: «предоставление центральному банку права осуществлять надзор за деятельностью коммерческих банков делает банк более уязвимым к политическому давлению. При банкротстве банков возникает серьезная опасность того, что плохие долги будут монетизированы. Если же вывести функции банковского надзора за рамки юрисдикции ЦБ, то это сделало бы стоимость операций по спасению разорившихся банков более прозрачной»<sup>242</sup>.

Итак, независимость органов финансовой политики в проведении ими монетарной политики, в какой-то степени обеспечивает успешность осуществляемых действий по достижению таргетируемого показателя.

Таблица 2.5.  
Степень независимости ЦБ РА по Индексу Цукермана

Описание переменной	Оценка
1. Кадровая автономия	
1.1. Сроки полномочий руководства ЦБ	0,75
1.2. Институт, назначающий управляющего ЦБ	0,25
1.3. Снятие управляющего ЦБ с должности	1,00
1.4. Возможности использования управляющим ЦБ других функций в правительстве	1,00
2. Разработка д.к.п.	
2.1. Институт, занятый разработкой д.к.п.	0,67
2.2. Институт, за которым стоит последнее слово в разрешении конфликта интересов	0,00
2.3. Участие ЦБ в разработке налогово-бюджетной политики	0,00
3. Приоритет целей д.к.п.	0,80
4. Ограничения на финансирование государственного бюджета	
4.1. Ограничение выдачи кредитов правительству	1,00
4.2. Покупка ценных бумаг правительства	0,00
4.3. Условия финансирования	1,00
4.4. Потенциальные получатели кредитов ЦБ	1,00
4.5. Количественные ограничения по объему кредитов	0,00
4.6. Ограничение по срокам кредитов	0,00
4.7. Ограничение по процентным ставкам	0,33
4.8. Операции с ценными бумагами правительства на первичном рынке	1,00
<b>Простой индекс Цукермана</b>	<b>0,880</b>

Источник: рассчитано автором.

<sup>242</sup> Cukierman A., The Economics of Central Banking, in: Holger W. (ed.), Macroeconomic Policy and Financial Systems, Proceedings of the December 1995 Tunis Congress of the International Economic Association, The Macmillan Press, 1996, p. 25.

Дадим оценку степени независимости ЦБ РА с помощью двух индексов – индекс Цукермана (Cukierman Index) и GMT- индекс (Grilli-Masciandaro-Tabellini Index).

Индекс Цукермана состоит из шестнадцати переменных, которые объединены в четыре группы: кадровая автономия, разработка монетарной политики, ее цели и ограничения на финансирование государственного бюджета. Каждая из перечисленных переменных может принимать значение от нуля до единицы. Индекс GMT разделен на два подиндекса: политический и экономический, которые учитывают несколько переменных и могут принимать только два значения – «истина» или «ложь».

В основе расчетов обоих индексов стал Закон Республики Армения о Центральном банке Республики Армения. Результаты расчетов индексов независимости Центрального банка показали, что по индексу Цукермана степень независимости равна 0,880, а по общему GMT- индексу Армения набрала 9 баллов (см. таблицу 2.5).

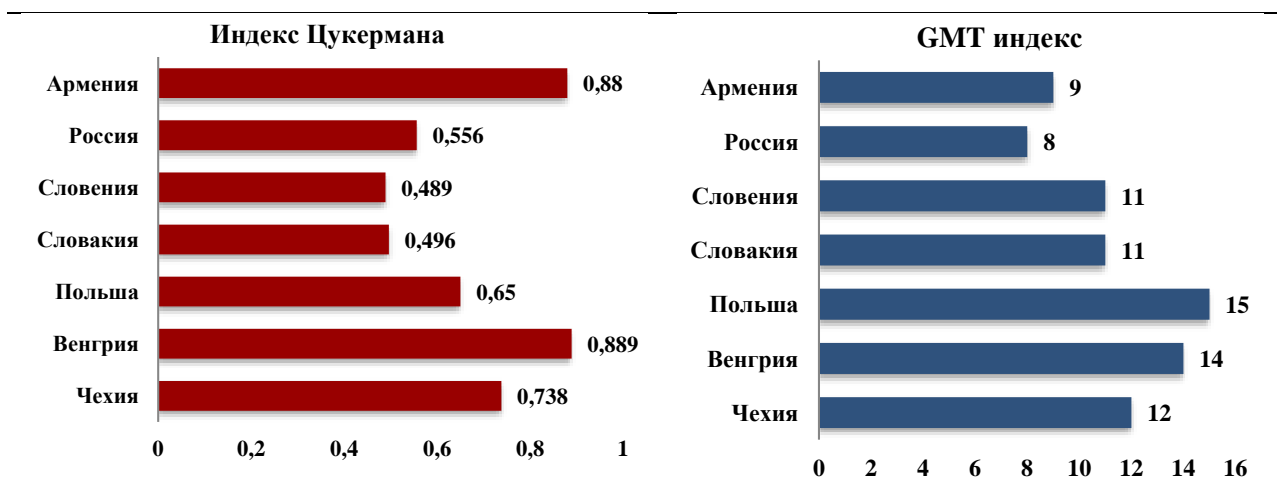


Рис. 2.12. Независимость денежно-кредитной политики ЦБ РА, 2016г..

Источник: рассчитано автором

Для сравнения рассмотрим степень независимости стран, которые осуществляют политику ТИ и, наряду с этим, опыт стран, которых можно причислить либо к развивающимся, либо с переходными экономиками. По индексу Цукермана, Армения уступает только Венгрии и Польше, которые набрали 0,689 и 0,674 баллов соответственно.

Однако, на наш взгляд, по общему индексу политической и экономической независимости Армения уступает гораздо большему количеству стран, и занимает среди них предпоследнее место, опережая по GMT- индексу только Россию (см. рис. 2.13).

## Расчет GMT- индекс для ЦБ Армении, 2016г..

Обозначение переменной	Описание переменной
<b>ПОДИНДЕКС ПОЛИТИЧЕСКОЙ НЕЗАВИСИМОСТИ</b>	
1	Управляющий ЦБ назначается совместно парламентом и правительством
1	Управляющий ЦБ назначается на срок более пяти лет
	Правление Центробанка
0	Ни один член правления Центробанка не назначается правительством
0	Члены правления Центробанка назначаются на срок более пяти лет
1	Снятие с должности члена правления Центробанка может происходить только по неполитическим причинам
1	Представитель правительства в составе правления Центробанка отсутствует
1	Одобрение д.к.п. со стороны парламента или правительства не требуется
	Законодательная поддержка
1	Подотчетность Центробанка прописана в законодательстве
0	Наличие правовой поддержки действий Центробанка в случае конфликта с правительством
<b>ПОДИНДЕКС ЭКОНОМИЧЕСКОЙ НЕЗАВИСИМОСТИ</b>	
Финансирование госбюджета	
1	Прямое кредитование бюджета не является автоматическим
0	Прямое кредитование бюджета осуществляется по рыночным процентной ставке или ставке рефинансирования
1	Прямое кредитование бюджета имеет временный характер
1	Прямое кредитование бюджета ограничено по объему заимствования
1	ЦБ не оперирует на первичном рынке государственных ценных бумаг
	Денежно-кредитные инструменты
1	Дисконтная процентная ставка (ставка рефинансирования) устанавливается ЦБ самостоятельно
0	Надзор за коммерческими банками не входит в функции ЦБ.
<b>Итого : 11 баллов</b>	

Примечание: 1 – «Истина», 0 – «Ложь».

В разрезе подиндексов GMT- индекс Армении также не показывает положительные результаты. По политической независимости Армения набрала 5 баллов из 9 возможных, и занимает предпоследнее место среди рассмотренных стран и опережает по этому показателю только Россию. Экономическая независимость органов финансовой политики равна также 5 баллам из 7 возможных.



Рис. 2.13. Политическая и экономическая независимость монетарной политики ЦБ РА, 2016г.

Источник: рассчитано автором

В целом можно сказать, что степень независимости органов финансовой политики Армении, за исключением некоторых положительных элементов, не может считаться достаточной для успешной реализации политики ТИ.

На наш взгляд, необходимы определенные изменения в законодательстве о ЦБ страны, дабы добиться большей степени, как в независимости, так и в транспарентности проводимой монетарной политики.

К числу таких изменений можно отнести:

1. Кадровая автономия

Согласно закону о ЦБ РА, председатель и все члены правления назначаются Национальным собранием, по предложению Президента. На наш взгляд, такой подход снижает степень независимости решений органов финансовой политики от вмешательства правительства и по сему требует пересмотра, а именно назначение председателя должно происходить советом ЦБ. В связи с низким доверием общественности к органам финансовой политики, неэффективностью осуществляемой ими политики, а также объявлением ЦБ РА о переходе на ТИ, следует четко обозначить ответственность председателя за результаты проводимой д.к.п. Так, например, в Новой Зеландии председатель может быть снят с должности в случае не достижения намеченного целевого ориентира в запланированные сроки. Добавим к этому, что до сих пор ни один из председателей Центрального банка Новой Зеландии не покинул свой пост по этой причине.

2. Ограничения на финансирование государственного бюджета

Статья 34, Закона о ЦБ РА гласит: «Кредитование или иным образом финансирование прямо или косвенно Центральным банком Правительство Республики Армения или других государственных органов запрещается, за исключением случаев, предусмотренных настоящей статьей»<sup>243</sup>, и далее «Центральный банк может в пределах, предусмотренных частью третьей настоящей статьи, предоставлять Правительству кредиты в армянских драмах или открыть для него кредитную линию с целью покрытия дефицита государственного бюджета. Такие кредиты, как правило, выдаются на три месяца, но не более чем на один год». Таким образом, на законодательном уровне признается возможность кредитования, хотя и с определенными оговорками, дефицита бюджета. Режим ТИ, помимо самого факта наличия бюджетного дефицита, исключает всякую возможность финансирования его со стороны органов финансовой политики. По этой причине,

---

<sup>243</sup> Закон о Центральном Банке РА.

представляется целесообразным пересмотр вопроса финансирования бюджетного дефицита на законодательном уровне, даже если на практике таковое практически не имеет места.

### 3. Участие органов финансовой политики в разработке налогово-бюджетной политики

Если вмешательство со стороны органов исполнительной власти в д.к.п. страны может оказать только негативное влияние, то ситуация, когда органы финансовой политики активно участвуют в формировании налогово-бюджетной политики, наоборот, должно поощряться в странах, применяющих ТИ. В связи с тем, что режим ТИ предусматривает и требует большой степени согласованности монетарных и фискальных политик в экономике, некоторое вмешательство со стороны органов финансовой политики в разработку бюджета на долгосрочную перспективу может оказать только положительный эффект в достижении целевого ориентира д.к.п.

### 4. Надзорная функция ЦБ РА

В компетенции ЦБ РА входит функция мегарегулятора всей финансовой системы. Отметим только, что ТИ предполагает, что основным инструментом д.к.п. в ходе достижения своего целевого ориентира становятся операции на открытом рынке. Возложение функции мегарегулятора финансового сектора на ЦБ непременно должно вызвать и вызывает конфликт интересов между денежно-кредитной политикой и целями регулирования и надзора за деятельностью финансовых институтов, что будет постоянно подталкивать ЦБ на применение административных нерыночных рычагов, значительно ограничивающих независимость и эффективность функционирования ЦБ в качестве монетарного органа.

Именно поэтому практически ни в одной стране не практикуется совмещение функций надзора над финансовыми институтами и проведением монетарной политики, а напротив, роль мегарегулятора передается независимым органам с целью исключения ведомственной афилированности. Неприемлемой нам представляется передача ЦБ функций регулирования рынка ценных бумаг, поскольку она в еще большей степени снижает независимость органов финансовой политики в осуществлении эффективной монетарной политики.

В заключение добавим, что в развивающихся странах, к которым относится и Армения, большинство преобразований происходят, в первую очередь, на законодательном уровне, что связано с низким уровнем доверия со стороны общественности к деятельности исполнительных органов. Поэтому, установление некоторых законодательных ориентиров

для осуществления политики ТИ могло бы частично способствовать усилению доверия к органам финансовой политики Армении со стороны реального сектора.

Следующим шагом к реализации политики ТИ является выбор целевого ориентира, а также характеризующего его показателя, то есть определенный оптимальный уровень цен для данной экономики и показатель измерения. В случае с Арменией, в качестве таргетируемого показателя был установлен общий уровень цен, выраженный индексом потребительских цен на уровне 3%. Как показывает динамика инфляционных процессов в Армении, за последние годы в нашей экономике наблюдается почти непрерывная, «хроническая» дефляция. На рубеже 2006 и 2007 года уровень инфляции практически все время принимал отрицательные значения. Таким образом, помимо того факта, что уже в первый год реализации политики ТИ в Армении органы финансовой политики не достигли намеченного целевого ориентира, отрицательное значение инфляции на протяжении достаточно долгого периода негативно сказывается на всей экономике в целом и, по сути, говорит о том, что экономика Армении находится в состоянии стагнации.

Помимо этого, множество проведенных эмпирических исследований оптимального уровня цен для развивающейся экономики выявили, что наиболее подходящим уровнем инфляции для стран с экономикой переходного периода можно считать 8-10%. Такое пороговое значение уровня инфляции не тормозит необходимые для развивающейся экономики темпы роста и, в то же время, не сказывается отрицательно на общем экономическом развитии. По видимому, выводы по поводу порогового значения инфляции для развивающихся стран следует учесть в установлении целевого ориентира. Однако, добавим, что органы финансовой политики, решившие «отпустить» уровень инфляции до какого то порогового значения, должны в полной мере обладать всем необходимым инструментарием для его управления, то есть ЦБ должен быть в состоянии управлять установленным целевым ориентиром на 100%.

Тем не менее, в пользу выбора целевого ориентира, выраженного индексом потребительских цен, говорит тот факт, что не очищенный показатель инфляции более понятен общественности, и соответственно вызывает большее доверие, что в свою очередь, в некоторой степени сопутствует успеху проводимой д.к.п.

В Армении в качестве целевого ориентира выбрана «Базовая инфляция» (см. рис. 2.14).



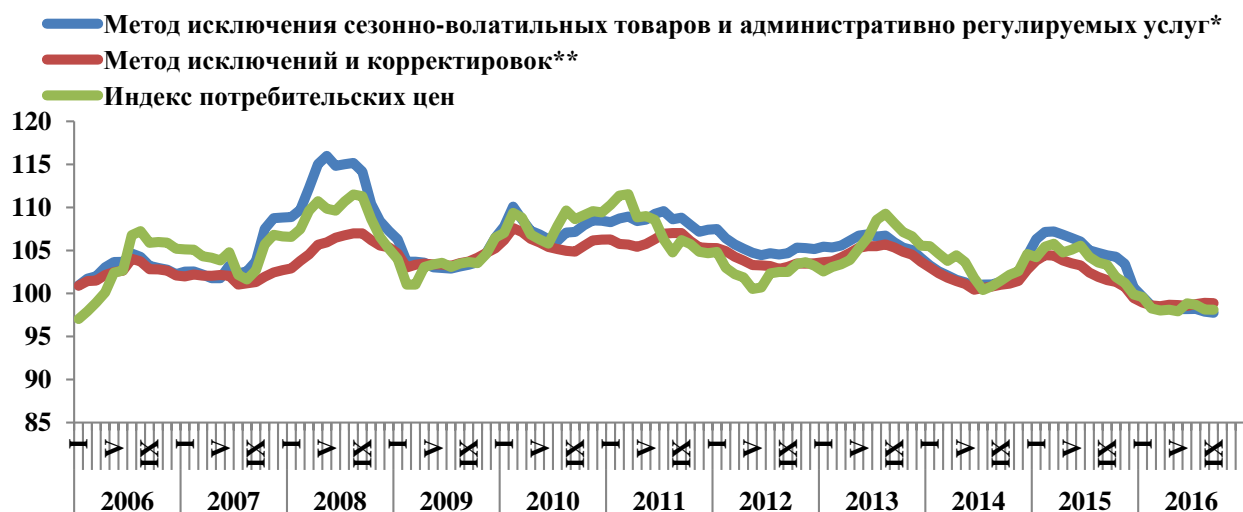


Рис. 2.14. Базовая инфляция в Армении, к соответствующему месяцу предыдущего года, 2006-2016гг., ежемесячно\*, в %<sup>244</sup>.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Примечание:

\* данный показатель используется в рамках монетарной политики Центрального банка РА

\*\* данный показатель используется в прочих аналитических целях

\* На рисунке выделены I, V и IX месяцы.

Осуществляя политику ТИ органы финансовой политики, в первую очередь, определяют для себя сроки достижения поставленной цели, то есть горизонт таргетирования. Горизонтом таргетирования в Армении на первых этапах реализации инфляционного таргетирования был установлен год. Так в принципе поступает большинство развивающихся стран при переходе на режим ТИ. В качестве минуса такого выбора следует отметить, что слишком короткие сроки установленного ориентира лишают экономических субъектов возможности опираться на долгосрочную политику органов финансовой политики относительно инфляционных процессов. Поэтому, реальный сектор не только теряет интерес к прогнозам и ориентирам монетарной политики, но и усиливает свое недоверие к органам финансовой политики. Это, в свою очередь, отрицательно сказывается на результатах последующей д.к.п. Причины органов финансовой политики Армении относительно выбора срока горизонта таргетирования очевидны и понятны. Неуверенность ЦБ относительно возможности более долгосрочного планирования связана, в первую очередь, с отсутствием необходимого инструментария для управления целевым ориентиром (инфляцией), что, соответственно, порождает проблемы в построении самого важного фактора эффективности ТИ – модели прогнозирования инфляции.

<sup>244</sup> Базовая инфляция - Очищенный показатель ИПЦ, который ЦБ РА использует в качестве целевого ориентира.

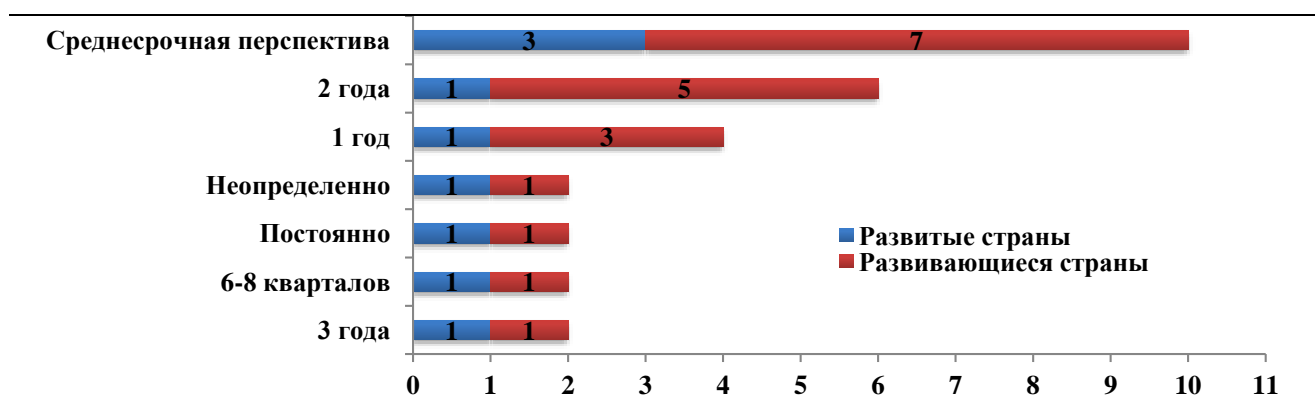


Рис. 2.15. Горизонт таргетирования в развитых и развивающихся странах.

Источник: рассчитано автором на основе аналитики Центральных Банков, таргетирующих инфляцию

На рисунке 2.15 представлена некоторая статистика стран, таргетирующих инфляцию и горизонта таргетирования, который берется за основу. Как мы можем видеть, в большинстве развивающихся рынков за основу берется именно среднесрочная перспектива таргетирования, что как правило связано со сложностью более долгосрочного прогнозирования в рамках развивающихся рынков.

На сегодняшний день горизонт таргетирования ЦБ РА установлен в пределах трех лет, что более позитивно скажется на формировании ожиданий со стороны реального сектора.

В 2007г. номинальный якорь в рамках инфляционного таргетирования был пересмотрен и установлен  $5 \pm 1,5\%$ . Решения Центрального банка РА, в большей степени были обусловлены высокими инфляционными ожиданиями в тот период. Однако, сдерживающая монетарная политика не дала положительных результатов по части достижения целевого ориентира. В 2008 году и на последующие периоды целевой ориентир был установлен на уровне  $4 \pm 1,5\%$ .

Тем не менее, пересмотр целевого ориентира не изменил ситуацию на денежном рынке. За весь период таргетирования инфляции в поквартальном разрезе ЦБ РА почти ни разу не попадал в установленную цель. Причем, следует отметить, что практически с начала реализации таргетирования инфляции ЦБ РА осуществлял жесткую монетарную политику, периодически ужесточая требования к процентным ставкам и используя валютные интервенции. Даже в условиях кризиса, «денежные власти» придерживались политики «дорогих денег».

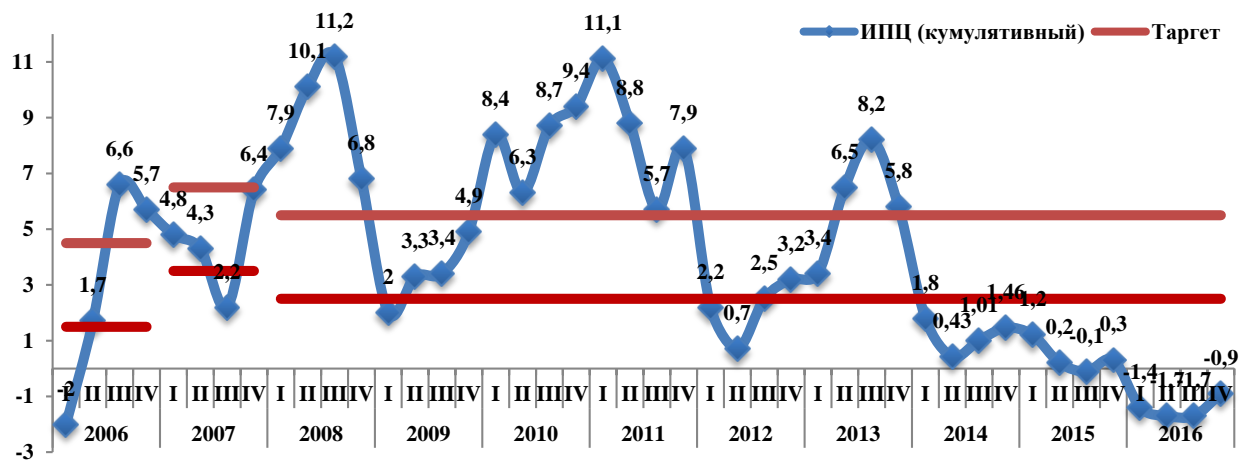


Рис. 2.16. Прогнозные и фактические значения ИПЦ в Армении, 2006-2016гг., ежеквартально, в %.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Однако, как мы можем видеть на рисунке 2.16, жесткая монетарная политика, проводимая «денежными властями» Армении не привела к эффективным результатам. К концу 2015 года инфляция в Армении составила 0,3%, что соответствует заданному Центральным банком ориентиру.

В ежегодном разрезе картина более радужная. Однако, в двух из пяти лет реализации таргетирования инфляции в Армении, ЦБ РА не удалось достичь поставленной цели. При этом степень отклонения от целевого ориентира составила 61%, 49%, 40% в 2008г., 2010г. И 2011г. соответственно. Отклонение в 2013г. от ориентира составило 5,5%. По состоянию на конец 2016г. инфляция составила -1,4%, что не только не вписывается в заданный номинальный якорь, но также является сдерживающим фактором экономического роста.

Таблица 2.7.

**ИПЦ и целевой ориентир, ежегодно**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Таргет (нижний предел)	1,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Таргет (верхний предел)	4,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Фактический уровень инфляции	2,9	4,4	8,9	3,4	8,2	7,7	3,2	5,8	3	4,1	-1,4
Отклонение от таргета	0%	0%	61%	0%	49%	40%	0%	5,5%	0%	0%	-56%

Источник: Расчитано автором на основе базы данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Таким образом, по результатам анализа соответствия прогнозных и фактических значений целевого ориентира, можно констатировать, что имеющие в распоряжении Центрального Банка инструменты не имеют эффективного воздействия на реальный сектор

и, соответственно, инфляционный фон. Следовательно, «денежные власти», проводя на протяжении последних десяти лет жесткую монетарную политику, фактически не достигают поставленной цели, но вместе с тем, во многом сдерживают потенциал экономического роста, что будет доказано ниже в работе.

При этом, основной инструмент при реализации инфляционного таргетирования не возымает реального действия на уровень цен. Причиной неэффективности инструментария денежно-кредитной политики, как будет показано ниже, прежде всего является отсутствие продуктивных каналов трансмиссионного механизма монетарного регулирования в Армении, что в свою очередь, обусловлено неразвитостью финансовой системы. Процентная ставка, как один из основных инструментов денежно-кредитной политики не эффективна, поскольку банковская система неполноценно вовлечена в кредитование реального сектора, а операции на рынке ценных бумаг, по сути, сводятся к валютным интервенциям со стороны Центрального банка.

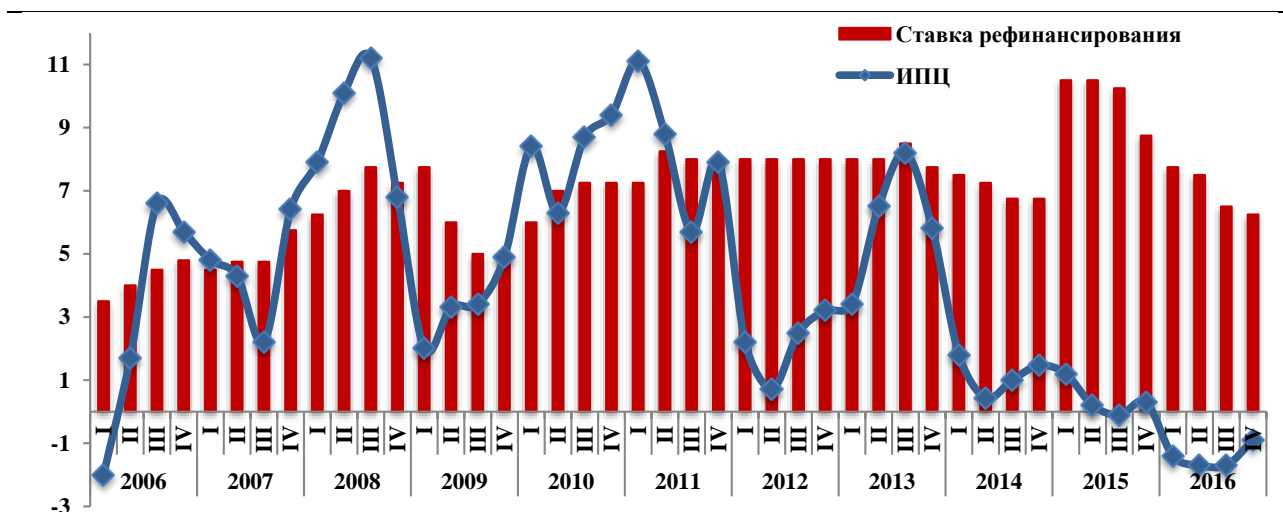


Рис. 2.17. Ставка рефинансирования ЦБ РА и ИПЦ в период таргетирования инфляции в РА, ежеквартально, % .

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

В этой связи, следующий параграф работы будет посвящен характеристике трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики с целью выявления основных каналов трансмиссии.

## **2.2. Проблемы развития и пути совершенствования финансовой системы Армении как трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики**

Как известно, институциональная несостоятельность, присущая развивающимся рынкам, является одним из ключевых факторов, препятствующих эффективности реального сектора. Вместе с тем, достижение устойчивого экономического роста в долгосрочной перспективе возможно благодаря формированию и привлечению различного рода инвестиций, которые, в свою очередь, абсорбируются благодаря развитым институтам финансового посредничества.

Вместе с тем, как было рассмотрено выше, в Армении реализация режима таргетирования инфляции сопряжена с значительными проблемами, которые в первую очередь обусловлены несовершенством трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, причиной которой, в свою очередь, является финансовая система.

Следует также отметить, что в процессе формирования, аккумуляции и трансформации финансовых активов, приоритетную роль должны играть национальные сбережения. Аргументом в пользу такой приоритетности можно считать, в первую очередь, высокую подверженность иностранных инвестиций внешним шокам, что как правило, ведет за собой отток капитала, а значит потери финансовых активов стран-реципиентов прямых иностранных инвестиций, что делает внешние инвестиции не совсем надежным источником экономического роста.

Следовательно, первостепенной задачей фискального и монетарного регулирования должно быть обеспечение оптимальной среды для формирования и развития институтов финансового посредничества, подразумевая по умолчанию, что для эффективного и полноценного функционирования финансовой системы необходимо наличие здоровых институтов судебной-правовой системы, действующего механизма защиты прав и свобод граждан, в том числе и в, первую очередь, – защиты прав собственности.

Важно также, что все институты финансового посредничества тесно взаимосвязаны друг с другом. Так развитие страхового рынка существенно зависит от становления других институциональных сегментов финансового посредничества, например, от уровня развития рынка ипотечного кредитования и пенсионного страхования.

С другой стороны, формирование и аккумуляция национальных сбережений и, соответственно, развития институтов финансового посредничества во много зависит от уровня благосостояния населения. Только в случае, когда уровень доходов значительно превышает прожиточный минимум, эти доходы могут стать источником пенсионных

накоплений, личного и имущественного страхования, потребления ипотечных, образовательных и медицинских услуг.

С учетом того, что в странах с развивающимися рынками ключевым источником доходов домохозяйств является заработная плата (в среднем 60-70%), первичной задачей фискальной политики становится определение уровня минимальной заработной платы, достаточного для покрытия расходов, связанных с накоплениями. Такая политика позволит, с одной стороны, увеличить средний уровень заработной платы, а с другой - неминуемо приведет к определенному росту цен. Значит, налогово-бюджетная политика должна быть направлена также на активизацию реального сектора, с целью формирования более высокой занятости населения, дабы нивелировать потери по линии доходов от инфляционного давления.

На этом фоне, задачей денежно-кредитной политики является стимулирование и развитие эффективных инструментов трансформации сбережений в долгосрочные финансовые активы посредством создания диверсифицированного финансового сектора и обеспечения стабильности на финансовом рынке.

Очевидно, что именно эффективная институциональная среда является ключом к развитию институтов финансового посредничества. Согласно некоторым авторам, развивающиеся страны отличаются институциональной несостоятельностью<sup>245</sup>, что является существенной преградой для естественного функционирования рыночной экономики.

Финансовая система Армении на современном этапе слабо развита с точки зрения практически всех сегментов. Вместе с тем, выявление наиболее слабых точек в развитии институтов финансового посредничества позволило бы сформировать более эффективную политику со стороны «денежных властей» на пути развития финансовой системы Армении.

При этом, с точки зрения монетарной политики эффективность финансовой системы определяется эффективностью каналов трансмиссии денежно-кредитного регулирования.

Имеющиеся на сегодняшний день инструменты воздействия на денежное предложение со стороны монетарных органов ограничиваются двумя основными сегментами финансовой системы: банковским сектором и фондовым рынком. Дополнительным и на сегодняшний день наиболее эффективным инструментом воздействия является моральное воздействие со стороны «денежных властей», которое формирует положительные инфляционные ожидания и тем самым упрощают задачу Центральным банкам. Однако этот канал трансмиссии доступен только развитым экономикам, со стабильной

---

<sup>245</sup> см. подробнее: O.Vlad. "The Use of the Monetary Policy Instruments by Central Banks under Globalisation", стр. 164. [http://anale.feaa.uaic.ro/anale/resurse/019\\_F17\\_VladO.pdf](http://anale.feaa.uaic.ro/anale/resurse/019_F17_VladO.pdf)

макрэкономической средой, высоким уровнем доверия к государственным органам и эффективной институциональной средой. Развивающиеся экономики в этом случае сталкиваются с множеством транзакционных издержек (такими как нестабильная макроэкономическая среда, волатильность валютных рынков, институциональная неэффективность и т.д.), которые, в свою очередь, ведут к неэффективности монетарного регулирования.

Вместе с тем, эмпирические исследования<sup>246</sup> показывают, что в странах с переходной экономикой и слабо развитыми финансовыми институтами, работает, в основном, канал обменного курса. Работа кредитного, балансового и канала цен на активы остается неэффективной из-за неразвитого финансового посредничества. С другой стороны, эффективность валютного канала увеличивается, поскольку он влияет не только на совокупный спрос, но и на совокупное предложение через структуру издержек<sup>247</sup>.

В случае Армении эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики существенно снижается по причине ряда факторов: трансмиссия от учетной ставки ЦБ к рыночным процентным ставкам может быть неполноценной и незначимой; инвестиционные решения и решения о расходовании могут быть нечувствительными к монетарной политике<sup>248</sup>. В результате, практически на протяжении последних лет, единственный инструмент, который используют «денежные власти» это валютная политика, поскольку неразвитость институтов финансового посредничества не позволяет использовать другие возможные инструменты денежно-кредитного регулирования.

В этом ракурсе, в рамках данного подпункта, будет рассмотрен трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики Армении. С точки зрения воздействия на реальный сектор, Центральный Банк рассматривает финансовую систему через основные каналы трансмиссии. Итак, «трансмиссия денежно-кредитной политика определяется как механизм, посредством которого применения инструментов центрального банка влияет на экономику в целом и инфляцию в частности»<sup>249</sup>.

---

<sup>246</sup> Coricelli, F., B. Égert, and R. MacDonald (2005), «Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the Empirical Evidence» (unpublished). <http://www.iue.it/FinConsEU/ResearchActivities/CreditConsMacro2005/Papers/Egert.pdf>

<sup>247</sup> Juks, R. (2004), «Monetary Policy Transmission Mechanisms: A Theoretical and Empirical Overview», The Monetary Transmission Mechanism in the Baltic States (Tallinn: Eesti Pank / Bank of Estonia).

<sup>248</sup> См. подробнее: Восканян М.А. Трансмиссионный механизм монетарной политики Армении в условиях инфляционного таргетирования. Сборник научных трудов «Информационные технологии и управление» (6), «Энциклопедия - Армения», Ереван, 2007 Стр. 184-193

<sup>249</sup> С.Р.Моисеев. «Денежно-кредитная политика: теория и практика». Учебное пособие. Москва. Экономист.2005. ст.-170

При этом, в зависимости от того, по какой модели построена финансовая система страны, различаются и воздействия трансмиссионных каналов на реальный сектор (см. таблицу 2.8). Как известно, выделяют две основные модели организации финансовых систем: *банковская финансовая система (bank-based system)* – система, в которой преобладает роль банковского сектора в перераспределении финансовых ресурсов в экономике и *рыночная финансовая система (market-based system)* – перераспределение финансовых ресурсов осуществляется через финансовый рынок.

И та и другая система обладают определенными положительными и отрицательными факторами. Так, рыночная система отличается более эффективным перераспределением финансовых ресурсов, а банковская, в свою очередь, – высокой стабильностью. Тем не менее, тенденции развития мировых экономических систем свидетельствуют о все большей приверженности стран к рыночной финансовой системе.

Яркими примерами стран, ориентированных на рыночную финансовую систему являются США, Великобритания и Канада. Примерами банковской финансовой системы можно назвать такие страны, как Германия, Япония и Австрия. Таким образом, обобщая, можно сказать, что в целом развитым странам более присуща рыночная финансовая система, а развивающимся – банковская.

Таблица 2.8.

**Каналы трансмиссионного механизма монетарной политики в зависимости от типа финансовой системы.**

<b>Типы финансовых систем</b>	<b>Рыночная финансовая система</b>	<b>Банковская финансовая система</b>
<b>Каналы трансмиссии</b>		
Валютный канал	+	+
Канал ожиданий	+	
Финансовый канал	+	
Канал совокупного спроса	+	
Монетаристский канал	+	+
Канал благосостояния		+
Канал процентной ставки	+	
Канал замещения		+
Канал дохода и потока наличных поступлений	+	+
Широкий кредитный канал (балансовый канал или канал финансового акселератора)		+
Узкий канал кредитования (канал издержек привлечения капитала)		+

Источник: составлено автором

В таблице 2.8 представлены основные из существующих каналов трансмиссии монетарного регулирования.



Таблица 2.9.

**Некоторые каналы трансмиссионного механизма монетарной политики.**

	<b>Трансмиссионный канал</b>	<b>Механизм воздействия</b>
	Валютный канал (exchange rate channel)	$M \uparrow \rightarrow r \downarrow \rightarrow E \downarrow \rightarrow X \uparrow \rightarrow Y \uparrow$
	Канал ожиданий (inflation expectations channel)	$E \uparrow \rightarrow \pi^e \downarrow \rightarrow \pi \downarrow$
	Финансовый канал (financial channel)	$M \uparrow \rightarrow \mu \uparrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow IS \uparrow \rightarrow Y \uparrow$
	Канал совокупного спроса (aggregate demand channel)	$r_t \rightarrow MB \rightarrow M \rightarrow IS \rightarrow \pi$
	Монетаристский канал (monetarist channel)	$R \uparrow \rightarrow M \uparrow \rightarrow Pr \uparrow \rightarrow \lambda \uparrow \rightarrow IS \uparrow \rightarrow Y \uparrow$
	Канал благосостояния (wealth channel)	$\uparrow r \rightarrow \downarrow \mu \rightarrow W \downarrow \rightarrow C \downarrow$
<b>Процентный канал</b>	Канал процентной ставки (interest rate channel)	$r_n \uparrow \rightarrow r_r \uparrow \rightarrow Pr \uparrow \rightarrow \downarrow C, I \downarrow$
	Канал замещения (substitution-effect-in-consumption channel)	$M \uparrow \rightarrow r \downarrow \rightarrow S \downarrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow \lambda \uparrow, IS \uparrow, \uparrow Y$
	Канал дохода и потока наличных поступлений (income and cash flow channel)	$M \uparrow \rightarrow \sigma \uparrow \rightarrow \tau \downarrow \rightarrow \lambda \uparrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow I \uparrow, IS \uparrow, \uparrow Y$
<b>Кредитный канал</b>	Широкий кредитный канал (broad credit channel) (балансовый канал (balance sheet channel) или канал финансового акселератора (financial accelerator channel))	$Pr \downarrow \rightarrow C \downarrow, I \downarrow$
	Узкий канал кредитования (narrow credit channel) (канал издержек привлечения капитала) (cost-of-capital channel)	$R \downarrow \rightarrow \lambda \downarrow \rightarrow H \downarrow$

Источник: составлено автором.

Примечание: Процентная ставка –  $r$ ; Номинальная процентная ставка –  $r_r$ ; Реальная процентная ставка –  $r_n$ ; Краткосрочная процентная ставка –  $r_t$ ; Потребление –  $C$ ; Инвестиции –  $I$ ; Совокупный спрос (aggregate demand) –  $IS$ ; Совокупные расходы –  $AE$ ; Благосостояние (wealth) –  $W$ ; Процентная премия –  $Pr$ ; Резервы (commercial Banks' Reserves in CB) –  $R$ ; Предложение кредитов –  $\lambda$ ; Расходы домохозяйств (households) –  $H$ ; Валютный курс (forward exchange rate) –  $E$ ; Чистый экспорт (net exports) –  $X$ ; Денежная масса –  $M$ ; Денежная база (monetary base) –  $MB$ ; Стоимость финансовых активов –  $\mu$ ; Экономический рост (совокупный выпуск) –  $Y$ ; Уровень цен –  $\pi$ ; Инфляционное ожидание (inflation expectations) –  $\pi^e$ ; Сбережения –  $S$ ; Денежные потоки –  $\sigma$ ; Риск потерь (асимметрия информации) –  $\tau$ .

Итак, понятно, что эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитного регулирования напрямую зависит от степени развитости финансовой системы страны. Рассмотрим основные сегменты финансовой системы Армении, дабы оценить степень эффективности тех или иных каналов трансмиссии на реальный сектор экономики.

### **Банковская система**

Банковская система считается одним из ключевых сегментов финансовой системы. При этом, большая часть инструментов воздействия со стороны Центрального Банка происходит именно посредством банковской системы. Однако, это не должно означать превалирования банковского сектора среди других сегментов финансовой системы.

Банковская система Армении на сегодняшний день представлена 16-ю банками (см. рис. 2.18.). Последние два года отличаются некоторым сокращением численности банков, что, в свою очередь, обусловлено ужесточением требований к адекватности капитала со стороны Центрального Банка РА. Очевидно такое сокращение будет иметь место и в текущем году.

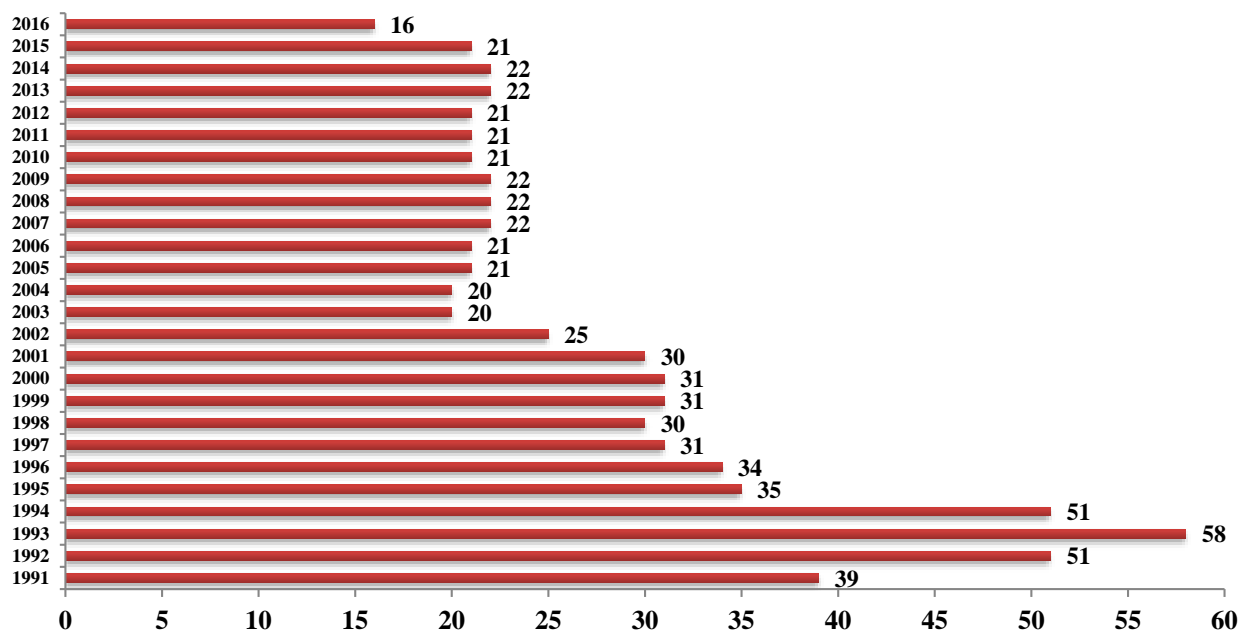


Рис.2.18. Количество банков в Республике Армения, 1991-2016гг.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Одним из последствий сокращения численности банков можно отметить риск высокой степени концентрации рынка банковских услуг. Как известно, высокая концентрация проблема многих стран. Более того, некоторые страны вообще представлены только несколькими крупными банками, которые охватывают весь рынок. Однако отсутствие конкуренции на рынке финансовых услуг не может положительно сказываться на качестве финансовых продуктов, а также на их стоимости.

На сегодняшний день доля 5 крупнейших банков в общем объеме кредитных вложений банковской системы РА по состоянию на конец 2015 год составляла чуть больше 50%<sup>250</sup>. Вместе с тем, доля 5 крупнейших банков в общем объеме в общих обязательствах и в общем объеме в капитале банковской системы РА в 2015 году составила 60%. Таким образом, на фоне даже самых развитых стран, Армения не выделяется высокой концентрацией рынка банковских услуг и по сути характеризуется высокой здоровой конкурентной средой на финансовом рынке.

Однако, ситуация несомненно изменилась, после того как в конце 2014 года Центробанком Армении было принято новое решение, согласно которому минимальный порог собственного капитала коммерческих банков Армении поднимается от 5 млрд. до 30

<sup>250</sup> Источник данных:База данных Центрального Банка РА - [www.cba.am](http://www.cba.am)

млрд. драмов<sup>251</sup>. В Армении на данный момент всего несколько банков из всех действующих удовлетворяют данному закону и сравнительно близки к данному показателю 7-8 банков.

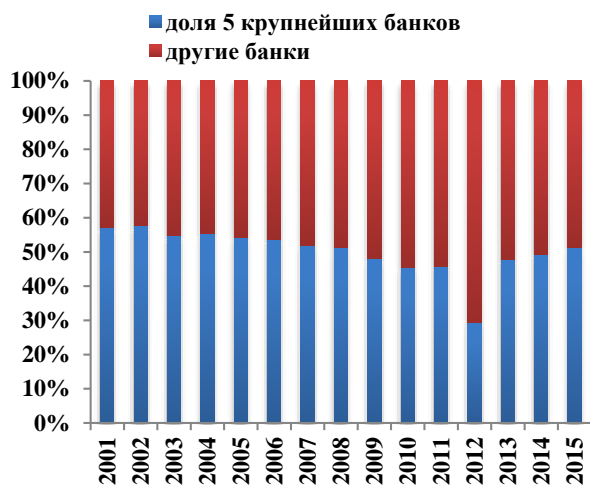


Рис. 2.19. Доля 5 крупнейших банков в общем объеме активов банковской системы РА в 2001-2015 гг.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

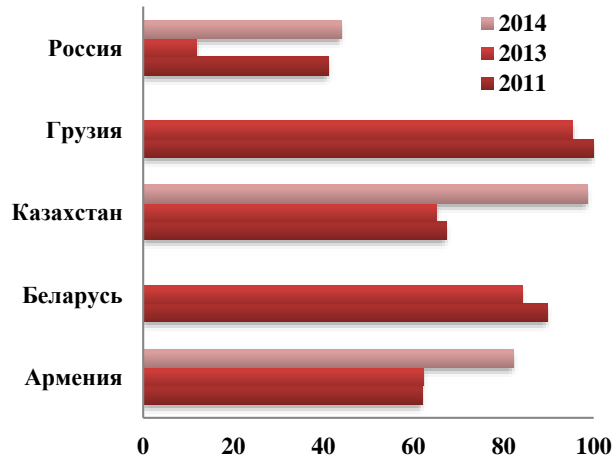


Рис. 2.20. Доля 5 крупнейших банков в общем объеме активов банковской системы, , 2011г., 2013г., 2014г..

Источник: <http://www.bis.org/statistics/consstats.htm>

По состоянию на 2016г. концентрация рынка банковских услуг значительно увеличилась и впоследствии, безусловно, приведет к ухудшению конкурентной среды, а значит в долгосрочной перспективе к ухудшению качества услуг и повышению стоимости кредитов.

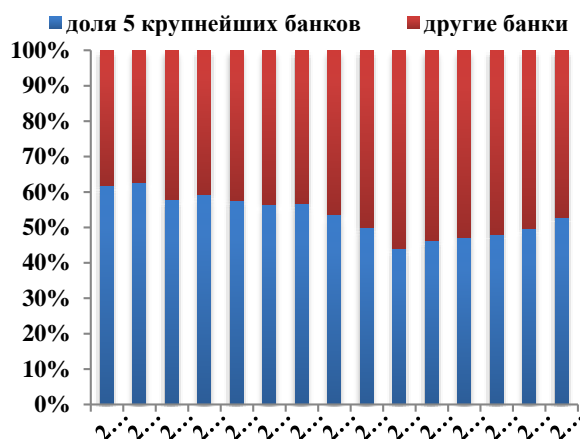


Рис. 2.21. Доля 5 крупнейших банков в общем объеме в общих обязательствах банковской системы РА в 2001-2015 гг.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

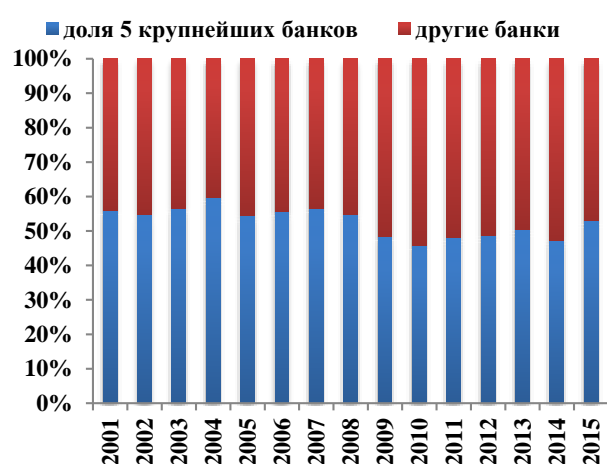


Рис. 2.22. Доля 5 крупнейших банков в общем объеме кредитных вложений банковской системы РА в 2001-2015 гг.

<sup>251</sup> Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Согласно данным Всемирного Банка степень достаточности капитала Армении в 2009 году составляла почти 21% (нормативное значение 12%), а в отдельных банках данный показатель достиг 50%<sup>252</sup>. Вместе с тем, по состоянию на 2015г. этот показатель составил уже 14,3%.

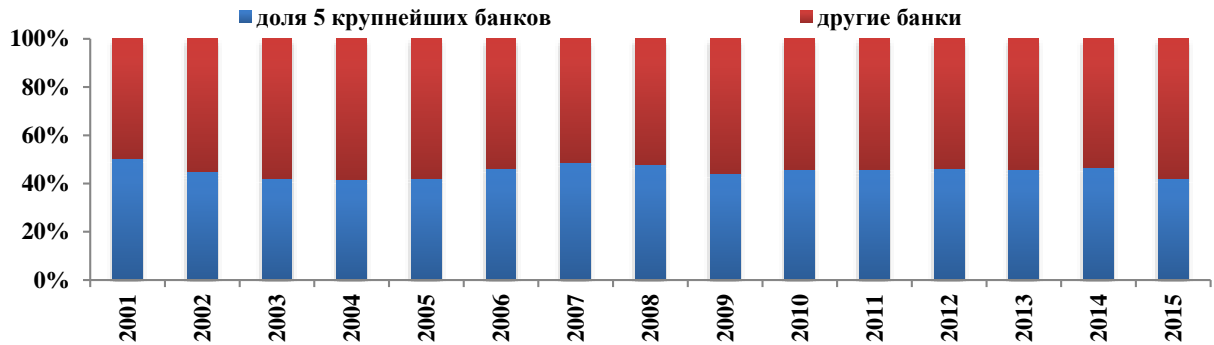


Рис. 2.23. Доля 5 крупнейших банков в общем объеме в капитале банковской системы РА в 2001-2015 гг.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Отметим, что одной из ключевых проблем развития финансового сектора Армении является односторонность развития. Так, по всем показателям развития финансовой системы банковский сектор преобладает (см. рис. 2.21 и 2.22). На начало 2017 года более 80%-а общих активов финансовой системы приходится на долю банковского сектора, и лишь небольшой сегмент - на долю страховых компаний и кредитных организаций.

Такое положение дел обусловлено слабым развитием других сегментов финансовой системы, а именно, страховой системы, кредитных и инвестиционных компаний и т.д. Что до институтов, формирующих длинные деньги, то, скажем, частные пенсионные фонды в Армении появились только в начале 2014 года, а уровень капитализация рынка на бирже составляет мизерную долю от ВВП. Таким образом, доминирующее положение в финансовой системе Армении занимает именно банковский сегмент.

Итак, приходим к выводу, что, единственным финансовым институтом внутри страны, способным аккумулировать финансовые ресурсы с целью дальнейшего перераспределения в реальный сектор является банковская система. Однако и здесь возникают существенные проблемы.

<sup>252</sup>Finstats 2011 World Bank <http://info.worldbank.org/>

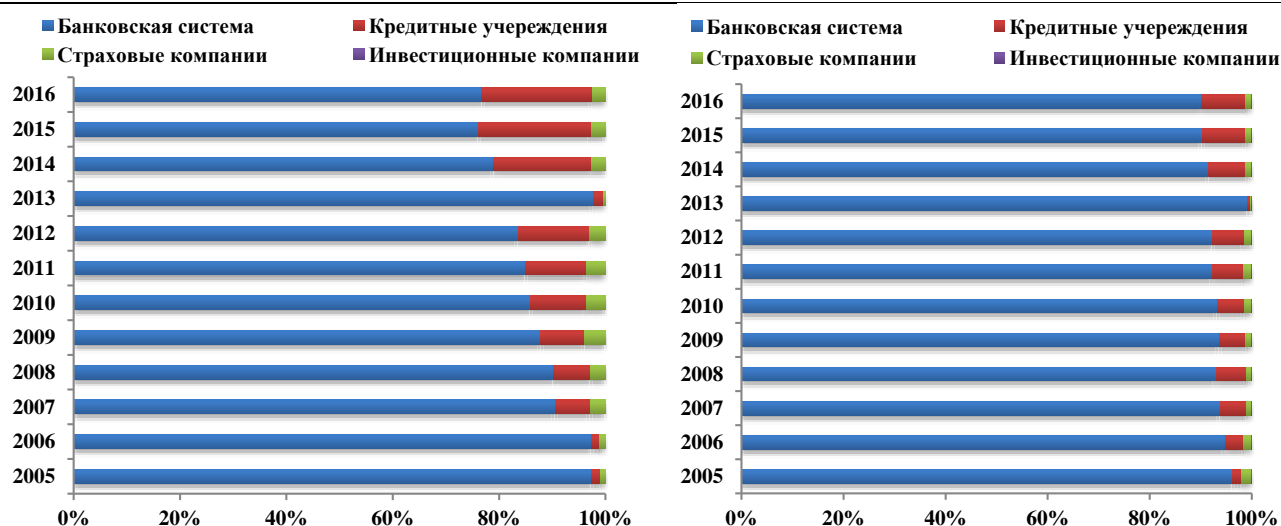


Рис. 2.24. Финансовый сектор Армении, собственный капитал, 2005-2016гг..

Рис. 2.25. Финансовый сектор Армении, активы, 2005-2016гг..

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Согласно классической теории, первостепенной задачей финансовой системы является эффективное и оптимальное перераспределение финансовых ресурсов в экономике, что, в свою очередь, подразумевает наличие тесной взаимосвязи между реальным и финансовыми секторами.

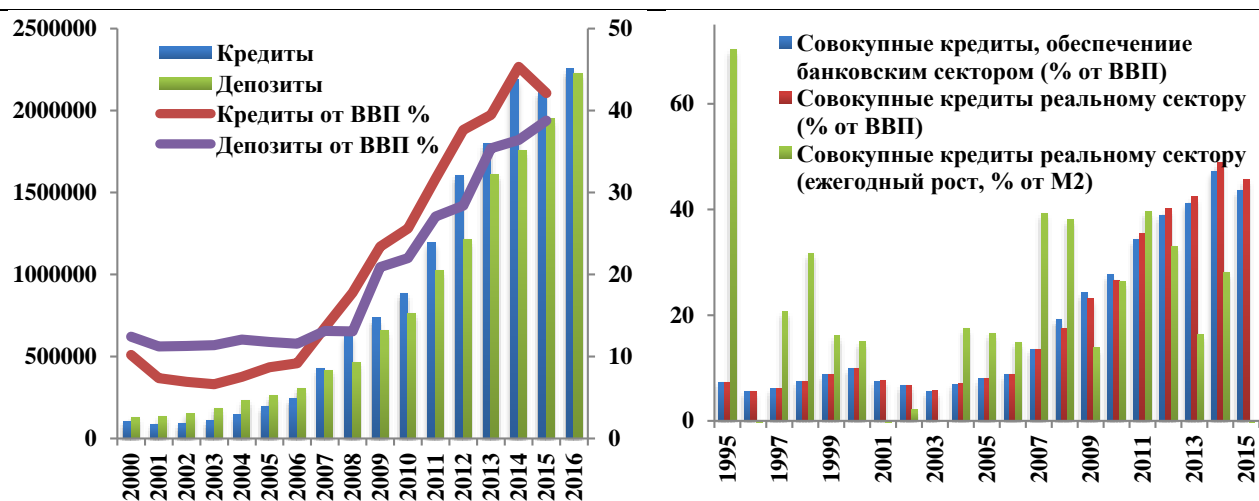


Рис. 2.26 . Кредитные и депозитные вложения Банковской системы РА, 2000-2016гг..

Рис. 2.27. Основные источники финансирования реального сектора в РА, , 2000-2015гг..

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2017 (WDI)) - <http://data.worldbank.org>

С этой точки зрения финансовая система Армении практически не выполняет свою основную задачу. Участие финансового сектора (в данном случае банковского сегмента) в реальном секторе незначительно (см. рис. 2.27). Хотя стоит отметить, что за последние пять лет наблюдается серьезный рост участия банков в финансировании реального сектора. Так, по состоянию на 2017 год доля совокупных кредитов в ВВП Армении, обеспеченных банковским сектором составила около 45%, что, тем не менее, является одним из самых низких показателей в странах Евразийского пространства, и даже в регионе Южного Кавказа. Стоит также отметить, что замедление темпов экономического роста за последние годы в Армении, а значит сокращение общего валового продукта, также арифметически отразилось на увеличении доли участия банковского сектора в экономике страны.

Учитывая мировые тенденции, когда в среднем по миру совокупные кредиты, обеспеченные банковской системой в % от ВВП составляют 149,4%<sup>253</sup> (см. рис. 2.28), те незначительные цифры, которые демонстрирует банковская система Армении не могут считаться эффективными.

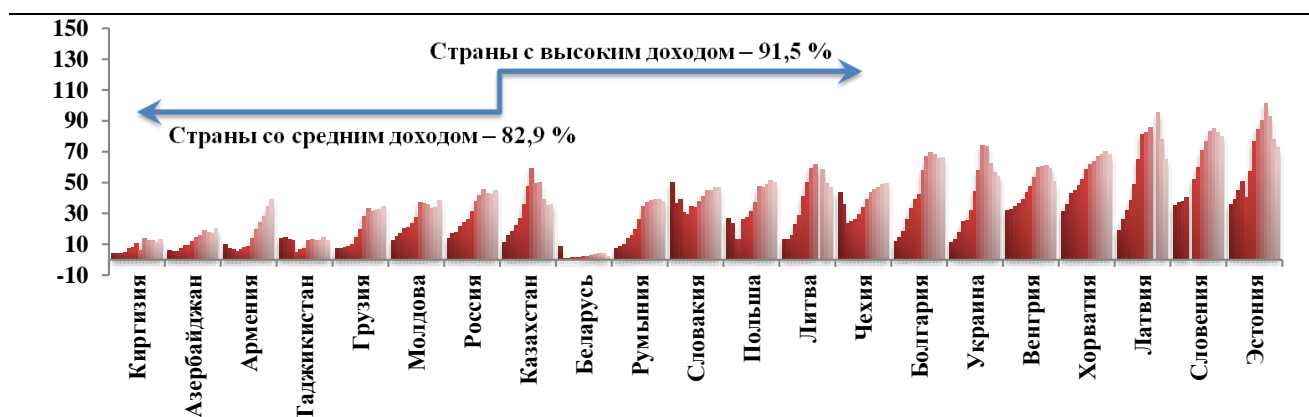


Рис. 2.28 Совокупные кредиты, обеспеченные банковским сектором, % от ВВП (2000-2015гг.)  
 Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2017 (WDI)) - <http://data.worldbank.org>

Более того, показатель участия банковской системы в реальном секторе в странах с низким доходом составляет значение в два раза больше, чем в Армении, а именно 47,6%<sup>254</sup> по состоянию на 2013г. Не говоря уже о странах со средним и высоким доходом, где данный показатель несравненно выше (82,9%<sup>255</sup> и 91,5%<sup>256</sup> соответственно).

<sup>253</sup> Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2017 (WDI)) - <http://data.worldbank.org>

<sup>254</sup> Источник: там же.

<sup>255</sup> Источник: там же.

<sup>256</sup> Источник: там же.

Довольно веской причиной такой ситуации, помимо общей макроэкономической нестабильности, можно считать высокую стоимость кредита (см. рис. 2.29). Процентные ставки по кредитам практически на всем постсоветском пространстве достаточно высоки, и тем самым мало способствуют развитию бизнес среды в экономике.

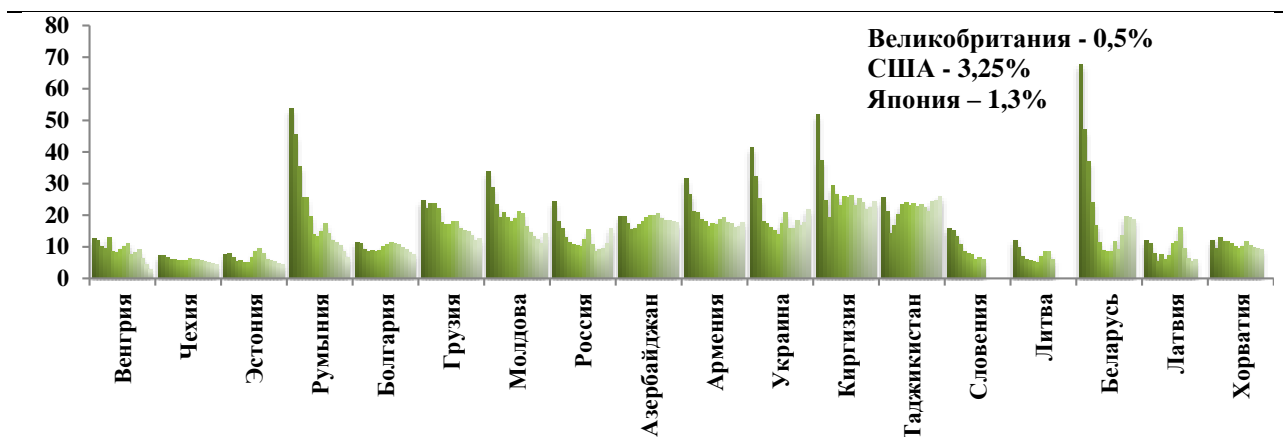


Рис. 2.29 Стоимость кредита, 2000-2015гг..

Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2017 (WDI)) - <http://data.worldbank.org>

Средняя процентная ставка по кредитам по состоянию на 2015г. примерно в 10 раз превышает тот же показатель по развитым странам.

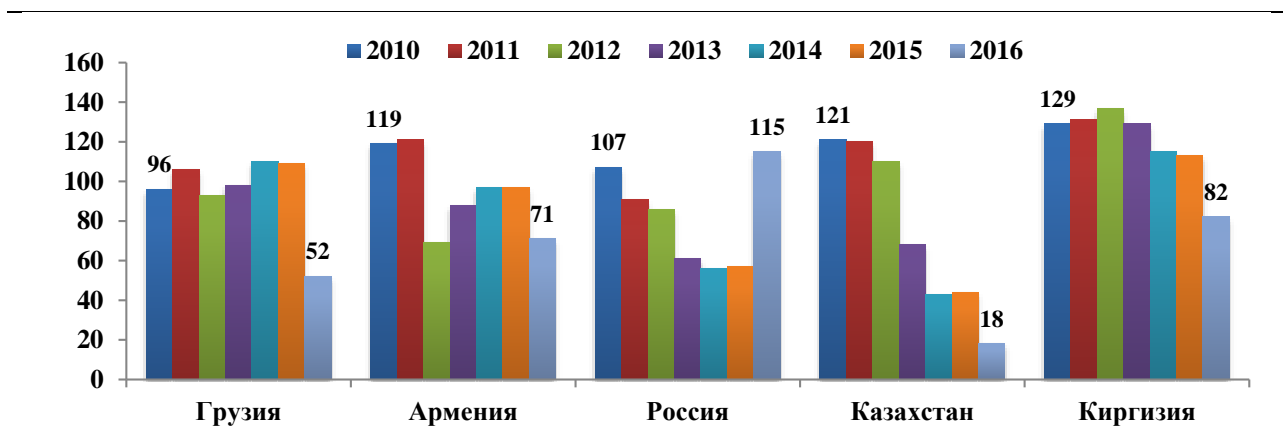


Рис. 2.30. Доступность ссуд (Ease of access to loans).

Источник: База данных Мирового Экономического Форума - <https://www.weforum.org>

Одной из причин указанной проблемы можно считать достаточно слабые позиции Армении по показателю доступности ссуд. Согласно отчету о конкурентоспособности стран мира Армения по данному показателю занимала в 2016г. 71 место<sup>257</sup>.

<sup>257</sup> The Global Competitiveness Report 2016–2017 -

Следствием сказанного выше становится замедление темпов экономического роста в стране, отсутствие реальной возможности для развития бизнеса и многие, многие другие проблемы.

Такому положению дел способствует также и структура кредитования со стороны банковской системы по секторам экономики. Как мы можем видеть на рисунке 2.31, ключевые отрасли, которые должны стать локомотивом экономического роста не финансируются со стороны банковского сектора в достаточной мере.

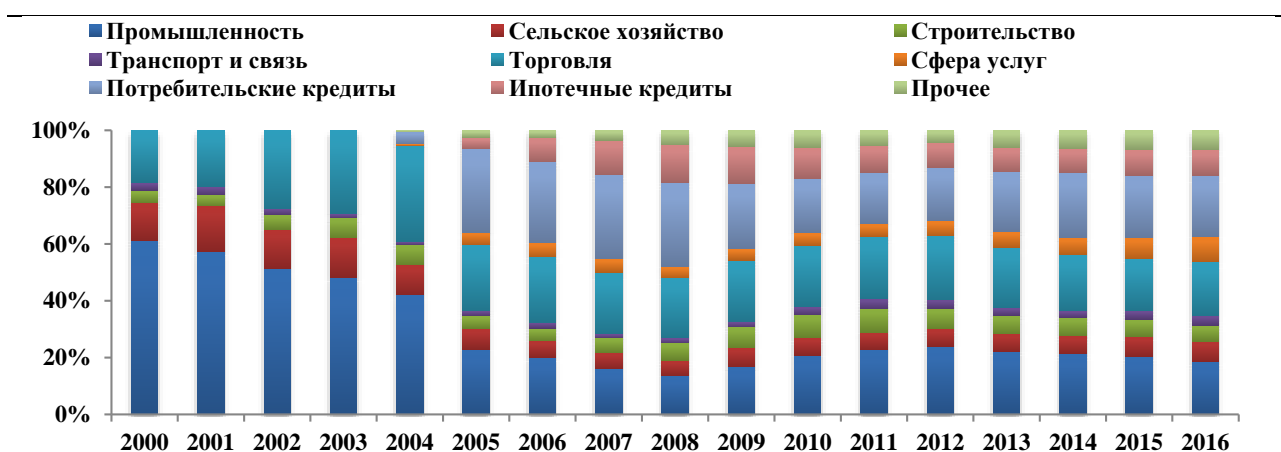


Рис. 2.31. Структура кредитования со стороны банковской системы по секторам экономики, 200-2016гг.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Как и многие развивающиеся рынки, экономика Армении характеризуется высокой степенью долларизации. В начале переходного периода Армения пережила колоссальный спад ВВП и период гиперинфляции, которая достигла 5273%-ов в 1994 году<sup>258</sup>. Следствием первых лет независимости РА неизбежно стало резкое увеличение уровня бедности в стране, а также потеря доверия к национальной валюте, что, безусловно, способствовало увеличению уровня долларизации. В результате, с точки зрения Центрального Банка, контроль над инфляцией стал в определенной степени самоцелью, а не решением существующих задач.

Динамика уровня долларизации указывает на то, что, несмотря на значительное укрепление национальной валюты за период 2003-2008гг., доверия к национальной денежной единице не прибавилось. Население все еще продолжает хранить имеющиеся

<https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2016-2017-1>

<sup>258</sup> Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>



сбережения в иностранной валюте, о чем говорит динамика долларизации срочных депозитов в банковской системе.

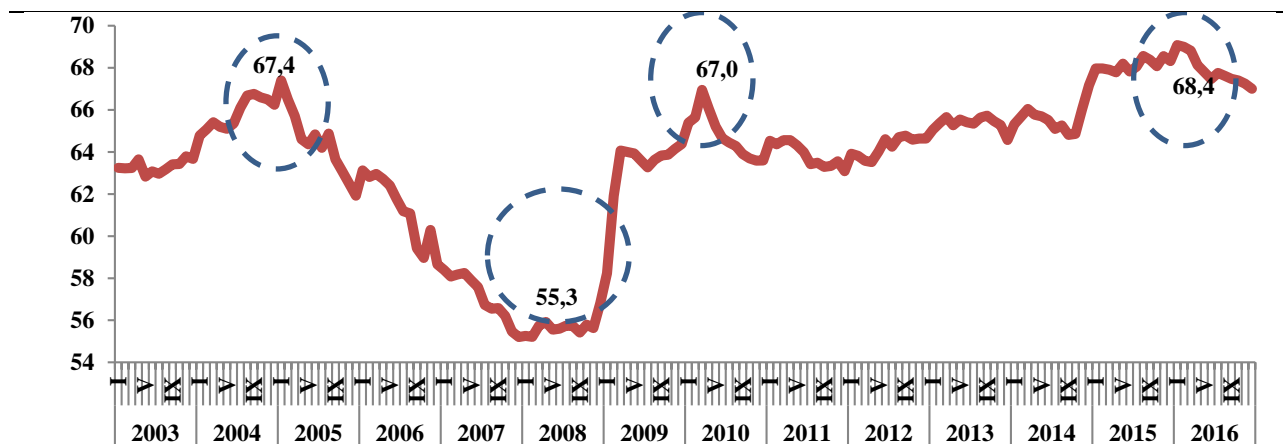


Рис. 2.32. Долларизация денежной массы РА, 2003-2016гг., ежемесячно, %\*.

Источник: Рассчитано автором с использованием базы данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

\* На рисунке выделены I, V и IX месяцы.

Очевидно, что высокий уровень долларизации является одним из значительных негативных факторов с точки зрения эффективности денежно-кредитной политики, и тем самым, способствует повышенному инфляционному давлению в экономике. Усилия со стороны Центрального Банка по укреплению обменного курса национальной валюты привели к некоторым положительным результатам в области борьбы с долларизацией. Так, по состоянию на конец 2008г. уровень долларизации денежной массы составил 55,3% (см. рис. 2.32).

Однако наступивший мировой финансовый кризис и фактически отсутствие доверия населения к деятельности ЦБ РА и к национальной денежной единице привели к тому, что уже в середине 2009г. уровень долларизации денежного предложения в Армении составил 67%.

Таким образом, некорректная политика «денежных властей» привела к значительной потере доверия со стороны населения к национальной валюте. Такая ситуация, ко всему прочему, является существенным препятствием для эффективного осуществления денежно-кредитной политики.

Согласно некоторым исследователям, существует ряд других причин, способствующих повышению уровня долларизации<sup>259</sup>. К одному из таких факторов относят высокие темпы инфляции, которые имеют значительное влияние на решение населения по поводу хранения сбережений в той или иной валюте.

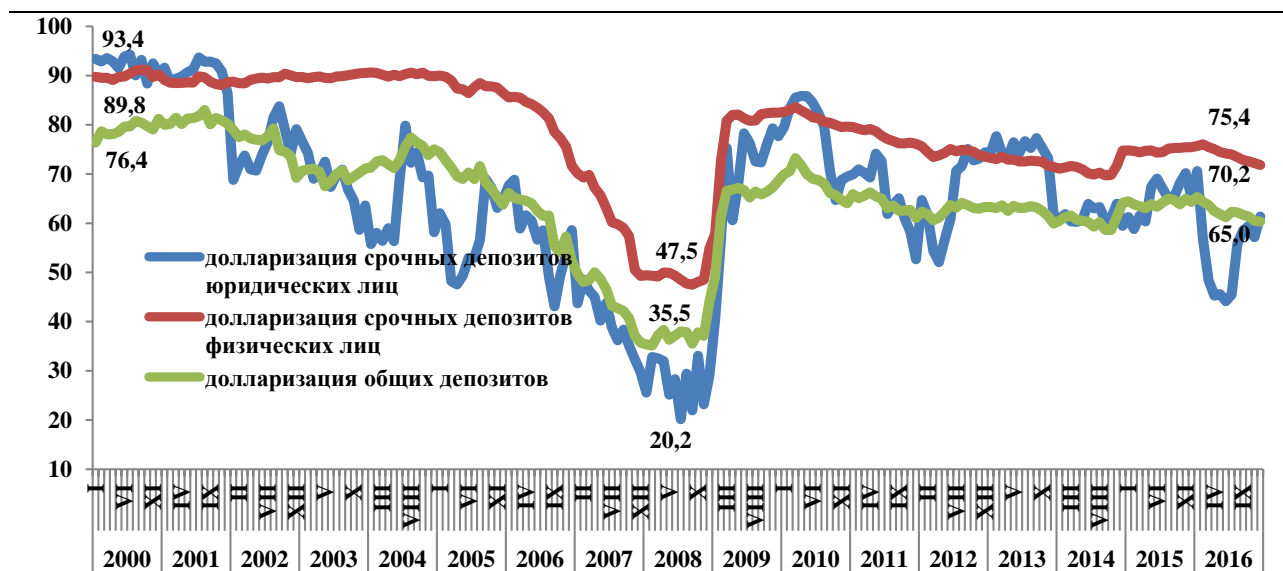


Рис. 2.33. Долларизация банковской системы РА, 2000-2016гг., ежемесячно, %\*.

Источник: Рассчитано автором с использованием базы данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

\* На рисунке выделены I, VI и IX месяцы.

Однако, проведенные в работе исследования доказывают, что уровень долларизации и индекс потребительских цен не коррелируют<sup>260</sup>. Таким образом, если согласно теории высокие темпы роста цен сопровождаются расширением долларовой массы, то на практике, в экономике Армении мы наблюдаем несколько иную картину. В 2008 году, среднегодовая инфляция в Армении составила 9%-ов, что за последние 10 лет представляет собой наивысшей показатель, а уровень долларизации, наоборот, упал в среднем с 70%-ов до 30-и. Вместе с тем, в Армении темпы изменений объема иностранной валюты в банковской системе и темпы изменения цен не находятся в прямой зависимости друг от друга.

Другой фактор относится к реальной процентной ставке, когда сберегая средства в иностранной валюте, основной целью выступает стремление сохранить покупательную

<sup>259</sup> См. например: Головин М.Ю. Долларизация в переходных экономиках России и стран Центральной и Восточной Европы ... М.: Вершина, 2003. - 251с.

<sup>260</sup> См. Подробнее: Восканян М.А., Манукян Д.Э. 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.)[отв. за вып. М.В.Фёдоров, Э.В. Пешина, В.П. Иваницкий]. – Екатеринбург: Изд-во Урал. гос. эк. ун-та, 2011. – Секция 4. Пространственные формы организации государственно-частного партнерства. – 201с. – Ст. 48-52.;

способность денег и их норму доходности. Обращаясь к опыту Армении, необходимо отметить, что с 2000-го года процентные ставки по депозитам в национальной и в иностранной валюте почти приравнялись. Опыт некоторых стран показывает <sup>261</sup>, что, обеспечивая высокий спрэд между процентными ставками, можно существенным образом повлиять на долларизацию.

Поскольку ставки на депозиты в разных валютах в Армении практически равны, то однозначный вывод относительно влияния процентной политики банка на решения вкладчиков сделать невозможно. Во всяком случае, по представленным данным, видно, что в 2000-ом году, а также в 2003-ем году, процентные ставки на депозиты в национальной валюте повысились, что не оказало влияния на уровень долларизации, который остался неизменным. Таким образом, ни фактический спрэд процентных ставок, ни фактическая инфляция в Армении не оказывают существенного влияния на уровень долларизации.

Наконец, среди факторов, имеющих существенное влияние на уровень долларизации необходимо отметить валютный курс, который в условиях Армении является одним из основных факторов, влияющий на решения вкладчиков.

Динамика изменений валютного курса и долларизации в течение достаточно долгого периода в Армении носила стабильный характер. Период с 1995-ого по 1998 годы характеризуется обесцениванием драма, которое сопровождалось увеличением доходности депозитов в иностранной валюте, что в будущем обусловило высокий уровень долларизации в экономике.

Процесс обесценения национальной валюты способствовал увеличению ожиданий на будущие периоды. С 1998-ого по 2003 год, драм обесценивался более медленными темпами, но долларизация инерционно увеличивалась, составив 80%-ов от общих банковских вкладов. В 2003-ом году драм начал резко укрепляться в силу некоторых причин, но долларизация продолжала повышаться еще в течение одного года, после чего, опасения насчет потери покупательной способности доллара способствовали понижению долларизации. Долларизация банковских вкладов в 2008 году упала до 35%-ов. Однако, резкое обесценение драма привело к такому же резкому увеличению уровня долларизации, что было обусловлено двумя основными факторами: полным отсутствием доверия вкладчиков к армянскому драму и к политике ЦБ РА, а также ожиданиями, связанными с обесценением драма.

---

<sup>261</sup> В частности, Турция активно использовала данный рычаг стимулирования притока депозитов в национальной валюте.

Обобщая вышесказанное относительно проблемы долларизации в Армении, можно сформулировать следующие выводы:

1. Основной причиной долларизации в Армении и в других странах с переходной экономикой стали неуспешные реформы переходного периода, что сделало экономику Армении одной из самых нестабильных в мире (Армения пережила колоссальный спад ВВП, гиперинфляцию, а валютный курс стал неконтролируемым).

2. Повышение уровня цен является одним из факторов долларизации. Высокие и непредсказуемые цены влекут за собой повышение уровня долларизации. В Армении, изменения цен и динамика долларовых депозитов абсолютно не коррелированы между собой. Несмотря на фактическое значение индекса цен, инфляционные ожидания населения высоки, из-за полного отсутствия доверия к денежно-кредитным органам ЦБ РА.

3. В банковской системе Армении процентная ставка на депозиты в национальной валюте выше процентной ставки на депозиты в иностранной валюте. Но спрэд является маленьким, что никак не влияет на решения населения. Маленький спрэд и полное отсутствие доверия к национальной валюте, делают такой инструмент по дедолларизации как процентная ставка, неэффективным.

4. Колебания валютного курса являются основным фактором долларизации в Армении. Укрепление драма за последние несколько лет способствовало снижению долларизации банковских депозитов, но, в связи с тем, что динамика обменного курса является очень нестабильной и непредсказуемой, население продолжает отдавать предпочтение иностранной валюте (девальвация драма больше чем на 20%-ов в 2009 году повысила долларизацию до уровня 2001 года, когда курс составлял 550 драмов за 1 доллар США).

5. Основными инструментами по дедолларизации в Армении являются установление лимита на валютную позицию и ставка резервирования депозитов банковской системы РА. Данные методы являются неэффективными в силу некоторых причин. Во-первых, манипуляция ставкой резервирования, направленная на повышение спроса на драм, всего лишь искусственным образом создает кратковременный спрос. Во-вторых, несмотря на жесткие ограничения валютной позиции банков, высокий валютный риск все равно присутствует в банковской системе, так как валютная политика ЦБ не ведется комплексным и систематичным образом, а также подвержена политическому вмешательству.

6. Отсутствие необходимых эффективных инструментов операций и вмешательства ЦБ на рынке, неконтролируемые инфляционные ожидания населения, полное отсутствие

доверия к национальной валюте, искажение рыночных сигналов превращают попытки дедолларизации в хаотичный и бессмысленный процесс.

Таким образом, путь к дедолларизации в Армении лежит через процесс обеспечения стабильности национальной валюты и инфляции в течение долгого времени, и отнюдь не в осуществлении административных методов жесткого регулирования банковского сектора.

Наконец, обобщая выводы по общему развитию банковского сектора Армении, с точки зрения ее эффективности как одного из основных элементов трансмиссионного механизма, можно сказать, что несмотря на значительное доминирование банковского сегмента в общей финансовой системе, проблемы, которые присущи сегодня банковской системе Армении, не позволяют монетарному регулированию использовать в полной мере каналы трансмиссии, проходящие через данный сегмент. Степень развитости, и стабильность банковского сектора, все еще не обеспечивают эффективную работу трансмиссионных каналов, поскольку, наряду с отмеченными факторами, необходима также высокая связь между банковским и реальным секторами экономики, низкий уровень долларизации и т.д..

#### ***Фондовая биржа РА NASDAQ OMX***

Рынок капитала играет одну из самых значительных ролей в формировании и достижении высоких и устойчивых темпов экономического развития. С другой стороны, Фондовый рынок является одним из основных элементов финансовой системы, который позволяет Центральному Банку посредством импульсов через трансмиссионный механизм, в краткосрочной перспективе воздействовать на денежное предложение.

Основным показателем, характеризующим степень развитости рынка капитала считается капитализация рынка. Говорить о высоких показателях этого сектора в развивающихся странах не приходится.

Вместе с тем, в странах с переходной экономикой этот показатель значительно ниже, чем мы можем наблюдать в развитых странах. Более того, в некоторых рассмотренных странах, к которым можно отнести и Армению, показатель капитализации рынка в процентах к ВВП ниже чем, скажем, в среднем по странам, входящих в группу «ниже среднего дохода» (66%). Отметим, что в странах с высоким доходом этот показатель составляет 98,4% от ВВП, а в странах со средним доходом – 73%.

Слабые позиции финансового сектора Армении в большей части кроются в совершенно не развитом фондовом рынке (см. рис. 2.34). Достаточно сказать, что

максимальный уровень капитализации рынка был достигнут в 2009г. и составил 1,6% от ВВП<sup>262</sup>. Уровень монетизации по состоянию на 2013 год составил 37% от ВВП<sup>263</sup>.

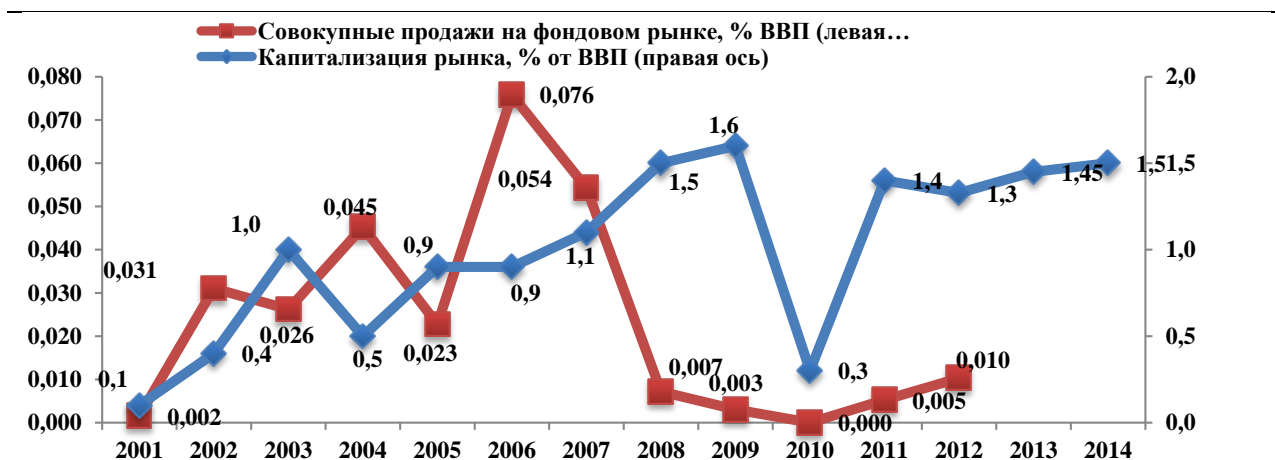


Рис. 2.34. Показатели фондового рынка Армении, 2001-2014гг.

Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2017 (WDI)) - <http://data.worldbank.org>

Еще одним аспектом, характеризующим степень развития финансового рынка, является количество компаний, эмитирующих ценные бумаги для обращения на вторичном рынке. Количество эмитентов в Армении существенно сократилось в 2006 году. Так, если в 2005 году в Армении насчитывалось 198 эмитентов, то в 2006 году их количество сократилось до 35 и непрерывно сокращалось, а в 2010 году их количество сократилось до минимального уровня - 2. В Армении количество эмитентов постоянно снижалось, снизившись от 80 в 2000 году до 6 в 2004 году. В следующем году их количество достигло 8, после чего повысилось до 10 в 2007 году, однако данное увеличение долго не продлилось и, спустя год, количество эмитентов опять снизилось до 8.

Неутешительна динамика количества сделок на фондовой бирже Армении, а также объемы торгов за весь период существования фондовой биржи в Армении. Как мы можем видеть на рисунке 2.35, количество сделок, реализуемых на фондовой бирже Армении неуклонно снижалось. С входом на рынок капитала Армении Nasdaq OMX, требования к листингу ужесточились, что привело к более резкому сокращению активности на фондовой бирже.

<sup>262</sup> Источник: База данных Армянской Фондовой Биржи Nasdaq Omx - <https://nasdaqomx.am/>

<sup>263</sup> Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI)) - <http://data.worldbank.org>



Рис. 2.35. Количество сделок и объем торгов на фондовой бирже Армении, 2001-2015гг..

Источник: База данных Армянской Фондовой Биржи Nasdaq Omx - <https://nasdaqomx.am/>

Как мы можем видеть, на рисунке 2.35 доминирующие позиции на фондовой бирже Армении занимают сделки с валютой. Таким образом, остальные сегменты финансового рынка практически не развиты. Ясно, что такой уровень развития финансового рынка не позволяет использовать в достаточной мере потенциал портфельных инвестиций в экономику.

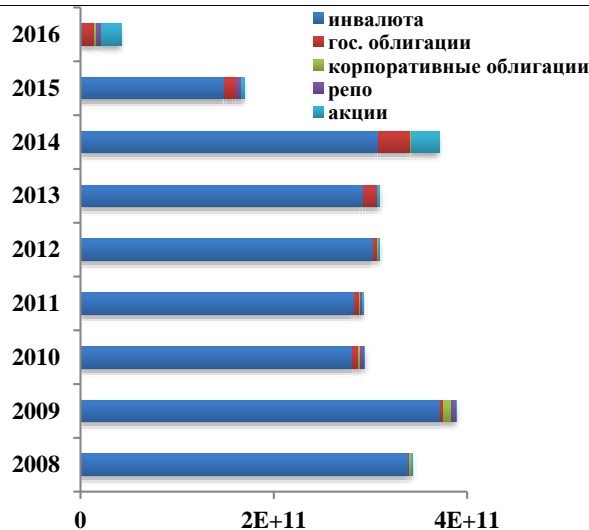


Рис. 2.36. Структура сделок на фондовой бирже РА (без кредитных ресурсов), млн. драм., 2008-2016гг.

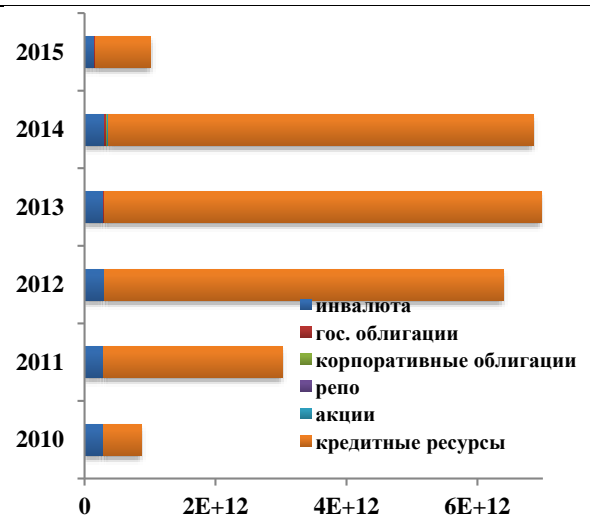


Рис. 2.37. Структура сделок на фондовой бирже РА, млн. драм., 2010-2016гг.

Источник: База данных Армянской Фондовой Биржи Nasdaq Omx - <https://nasdaqomx.am/>

Однако, если включить в структуру сделок на фондовой бирже РА также и кредитные ресурсы, становится очевидным незначительная доля объемов сделок на фондовой бирже по отношению к общей финансовой системе Армении. Таким образом, рынок капитала в

Армении не выполняет свою основную функцию по аккумулярованию избыточных финансовых ресурсов и перераспределению ее в реальный сектор экономики с целью достижения качественного экономического роста.

Вместе с тем, ограниченность фондового рынка с точки зрения операций на рынке ценных бумаг фактически лишает Центральный Банк РА одного из самых эффективных инструментов воздействия на денежный рынок, особенно в условиях таргетирования инфляции и необходимости краткосрочных корректировок волатильности денежного рынка. Единственным инструментом воздействия на денежный рынок является и остается по сей день валютная политика, посредством валютных интервенций. Учитывая долю валютного рынка в общей структуре Фондового рынка, а также как будет впоследствии рассмотрена активность Центрального Банка РА на валютном рынке, можно сказать, что «денежные власти» сосредоточены на именно этом элементе воздействия на денежный рынок.

### **Страховая система РА**

Как известно, институт страхования жизни является одним из эффективных источников аккумулярования «длинных денег» в экономике. Страховой сектор важен также с точки зрения регулирования рисков в различных сферах экономики. Наконец, страховая система, как элемент финансовой системы в целом, также может быть частью трансмиссионного механизма денежно-кредитного регулирования.

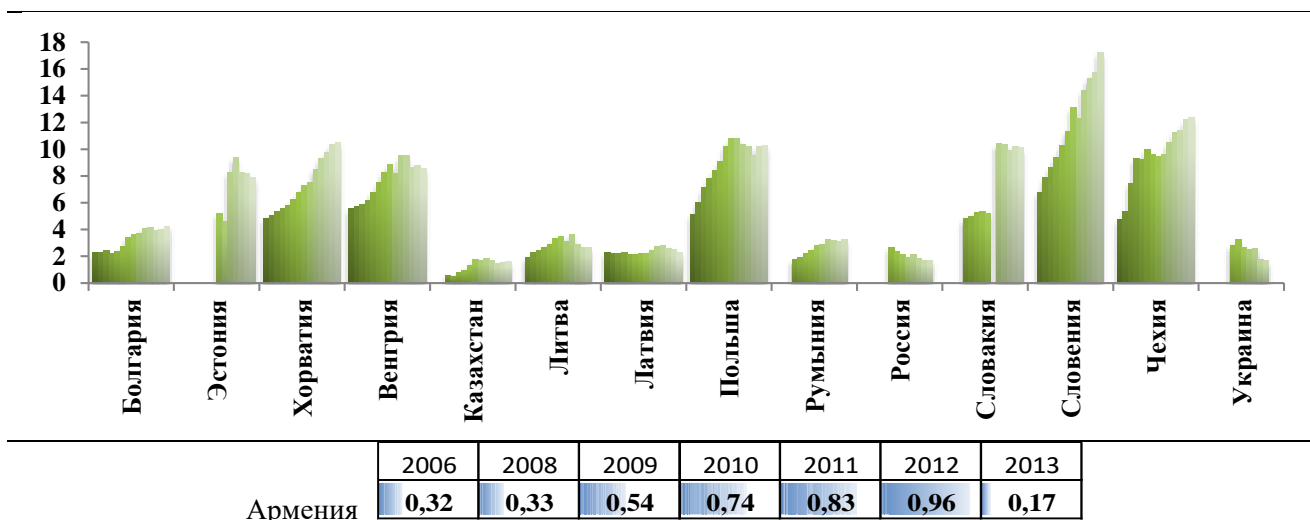


Рис. 2.38. Активы страхового сектора, в % от ВВП (2000-2013гг.)

Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2017 (WDI) - <http://data.worldbank.org>)

Однако, в Армении страховой сектор развит недостаточно. Сравнивая средние показатели по странам постсоветского периода можно заключить, что страховой сектор



Армении не занимает серьезных позиций в финансовой системе. По состоянию на 2009г. активы страхового сектора Армении составляют чуть больше 0,5% от ВВП страны, тогда как в среднем по рассмотренным на рисунке 2. 38 странам, этот показатель варьируется в районе 8-10%.

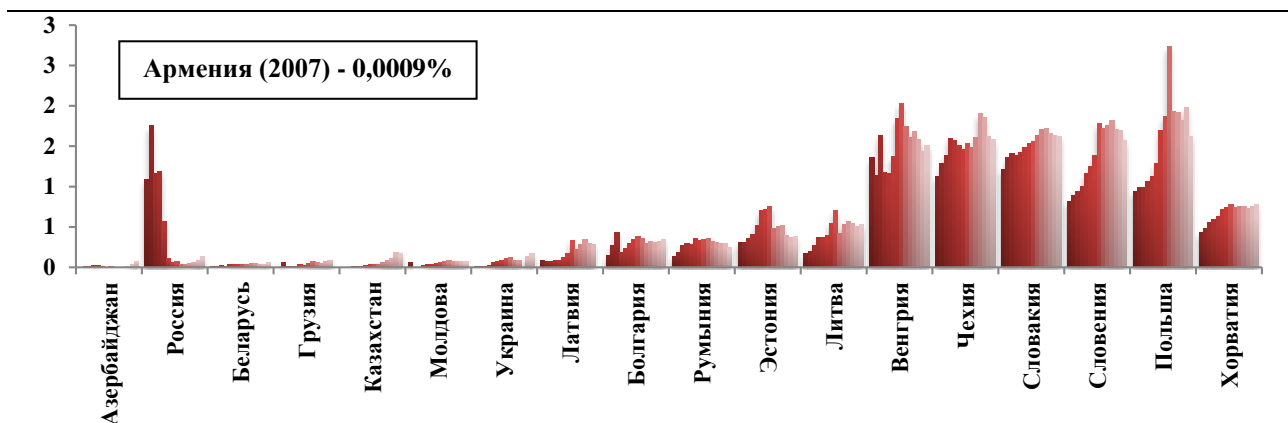


Рис. 2.39. Страхование жизни, премии в % от ВВП (2000-2013гг.)

Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2017 (WDI)) - <http://data.worldbank.org>

При этом страхование жизни, которое является одним из ключевых источников формирования «длинных денег» появилось в Армении только в 2007г. и, по сути, не составляет существенной доли в финансовой системе (см. рис. 2.39).

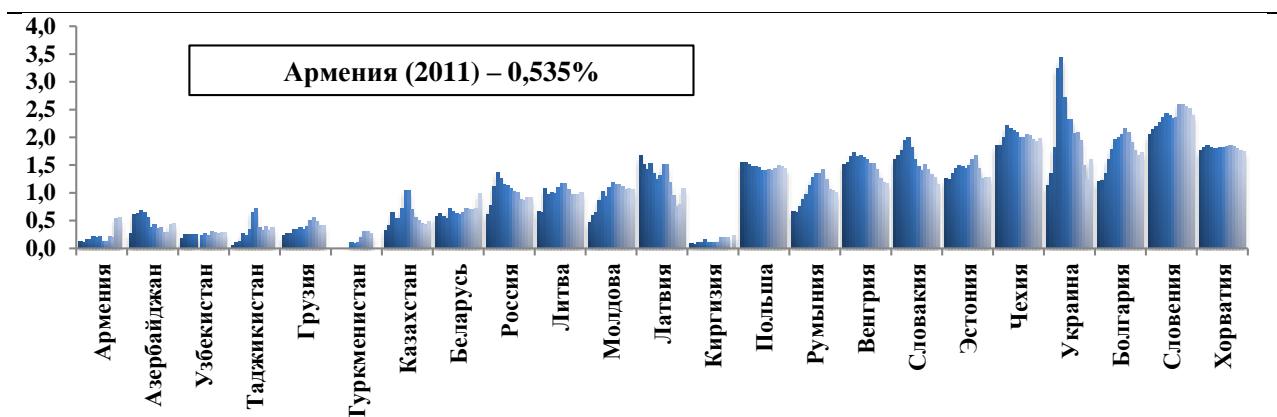


Рис. 2.40. Страхование не жизни, премии в % от ВВП (2000-2013гг.)

Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2017 (WDI)) - <http://data.worldbank.org>

Вместе с тем, показатели развития остальных видов страхования также указывают на несостоятельность страхового рынка в Армении (см. рис. 2.40).

Основные показатели развития страхового рынка указывают некоторый рост в течение последних нескольких лет (см. рис. 2.41). Безусловно, одной из основных причин такого роста можно считать введение обязательного страхования автогражданской ответственности. Однако, с точки зрения нераспределенной прибыли, роста не наблюдается.

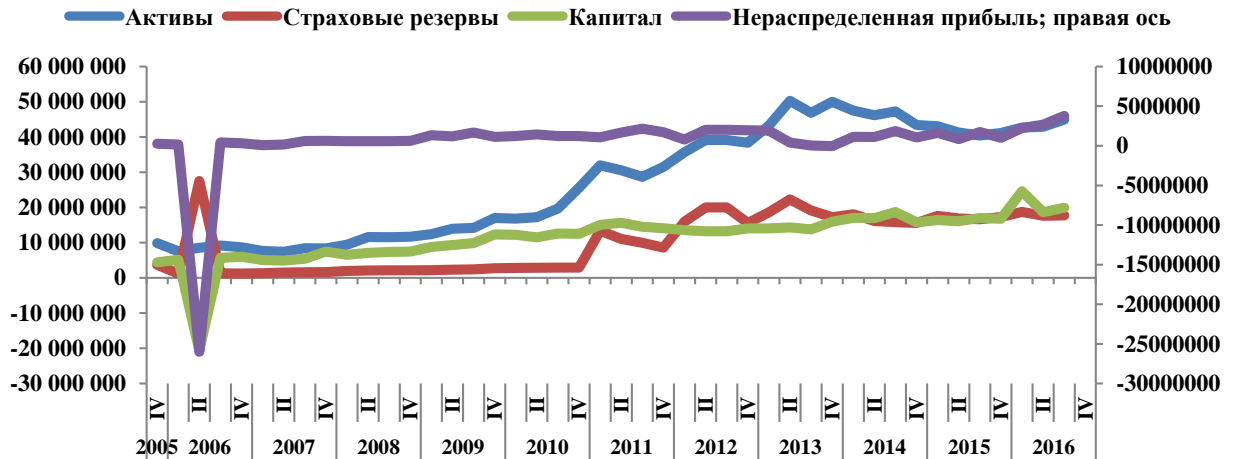


Рис. 2.41. Показатели страхового рынка (тыс. драмов), 2005-2016 гг., ежеквартально\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

\* На рисунке выделены II и IV кварталы.

Динамика страховых премий также не указывает на существенный рост страховой системы Армении. После введения автогражданской ответственности, совокупные страховые выплаты выросли, однако, как мы можем наблюдать на рисунке 2.42, динамика характеризуется трендом на снижение.

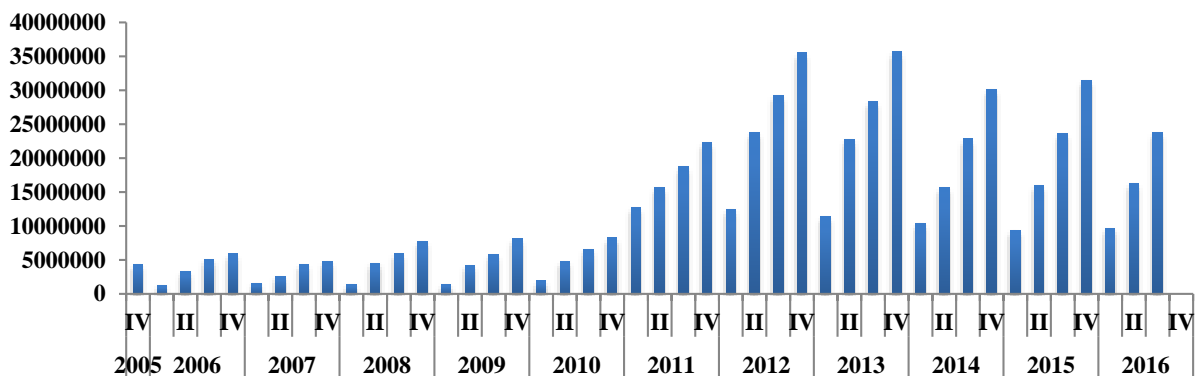


Рис. 2.42. Страховые выплаты (тыс. драмов), 2005-2016 гг., ежеквартально.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

\* На рисунке выделены II и IV кварталы.

Эта тенденция подтверждается также отсутствием роста количества страховых полисов за последние пять лет (см. рис. 2.43).

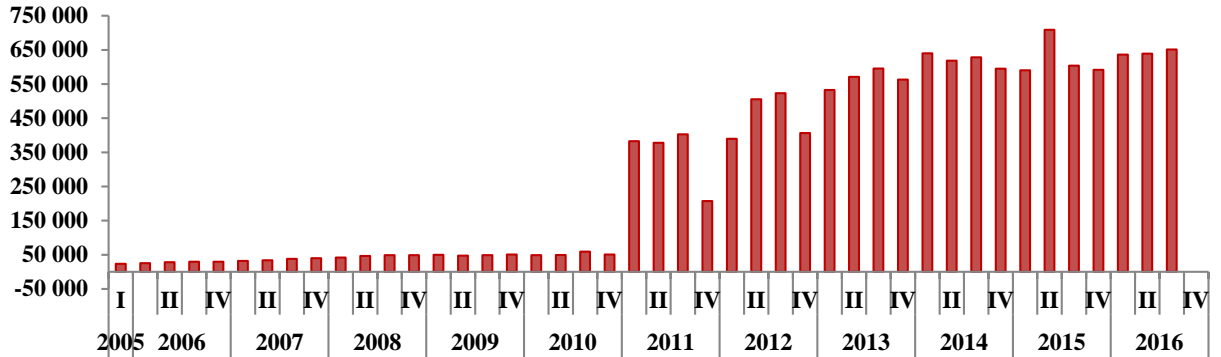


Рис. 2.43. Количество страховых полисов, 2005-2016 гг., ежеквартально.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

\* На рисунке выделены II и IV кварталы.

Так же как и в банковской системе, в страховом сегменте наблюдается сокращение компаний (см. рис. 2.43). Такое сокращение, опять же связано с ужесточением требований со стороны Центрального Банка РА к объему и адекватности капитала, введением более жестких мер по надзору. В результате, последние годы в страховом сегменте финансовой системы Армении наблюдается усиление концентрации рынка (см. рис. 2.44-2.45).

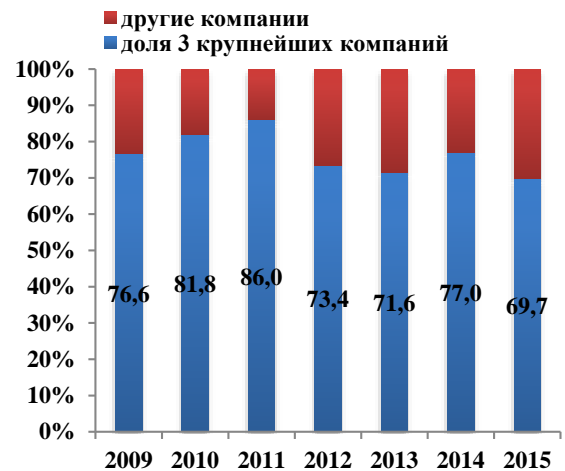
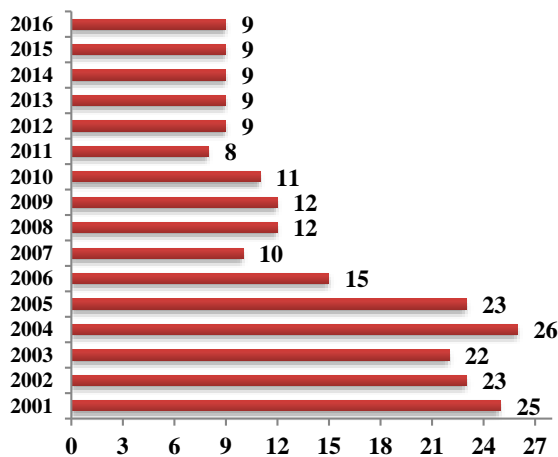


Рис. 2.44. Число лицензированных страховых компаний в РА, 2001-2016гг.

Рис. 2.45. Доля активов 3 крупнейших компаний на страховом рынке РА в 2009-2015 гг.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Причем, концентрация рынка особенно явно заметна именно с точки зрения общего капитала, а затем уже участия компаний на рынке страховых услуг. Безусловно, также как и в случае в банковском секторе, укрупнение компаний в страховой системе будет вести к удорожанию, а также к снижению качества соответствующих услуг.

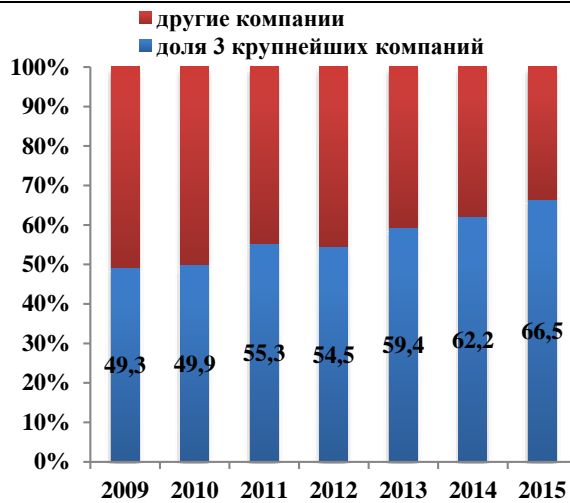


Рис. 2.46. Доля обязательств 3 крупнейших компаний на страховом рынке РА в 2009-2015 гг.

Рис. 2.47. Доля общего капитала 3 крупнейших компаний на страховом рынке РА в 2009-2015 гг.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

На рисунках 2.48 и 2.49 представлены показатели крупнейших страховых компаний Армении. Как мы можем видеть, явные лидеры ярко выделяются на фоне остальных компаний.

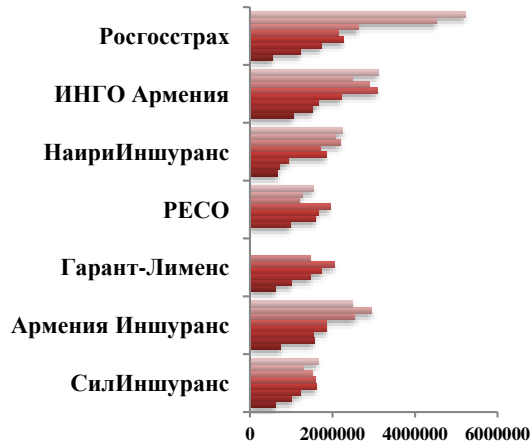
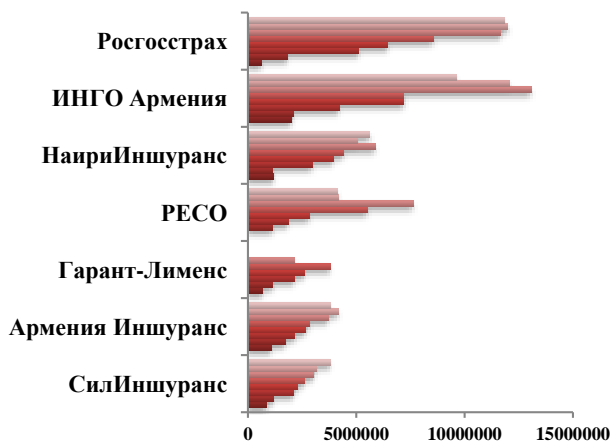


Рис. 2.48. Активы страховых компаний РА, млн. др., 2008-2015гг.

Рис. 2.49. Общий капитал страховых компаний РА, млн. др., 2008-2015гг.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Итак, в целом, общий обзор страховой системы Армении указывает на низкую степень ее развития, а значит бесполезность с точки зрения трансмиссионного механизма в процессе реализации денежно-кредитного регулирования.

### ***Кредитные организации***

Доля кредитных организаций в общей финансовой системе Армении за последние годы значительно возросла. Однако, так же как и в случае с банковским сектором, кредитные организации с точки зрения трансмиссионного механизма не обеспечивают эффективную передачу импульсов со стороны Центрального Банка в реальный сектор.

Динамика балансовых показателей кредитных организаций также указывает на существенный рост (см. рис. 2.50). Причем интересно, что наибольший рост наблюдается в посткризисный период, особенно в последние четыре года. Такой рост в условиях кризиса говорит о дефиците финансовых ресурсов в реальном секторе, что частично стало причиной замедления темпов экономического роста.

Важно также отметить целевую направленность кредитных вложений со стороны кредитных организаций. Учитывая, то что, что в целом эти кредитные вложения носят краткосрочный характер и отражаются на совокупном спросе лишь посредством косвенного воздействия, сложно считать увеличение объемов кредитования со стороны кредитных организаций положительной тенденцией.



Рис. 2.50. Основные балансовые показатели кредитных организаций РА (тыс. драмов), 2006-2016 гг., ежемесячно\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

\*На рисунке выделены VI и XII месяцы.

Обратим внимание также на динамику нераспределенной прибыли кредитных организаций (см. рис. 2.51). Здесь рост наблюдается лишь последние два года.

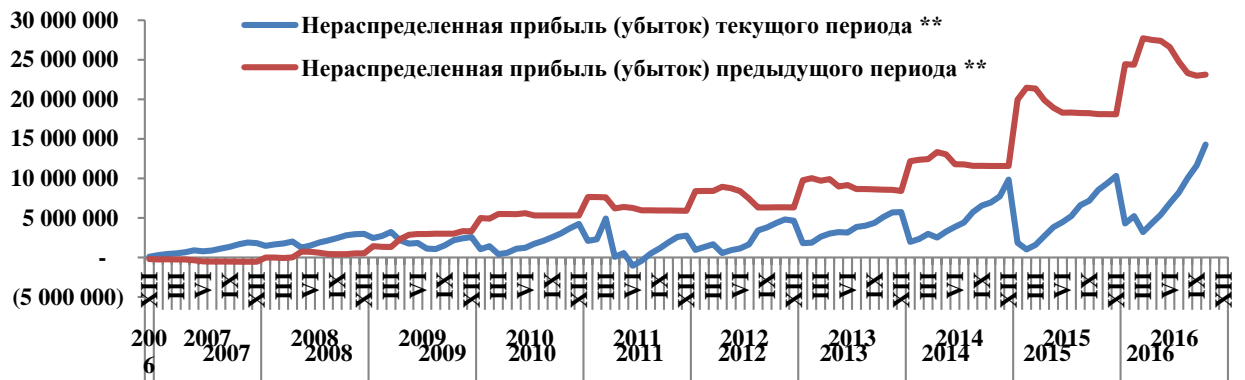


Рис. 2.51. Нераспределенная прибыль кредитных организаций РА, (тыс. драмов), 2006-2016 гг., ежемесячно.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Примечание: \* ежемесячные данные; \*\* нарастающий

\*На рисунке выделены IV, VIII и XII месяцы.

Таким образом, выделенные выше факторы препятствуют развитию системы институтов финансового посредничества в Армении и, вместе с тем, указывают и обуславливают необходимость пересмотра политики Центрального Банка РА по развитию финансовой системы Армении. Прежде всего следует пересмотреть доминирующую позицию банковского сегмента в общей финансовой системе. При этом, на взгляд автора не следует сокращать роль банковской системы, а напротив увеличивать роль и участие других институтов финансового посредничества в финансовой системе и реальном секторе страны. В том числе и с целью повышения эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитного регулирования.

Отметим, что за последние несколько лет реформы со стороны центрального банка направлены на развитие небанковских институтов финансового сектора. Так, в частности, были предприняты попытки стимулировать развитие фондовой биржи, а также выпуск и размещение ценных бумаг со стороны банковского сектора. Так фактически, банковские институты были допущены к участию в Фондовой бирже, однако, как показал опыт мирового финансового кризиса, такая позиция в области банковского надзора может привести в существенным рискам и в определенных случаях и краху некоторых банков. Тем не менее, стоит отметить, что в принципе до сегодняшнего дня на Фондовой Бирже Армении особой активности не наблюдается, что было показано выше в работе.

Со стороны «денежных властей» предпринимаются определенные попытки по развитию страхового сегмента финансовой системы Армении. В частности, с целью развития этого сектора было принято обязательное страхование автогражданской ответственности,

что значительно повысило доходы страховых компаний. В будущем также планируется введение обязательного медицинского страхования.

Таким образом, все перечисленные выше реформы пока не возымели существенного успеха. Финансовая система Армении до сих пор находится на низкой ступени развития и не обеспечивает своих основных функций. Кроме того, в условиях замедления темпов экономического роста, обусловленного затянувшейся рецессией после 2008г. в Армении существенно снизился уровень кредитования, наблюдалась очень высокая нестабильность на валютном рынке, и, в то же время, стагнация на фондовой бирже. Осуществляемые реформы замедлились в своей реализации. Обобщая вышесказанное, следует отметить, что если ситуация кардинально не изменится в положительную сторону, то это, в первую очередь, еще более губительно скажется на экономическом развитии всей страны в целом.

Вместе с тем, на данном этапе, наши исследования показывают, что у Центрального Банка Армении достаточно узкий выбор каналов трансмиссии монетарного регулирования, которые фактически сводятся к двум основным каналам: процентному и валютному. Дальше в работе будет представлен более подробный анализ воздействия основных инструментов на денежный рынок и инфляцию. Однако уже сейчас можно сказать, что ограниченность развития институтов финансового посредничества не позволяет в полной мере реализовывать инфляционное таргетирование.

Ключевые каналы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики ЦБ Армении, посредством которых Центральный Банк имеет возможность воздействовать на инфляционный фон, представлены на схеме 2.1.

Как мы можем видеть, «Используя валютный канал, то есть валютные интервенции, денежные власти могут в определенной степени воздействовать на уровень инфляции. Монетарный канал позволяет, посредством регулирования денежных агрегатов, снижать инфляционное давление. Наконец, канал процентной ставки, в некоторой степени, позволяет денежным властям достигать целевого ориентира – установленного уровня инфляции. Обратим внимание на то, что канал процентной ставки в Армении работает только с точки зрения банковской системы. Наряду с этим, канал инфляционных ожиданий не обладает сильным влиянием на реальный сектор, что становится серьезным препятствием на пути эффективной политики таргетирования инфляции»<sup>264</sup>.

---

<sup>264</sup> Там же



Схема 2.1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики Армении<sup>265</sup>.

Источник: разработано автором

Примечание: пунктирной линией отмечены неработающие каналы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Армении.

Таким образом, возможность денежно-кредитного регулирования ограничивается эффективностью лишь двух каналов трансмиссионного механизма, что является значительным фактором, препятствующим фактической реализации инфляционного таргетирования.

И поскольку, инфляционное таргетирование, предполагает в первую очередь, наличие в качестве основного инструмента денежно-кредитной политики процентную ставку, то степень эффективности эластичности реального сектора к изменениям процентной ставки будет определяться эффективностью самой монетарной политики. Следовательно: во-первых, необходимо развивать связующие звенья между банковской системой и реальным сектором; и, во-вторых – развивать другие, небанковские институты финансового посредничества.

<sup>265</sup> См. подробнее: Восканян М.А. Трансмиссионный механизм монетарной политики Армении в условиях инфляционного таргетирования. Сборник научных трудов «Информационные технологии и управление» (6), «Энциклопедия – Арменика», Ереван, 2007



С другой стороны, буквально с самого начала реализации таргетирования инфляции, ЦБ РА осуществляет жесткую валютную политику. В результате, укрепление обменного курса национальной валюты, характеризующееся нерыночными факторами, привело к существенным негативным последствиям. Причем, наряду с тем, что жесткое валютное регулирование привело в существенному сдерживанию роста денежного предложения и был урегулирован в определенной степени инфляционный фон в экономике, нельзя не отметить, что все это вкупе также негативно отразилось на экономическом росте страны (например, по линии потерь от экспорта), а значит повлияло на общее благосостояние населения. При этом, как показал проведенный выше в главе анализ, говорить об успешности и эффективности реализации инфляционного таргетирования со стороны ЦБ РА не приходится.

Таким образом, анализ, проведенный в данной главе, показал, что на сегодняшний день, денежно-кредитная политика Армении не может в полной мере претендовать на реализацию инфляционного таргетирования в качестве режима монетарного регулирования. В сложившейся ситуации, автору более целесообразным представляется признать несостоятельность реализуемой политики инфляционного таргетирования со стороны ЦБ РА и объявить о переходном этапе, который бы позволил проводить более прозрачную и понятную для реального сектора политику, а также не загонял бы «денежные власти» в ловушку инфляционного таргетирования, обусловленную обязательствами Центрального Банка по достижению низких темпов инфляции любой ценой. Кроме того, такой подход позволил бы Центральному банку более открыто использовать валютное регулирование в процессе реализации денежно-кредитной политики.

Наконец, пересмотр целевого ориентира позволил бы обеспечить более высокие темпы экономического роста, что в условиях замедления темпов экономического роста в период после мирового финансового кризиса еще более актуально.

## ГЛАВА 3.

### ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ В АРМЕНИИ<sup>266</sup>

Итак, по результатам исследования, проведенного в предыдущей главе становится ясно, что в условиях экономики Армении осуществлять политику инфляционного таргетирования достаточно нереалистично. При этом, выше было доказано, что реализуемая доньше политика со стороны Центрального банка РА сводилась скорее к имитации таргетирования инфляции, как минимум в силу отсутствия достаточно эффективного трансмиссионного механизма монетарной политики, что, в свою очередь, обусловлено низкой степенью развития финансовой системы и институтов финансового посредничества.

Таким образом, все монетарное регулирование в Армении, как минимум последние десять лет, сводится к валютному регулированию. В рамках данной главы автор ставит целью представить аргументы, подтверждающие жесткую валютную политику со стороны ЦБ РА, рассмотреть последствия такого жесткого регулирования под ракурсом валютных кризисов, которые произошли последние восемь лет, а также представить свое видение относительно возможности валютной интеграции в рамках ЕАЭС.

#### **3.1. Валютная политика Армении: проблемы и перспективы**

Как показывает опыт и требует сам режим инфляционного таргетирования, совмещение монетарного регулирования в рамках этой модели с жестким валютным контролем приводит к снижению эффективности денежно-кредитной политики в целом. Исследования показывают, что ни одна из стран, таргетирующих инфляцию, не позволяет серьезного вмешательства на валютный рынок со стороны центрального банка. Наряду с этим, картина в Армении абсолютно обратная. Практически с начала реализации инфляционного таргетирования ЦБ РА начал активное вмешательство на валютный рынок.

Согласно официальной позиции центрального банка основным инструментом денежно-кредитного регулирования в Армении является ставка рефинансирования. Однако, как показывают исследования выше, с момента перехода на таргетирование инфляции, а то и больше лет, все попытки снизить инфляционное давление в экономике посредством

---

<sup>266</sup> См. подробнее: 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. 316. 2011 с. 69-71; Восканян М.А. Валютная политика Армении: миф и реальность. "Евразийский экономический обзор. Eurasian Economic Review", №3/2011, стр. 79-84 (рус. яз.), Стр. 85-89 (англ. яз.)

политики «дорогих денег» не привели к каким либо позитивным результатам. Как правило, ужесточение процентной политики сопровождалось еще большим усилением инфляционного давления. К концу 2008 года ставка рефинансирования достигла 7,75%, в то время как уровень инфляции составил на тот период 11,2%. Через определенный лаг в один-два квартала уровень инфляции несколько снизился, однако этому способствовало не столько действия центрального банка в области процентной политики, сколько общее снижение деловой активности в экономике. Темпы роста ВВП на тот период составили 6,8%, против 13,7% в 2007г. Следующий год ознаменовался беспрецедентным падением темпов экономического роста: -14,4%!

Отметим, что фактически Центральный банк вел жесткую процентную политику в условиях кризиса, и тем самым фактически наносил большой урон экономическому росту. И по большому счету, начиная с 2008 года жесткая политика со стороны Центрального Банка не прекращалась. На протяжении практически всего периода таргетирования инфляции в Армении, ЦБ РА активно вмешивается в валютный рынок, с целью поддержать обменный курс национальной валюты на соответствующем уровне, а также обесценивая его в определенные периоды. Как уже было рассмотрено выше, такая политика обусловлена, прежде всего, отсутствием у «денежных властей» других инструментариев контроля над денежной массой и уровнем цен в экономике.

Итак, ЦБ РА ведет достаточно жесткую и непрозрачную для рыночных субъектов политику на валютном рынке. И поскольку официальная позиция властей по поводу валютной политики в Армении декларирует свободное плавание и естественные причины укрепления обменного курса национальной валюты, то в рамках данного исследования была поставлена цель оценить рыночность механизма формирования обменного курса драма по отношению к доллару США. В рамках данного исследования была поставлена задача рассмотреть основные факторы, воздействующие на формирование обменного курса национальной валюты в Армении, с целью определения степени вмешательства «денежных властей» на валютный рынок.

Основные результаты валютной политики в Армении мы можем наблюдать на рисунке 3.1. Как мы можем наблюдать на рисунке, практически весь рассмотренный период характеризуется стабильностью волатильности обменного курса драма по отношению к доллару, за исключением периода 2003-2008гг. значительного укрепления драма. Период укрепления наиболее интересен, поскольку он должен был сопровождаться, а если быть

точнее, обуславливаясь заметными структурными и качественными изменениями в экономике и формировании экономического роста.

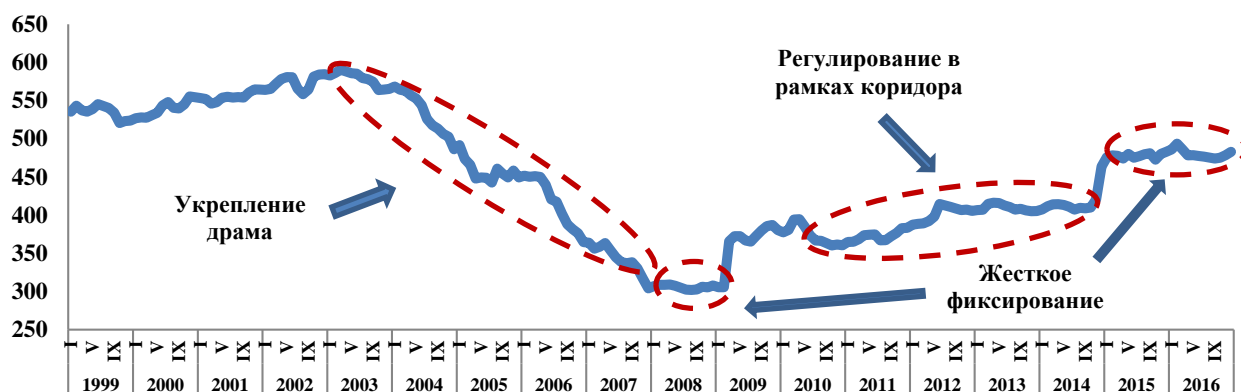


Рис. 3.1. Динамика обменного курса USD\AMD в Армении, 1999-2016гг., ежемесячно\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

\*На рисунке выделены I, V и IX месяцы.

Существует множество факторов, влияющих на валютный курс. В этой связи, ниже представлены некоторые из существенных факторов, которые наиболее взаимосвязаны с волатильностью обменного курса национальной валюты. При этом, с точки зрения малой открытой экономики, в частности, экономики Армении, спектр факторов, которые могут иметь воздействие на формирование обменного курса национальной валюты довольно узок. Учитывая достаточно слабые позиции Армении по линии экспорта, который как правило, является одним из основных каналов притока иностранной валюты в страну, среди остальных значимых каналов притока иностранной валюты можно выделить следующие: прямые иностранные инвестиции, частные денежные трансферты, уровень процентных ставок, а также внешние заимствования государства. Наконец, волатильность на мировых валютных рынках также может иметь воздействие на формирование обменного курса национальной валюты на локальном рынке, особенно в случае Армении, как открытой малой экономики. Рассмотрим эти факторы с точки зрения степени воздействия на формирования обменного курса драма за последние годы.

#### *Состояние торгового баланса страны*

Как известно, состояние платежного баланса имеет непосредственное воздействие на волатильность и величину обменного курса национальной валюты страны. Положительное сальдо платежного баланса ведет к стабилизации валютного курса, и наоборот, отрицательное сальдо ведет в том числе к дестабилизации на валютном рынке. В первую очередь, это касается именно торгового баланса, поскольку экспорт считается наиболее

эффективным способом привлечения иностранной валюты в экономику, особенно с точки зрения долгорочного экономического развития.

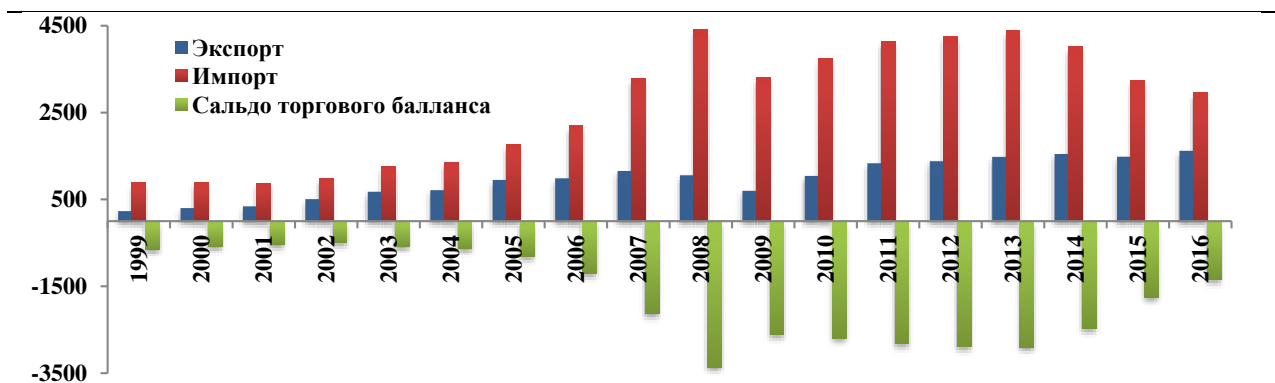


Рис. 3.2. Экспорт и импорт в Армении, 1999-2016гг., в млн. долларах США.

Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2017 (WDI)) - <http://data.worldbank.org>

С точки зрения внешнеторговой деятельности, экономика Армении характеризуется импортоориентированностью, и на протяжении всего периода независимости в торговом балансе преобладает отрицательное сальдо. Причем на протяжении всего периода независимости, импорт не только не преобладал, но и неуклонно рос. Как мы можем видеть на рисунке 3.2, сальдо торгового баланса в Армении характеризуется постоянно отрицательными значениями. Причем, начиная с 2007 г. ситуация с отрицательным сальдо торгового баланса усугублялась.

Очевидно, что причиной такого положения дел являются незначительные темпы роста экспорта, по сравнению с более высокими темпами роста импорта (см. рис. 3.3).

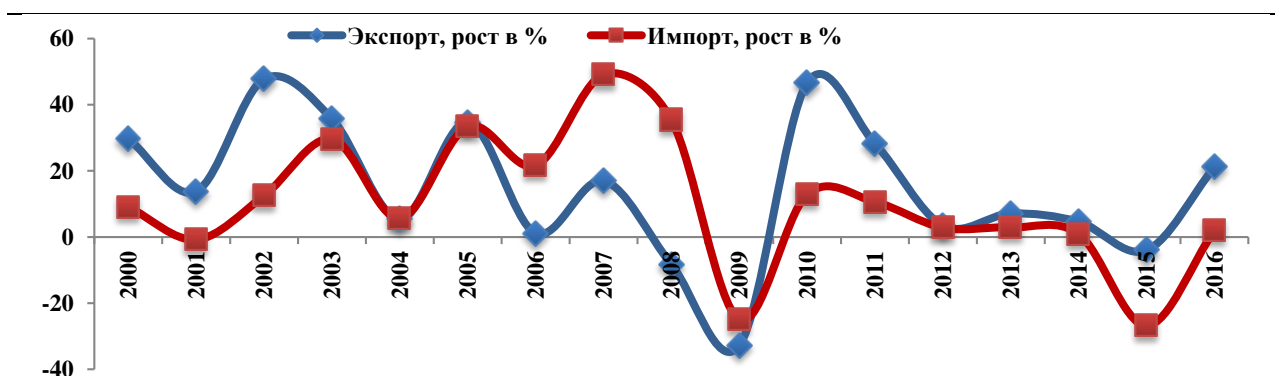


Рис. 3.3. Темпы роста экспорта и импорта в Армении, 2000-2016гг., %.

Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2017 (WDI)) - <http://data.worldbank.org>

Более того, рассматривая долю экспорта и импорта в ВВП Армении, становится ясно, что экспорт играет маловажную роль в формировании валового продукта (см. рис. 3.4). Таким образом, фактически экономический рост Армении в большей степени зависит от импортных позиций, что означает большую зависимость от внешнего мира.

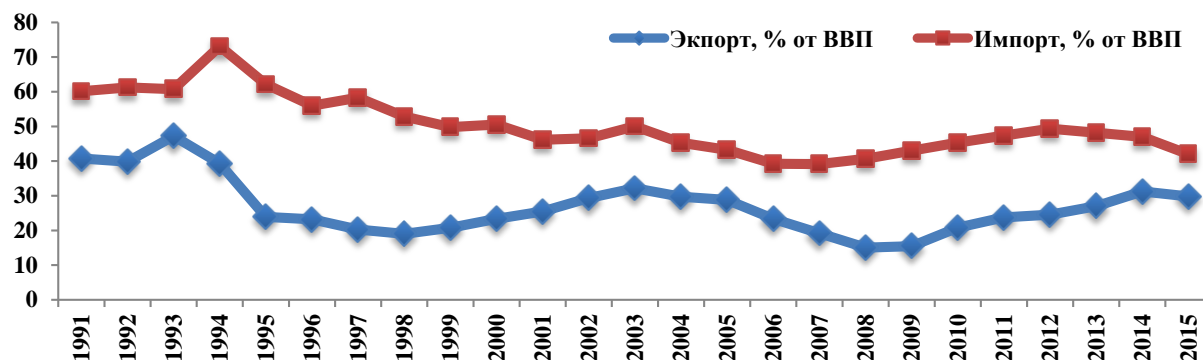


Рис. 3.5. Экспорт и импорт в Армении, % от ВВП, 1991-2015гг..

Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2017 (WDI)) - <http://data.worldbank.org>

Географическая структура экспорта и импорта Армении указывает на сильную зависимость от фактически двух стран – ЕС и России (см. рис. 3.6 - 3.7).

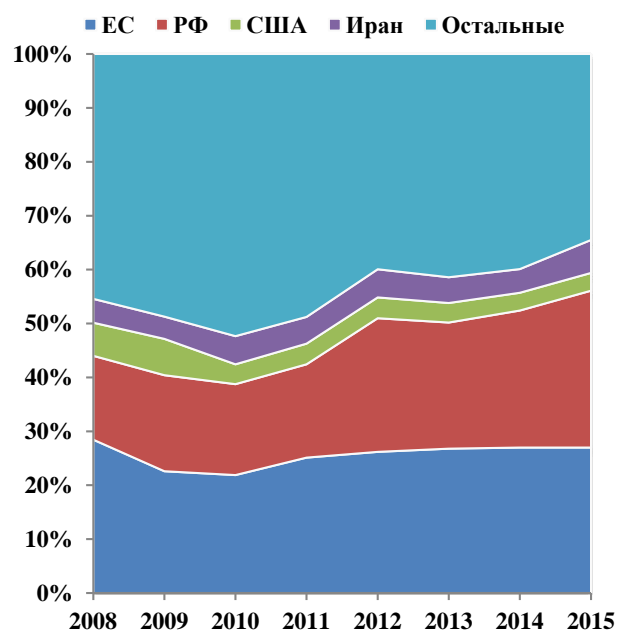


Рис. 3.6. Географическая структура импорта Армении, 2008-2015гг., в млн. долл. США

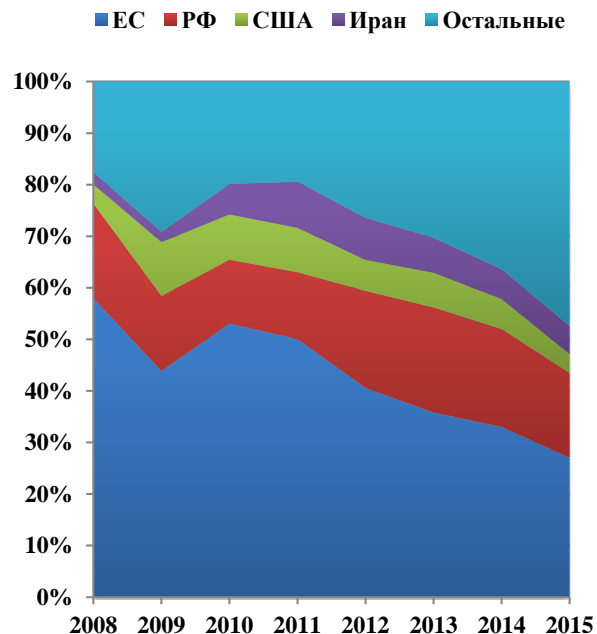


Рис. 3.7. Географическая структура экспорта Армении, 2008-2015гг., в млн. долл. США

Источник: База данных Национальной статистической службы РА – <http://www.armstat.am>

«Достаточно значимую долю в экспорте и импорте Армении имеет Россия. Безусловно, изменения на валютном рынке России отразились также на ценовой конъюнктуре экспортных позиций Армении на рынке РФ, а также на российских импортных товарах. Помимо ценовых колебаний, которые очевидно снизили конкурентоспособность армянских товаров на российском рынке, снижение благосостояния населения в России, не могло не отразиться на внутреннем спросе, что, безусловно, снизило спрос также на импортные товары. Многие армянские товаропроизводители приостановили свой экспорт в Россию в конце ноября, другие значительно сократили его с целью не столкнуться с проблемой возврата места на рынке.

Таким образом, армянские экспортеры несут двойной убыток из-за сокращения объемов экспорта, что в результате приведет к сокращению объемов иностранной валюты в Армению. В итоге, изменения на внутреннем рынке России имеют непосредственное влияние на экономику Армении.

Результатом событий в экономике России отразилось на Армении сокращением потенциального роста, потерь по линии импорта, сокращением совокупного спроса. Усугубляющим фактором можно считать негативные ожидания со стороны населения и экспертного сообщества, что нагнетает инфляционное давление и нестабильность на валютном рынке. Таким образом, макроэкономическая нестабильность в реальном секторе Армении, вызванная экономическим кризисом в российской экономике, привела к нестабильности на денежном и валютном рынках»<sup>267</sup>. Иными словами, учитывая слабые позиции в экспорте, Армения подвержена большим рискам с точки зрения последствий от внутренних рисков в ЕС и РФ. С другой стороны высокая степень импортозависимости делает Армению уязвимой с точки зрения опять же кризисов в этих странах.

#### *Сбережения, инвестиции, отток капитала*

Локомотивом экономического развития страны считаются инвестиции, как внутренние, так и иностранные. С другой стороны, одним из важнейших каналов притока валюты в страну, а значит факторов, имеющих значительное воздействие на формирование обменного курса национальной валюты являются прямые иностранные инвестиции. Вместе с тем, сбережения также могут иметь воздействие на стоимость национальной валюты на рынке, поскольку фактически влияют на спрос и предложение на национальную валюту. Учитывая, что большая часть сбережений аккумулируется, как правило в банковской системе, а выше в работе была представлена динамика уровня долларизации в том числе и сбережений в

---

<sup>267</sup> См. подробнее: Кризисы на валютном рынке Армении: истоки и последствия. Научно-аналитический журнал «Управленец». №2/60, 2016г. Изд. УрГЭУ - С. 97. Стр. 10-15 (РИНЦ, EBSCO PUBLISHING (USA))

банковском секторе, то очевидно, что уровень сбережений и его динамика имеют воздействие на формирование спроса на иностранную валюту в Армении, а значит и на формирование самого курса.

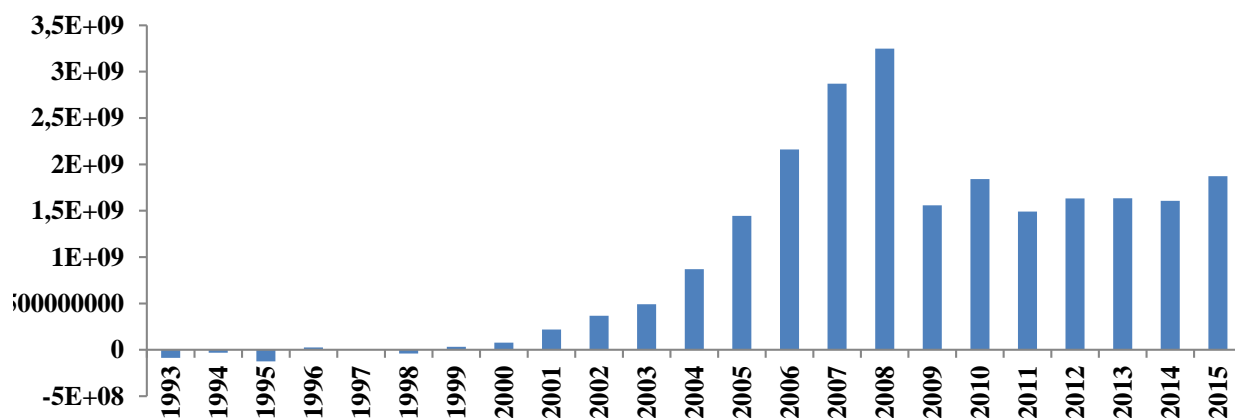


Рис. 3.8. Уровень сбережений в Армении, в млн. долл. США, 1993-2015гг.

Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2017 (WDI) - <http://data.worldbank.org>)

Как мы можем видеть на рисунке 3.8, уровень сбережений в Армении в период с 2004г. по 2008г. неизменно увеличивался. Однако, поскольку в данном случае мы рассматриваем абсолютное выражение внутренних сбережений в долларовом выражении, следует иметь в виду, что в этот период наблюдалось постоянное укрепление обменного курса национальной валюты<sup>268</sup>, что неизбежно несколько искажает радужную картину роста сбережений в экономике.

Тем не менее, наступивший в 2007-2009гг. мировой финансовый кризис, неизбежно коснулся и экономики Армении, в том числе, с точки зрения уровня сбережений. Сократившийся ВВП привел к значительному сокращению уровня сбережений в экономике. Причем в период с 2009г. по настоящее время тенденции роста сбережений в экономике Армении не наблюдается.

<sup>268</sup> Примечание: валютная политика ЦБ РА будет рассмотрена отдельно в последующих параграфах данной работы.



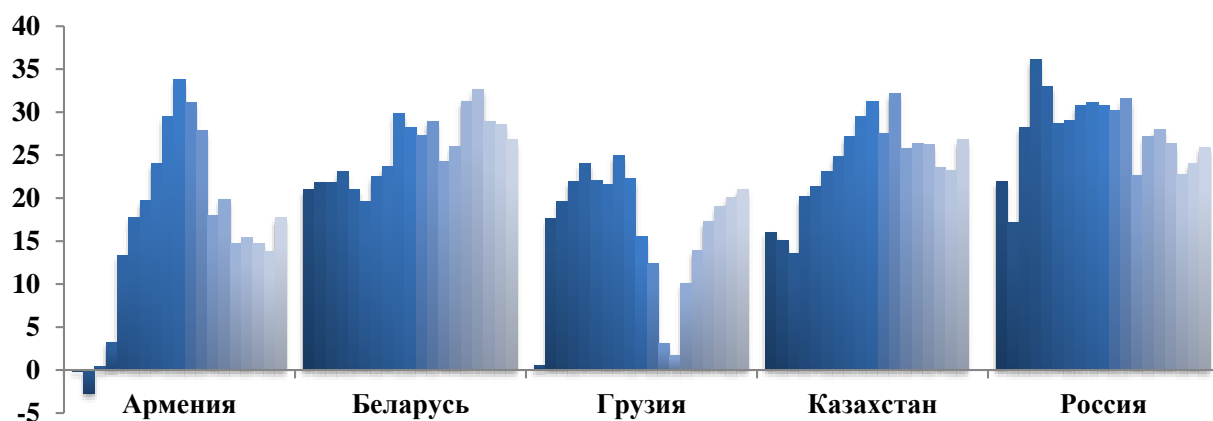


Рис. 3.9. Уровень сбережений, в % от ВВП, , 1997-2015гг.

Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2017 (WDI) - <http://data.worldbank.org>)

Более того, рассматривая долю сбережений в Армении по отношению к ВВП, мы также не наблюдаем положительных тенденций. По состоянию на 2014г. уровень сбережений в Армении составляет чуть больше 10%. Сопоставляя этот показатель с соседними странами, а также со странами ЕАЭС, мы приходим к выводу, что Армения уступает по этому показателю практически всем рассмотренным странам (см. рис. 3.9).

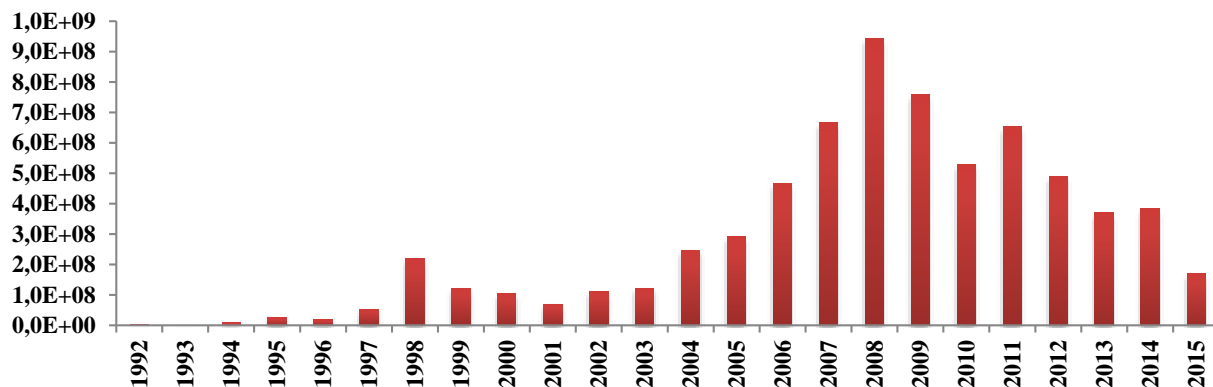


Рис. 3.10. Прямые иностранные инвестиции, чистый приток, млн. долл. США

Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2017 (WDI) - <http://data.worldbank.org>)

Таким образом, внутренние источники экономического развития в Армении недостаточны. Такая ситуация обусловлена высоким уровнем недоверия населения к финансовым институтам в частности, и к общей макроэкономической стабильности в стране, в общем. Следствием стала недостаточная степень развития институтов финансового посредничества, которая не генерирует «длинных денег», и тем самым, не способствует в должной мере устойчивому долгосрочному экономическому росту.

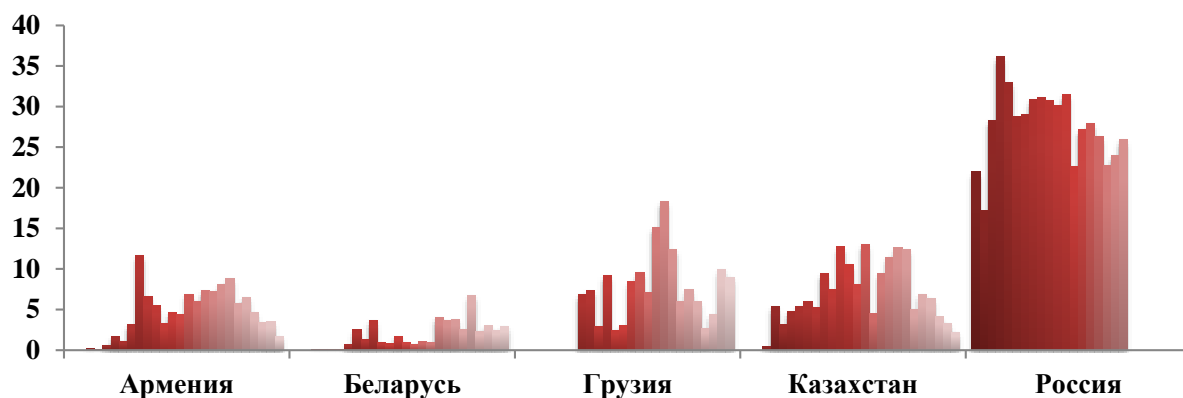


Рис. 3.11. Прямые иностранные инвестиции, чистый приток, в % от ВВП, 1992-2015гг..

Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2017 (WDI) - <http://data.worldbank.org>

Нет источников экономического роста и со стороны иностранных инвестиций. Как мы можем наблюдать на рисунок 3.10, уровень прямых иностранных инвестиций имеет такую же тенденцию, как и внутренние сбережения. Если до 2008г. в экономике Армении наблюдался какой-то рост инвестиций, то после мирового финансового кризиса, прямые иностранные инвестиции характеризуются спадом.

Сопоставление с соседними странами, а также со странами ЕАЭС указывает на то, что Армения находится не на худшей, но и не на лучшей позиции по данному показателю среди рассмотренных стран (см. рис. 3.11).

В довершение, качественный состав структуры прямых иностранных инвестиций, опять же не играет значительной роли в формировании экономического роста, а значит, неэффективен с точки зрения экономического развития.

Интересна также географическая структура прямых иностранных инвестиций в Армении. Доминирующая доля прямых иностранных инвестиций приходится на российские инвестиции - почти 41,4% всех ПИИ, второе мест занимает Франция - 12,2%, на третьей позиции Греция - 6%. Таким образом, с точки зрения источников экономического развития и роли инвестиций в этом процессе, Россия имеет существенное значение для армянской экономики.

Доминирующая часть инвестиций направлена на определенные сектора экономики, а именно: телекоммуникация, горнодобывающая промышленность, энергетика и транспорт. Французские инвестиции более сосредоточены на телекоммуникации и производство бренди. В случае Германии и Аргентины инвестиции представлены одним инвестором в горнодобывающей промышленности и инфраструктуре воздушного транспорта.

Единственная сфера, отличная от ресурсоориентированных, куда направлены сравнительно крупные российские инвестиции - это банковская деятельность.

Таким образом, можно заключить, что Армения не обладает диверсифицированной структурой инвестиционных вложений в экономике, как по секторам, так и в географическом плане. Зависимость от одной или двух стран с точки зрения ПИИ, это большой риск внешних шоков. События последнего года ярко показали последствия такой зависимости.

#### *Частные иностранные денежные трансферты*

Еще одним фактором, который имеет достаточно значимое влияние на формирование обменного курса драма это иностранные денежные трансферты, которые имеют в экономике Армении достаточно важное значение. Разумеется их сокращение во время кризисных периодов имеет определенное влияние на формирование валютного курса в Армении.

Армения, как известно, отличается высоким уровнем денежных трансфертов со стороны многочисленной диаспоры в различных странах. При этом, денежные трансферты формируют значительную часть общих доходов населения, тем самым играют немаловажную роль в формировании уровня благосостояния в стране.

Как мы можем наблюдать на рисунке 3.12, до кризисного 2008г. объем денежных переводов в Армению неуклонно рос, что, безусловно, наряду с положительными эффектами, несло в себе проявления «голландской болезни». Фактически, в начале 2009 года, негативные последствия не заставили себя ждать. Денежные переводы в страну резко сократились, что было обусловлено, в первую очередь, кризисом в странах донорах.

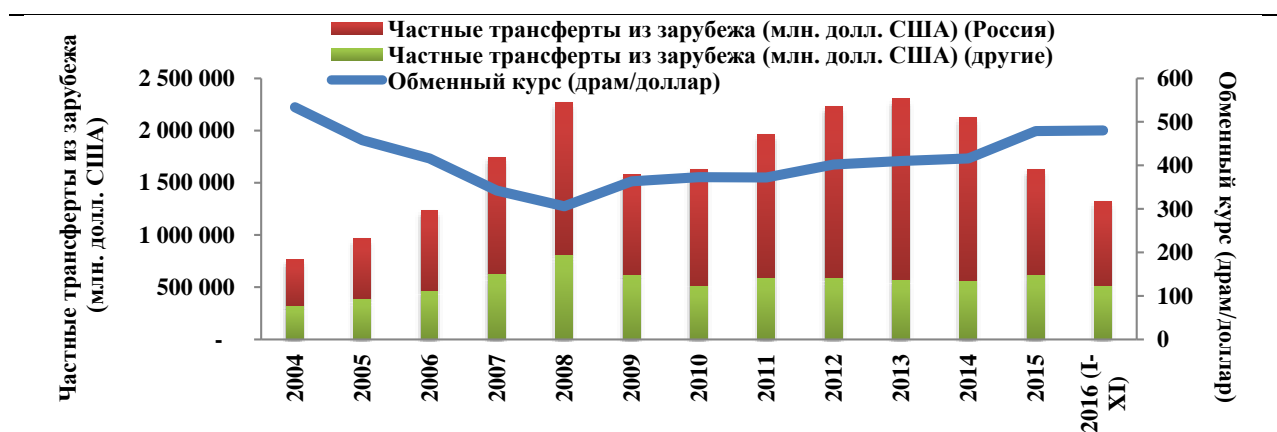


Рис. 3.12. Иностранные денежные трансферты, чистый приток и обменный курс USD\AMD, 2004-2016 (I-XI), млн.долл. США.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Снижение располагаемого дохода в мире привело к снижению уровня денежных трансфертов в экономику Армении. Это, в свою очередь, способствовало снижению

долларовой массы в стране, что, несомненно, не могло отразиться на обменном курсе национальной валюты. И действительно, частные трансферты в 2009 году составили 1 124 млн. долларов<sup>269</sup> против 1 635 млн. долларов в 2008 году. Такое сокращение притока иностранной валюты привело к нестабильности на денежном рынке и вызвало очередной виток инфляционного давления, которое было усилено негативными инфляционными ожиданиями со стороны реального сектора. Еще один период сокращения трансфертов наблюдается в 2014г. и обусловлен в первую очередь кризисной ситуацией в России. Как было показано выше, доминирующая доля иностранных денежных переводов в Армению приходится именно на Россию. Однако, динамика иностранных денежных трансфертов не всегда последовательно отражается на волатильности обменного курса драма, что также говорит об искусственном характере формирования валютного курса в Армении.

При этом, учитывая, что доминирующая доля трансфертов приходится на долю России, и последние события на валютном рынке, внутренние шоки в РФ достаточно сильно сказываются на внутренних шоках в экономике Армении. Весомым аргументом в пользу значения иностранных денежных трансфертов для экономики Армении является их доля в ВВП страны. Как мы можем видеть на рисунке 3.13, в среднем эта доля составляет 20-21% от ВВП. Следовательно, снижение или увеличение иностранных денежных трансфертов не может не сказываться на темпах экономического роста, даже если такое влияние происходит косвенно, через каналы располагаемого дохода и сбережений населения.

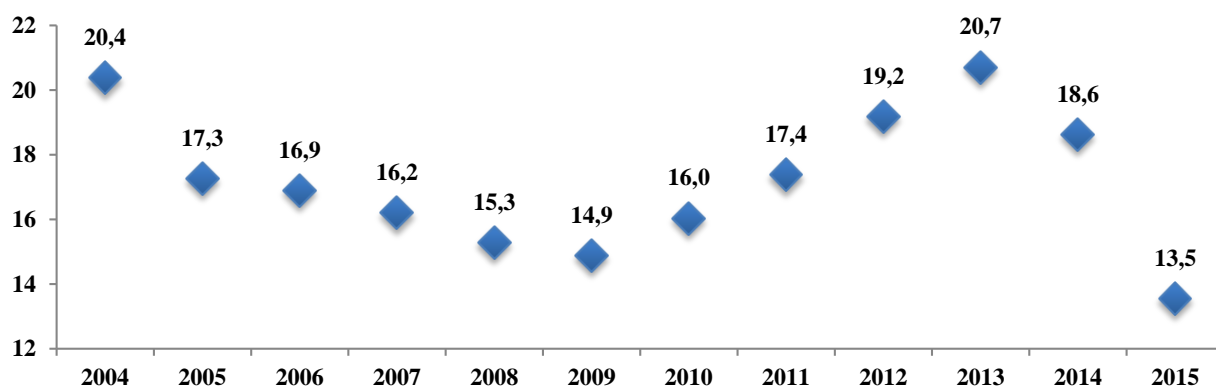


Рис. 3.13. Частные трансферты из зарубежья, % от ВВП, 2004-2015гг.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

<sup>269</sup> Источник: Использованы данные официального сайта Национальной статистической службы Республики Армении. – [www.armstat.am](http://www.armstat.am)

Вместе с тем, результаты регрессионного анализа показали, что влияние трансфертов на валютный курс недостаточно сильно и не имеет того воздействия, которое им приписывается (см. приложение 3). Однако, эти данные в некоторой степени искажены в связи с тем, что невозможно посчитать реальный поток трансфертов в национальную экономику, так как эти трансферты в большей степени не регистрируются со стороны официальных органов управления и поэтому не могут точно отражать сложившуюся ситуацию.

#### *Уровень процентных ставок*

Согласно мировой практике и современной экономической теории, существует прямая зависимость между волатильностью валютного курса и процентными ставками, с увеличением процентных ставок обесценивается валютный курс. При этом, обратная ситуация также справедлива. Это обусловлено тем, что высокие процентные ставки способствуют оттоку капитала из страны, и тем самым ведут к снижению экономического роста, и удорожанию иностранной валюты на национальном валютном рынке. Высокие процентные ставки, как правило, приводят к росту общего инфляционного фона, несмотря, на казалось бы, ужесточение роста денежного предложения. Это связано с тем, что наряду с сокращением денежного предложения, сокращается также и производство, что неизменно ведет к росту цен. Еще одним фактором роста цен в данном случае можно считать также негативные ожидания со стороны населения и реального сектора.

В случае Армении, наши исследования не выявили какой-либо значимой связи между изменениями в процентных ставках и обменным курсом национальной валюты.

Прежде всего отметим, что стоимость кредита в Армении достаточно высока. По состоянию на 2017 год процент по краткосрочным драмовым кредитам для домохозяйств составлял 15,6% и 6,1% по кредитам этой же категории, но в долларах. Та же категория кредитов для нефинансовых компаний составляла 12,9% и 4%. Причем такой высокий спред между процентными ставками в драмовом выражении и в иностранной валюте обусловлен политикой Центрального Банка РА по сдерживанию колебаний на валютном рынке и снижению уровня долларизации населения. Однако как было показано выше, даже такая стимулирующая политика по направлению внутренних сбережений в драмовые вложения не приводит к каким-либо заметным результатам.

Стоимость долгосрочных кредитов также отличается высоким уровнем. На начало 2017 процентная ставка для долгосрочных кредитов в долларом выражении составляла 18,6% для домохозяйств и 15,1% для нефинансовых компаний.

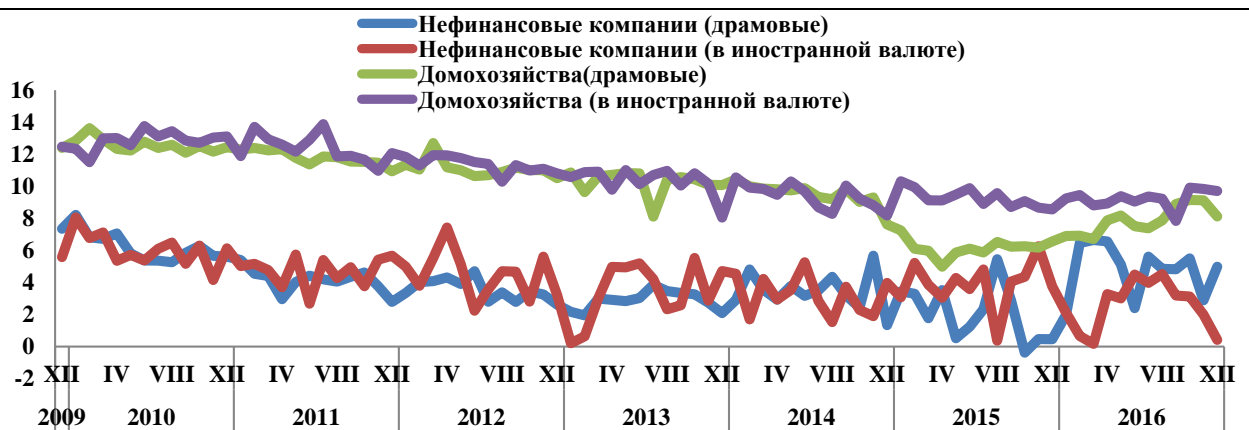


Рис. 3.14. Спрэд процентной ставки (<1 года), 2009-2016гг., ежемесячно\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

\*На рисунке выделены IV, VIII и XII месяцы.

Наряду с этим, показатель спреда между процентными ставками по кредитам и депозитам характеризуется достаточно высокими значениями. Как мы можем видеть на рисунках 3.14 и 3.15, спрэд по процентным ставкам как краткосрочным, так и долгосрочным имеет тенденцию к снижению, однако все еще остается на высоком уровне. Причем, спрэд по процентным ставкам по депозитам и кредитам для домохозяйств составляет 11,6%.

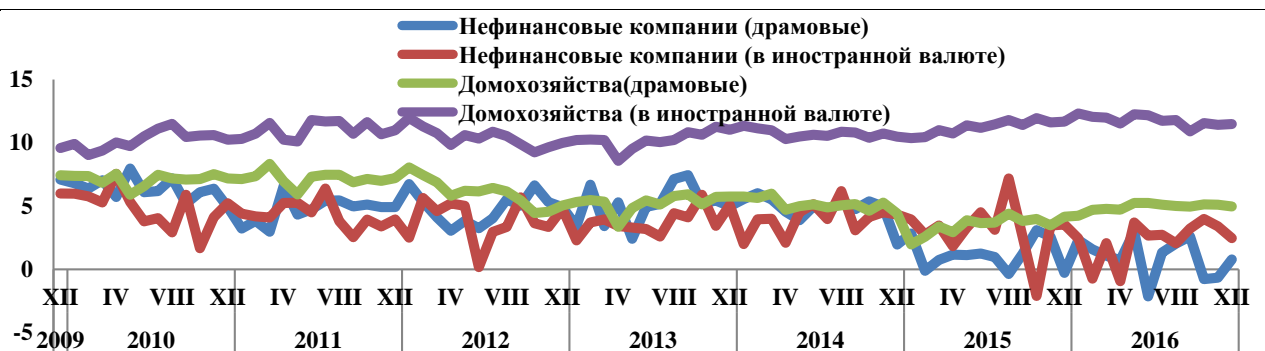


Рис. 3.15. Спрэд процентной ставка (>1 года), 2009-2016гг., ежемесячно\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

\*На рисунке выделены IV, VIII и XII месяцы.

Исследования показывают, что процентные ставки как по депозитам, так и по кредитам в развитых странах снижаются достаточно динамично, в некоторых случаях приближаясь к нулю (например, в Японии, США). Процентные ставки по кредитам имеют

аналогичную с депозитами тенденцию снижения. В отношении развивающихся стран резкое снижение процентных ставок наблюдается до 2001-2003гг. Высокие процентные ставки в этих странах были следствием высокой неопределенности, инвестиционной непривлекательности, гиперинфляции и макроэкономической нестабильности в условиях формирования банковской системы, валютной системы, институциональной среды и т.д.

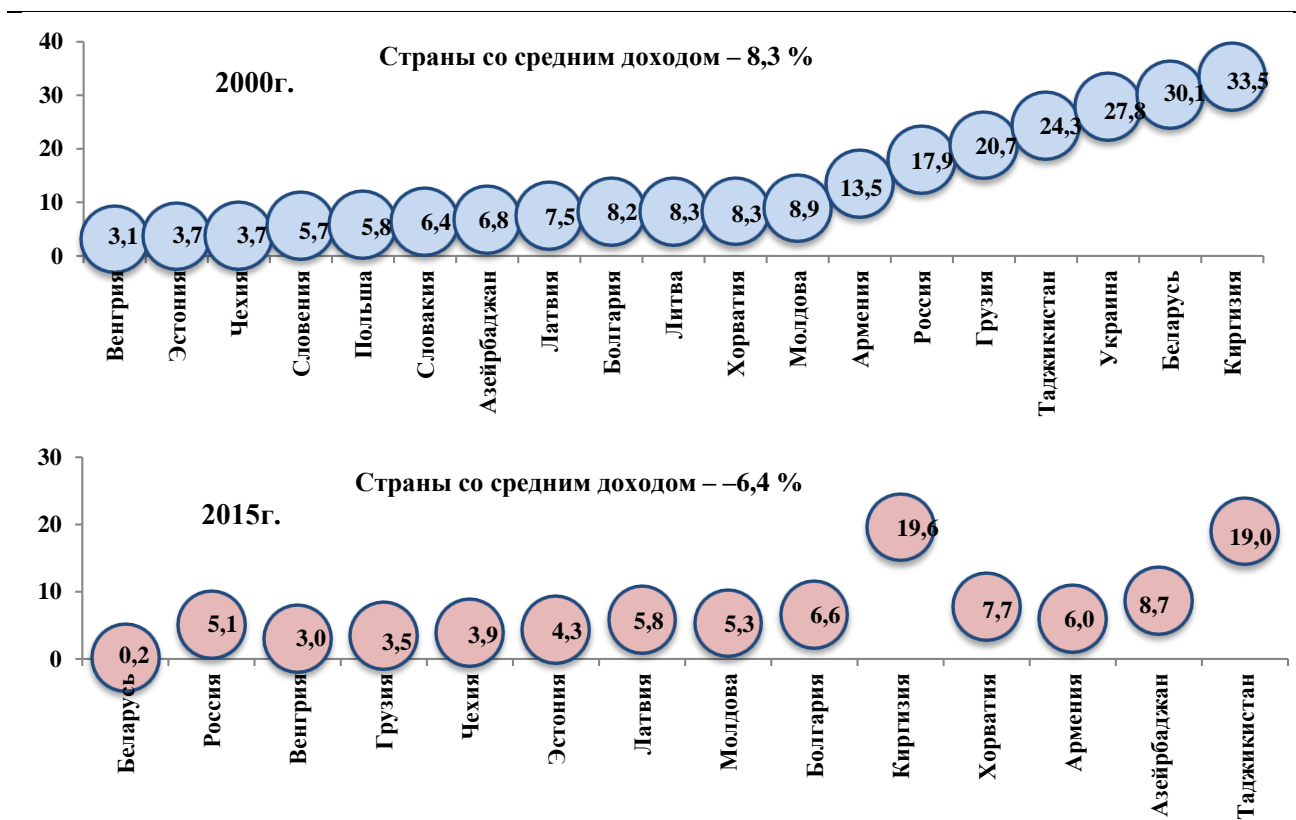


Рис. 3.16. Спрэд процентной ставки, %

Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2017 (WDI)) - <http://data.worldbank.org>

В большей части рассмотренных стран спрэд процентных ставок гораздо выше, чем это наблюдается в странах со средним доходом и даже в странах со средним низким доходом. В частности, Армения входит именно в эту категорию. Сопоставительный анализ спреда процентных ставок по странам с переходной экономикой показывает, что большинство стран, за последние 12 лет снизили свои показатели почти вдвое. Армения в этом смысле не является исключением. Однако, если по странам со средним доходом уровень спреда по процентным ставкам в 2012г. составил 6,4%, то средний показатель по Армении равен 7,7%.

Высокий спрэд процентных ставок в развивающихся странах обусловлен несколькими факторами. В частности, во многом, банковские институты в развивающихся странах не всегда могут адекватно оценить риски, связанные с кредитованием. Это заставляет банки необоснованно повышать процентные ставки по кредитам, дабы перестраховать возможные риски. Высокие процентные ставки по кредитам, и как следствие, высокий процентный спрэд в некоторой степени обусловлены финансовой неграмотностью как кредиторов, так и заемщиков.

Отсутствие долгосрочных финансовых активов в развивающихся странах также приводит к высоким показателям спреда процентных ставок. К другим причинам такой ситуации в развивающихся странах можно отнести наличие высокой степени теневого сектора в экономиках, достаточно жесткое денежно-кредитное регулирование, общая макроэкономическая нестабильность, сложность прогнозирования основных макроэкономических и монетарных показателей, нестабильность на денежном рынке и так далее.

Таким образом, высокие процентные ставки и высокий уровень спреда по процентным ставкам не позволяют финансовой системе эффективно обеспечивать финансовыми ресурсами реальный сектор экономики Армении, что становится еще одним препятствием на пути достижения высокого уровня благосостояния.

Вместе с тем, по сути, укрепление обменного курса национальной валюты практически не обосновано и не обусловило снижение уровня процентных ставок со стороны банковской системы.

#### *Внешние заимствования государства*

Как известно, благоприятная налоговая атмосфера может стать локомотивом в процессе привлечения прямых иностранных и внутренних инвестиций. С другой стороны, эффективная налоговая политика в малой открытой экономике минимизирует потребности государственного бюджета во внешних заимствованиях. Вместе с этим, внешние заимствования, особенно по линии Центрального Банка, формируют денежное предложение в иностранной валюте, и тем самым имеют непосредственное воздействие на формирование обменного курса национальной валюты.

Однако, прежде чем рассмотреть роль внешних заимствований в формировании обменного курса национальной валюты в Армении, дадим краткую характеристику фискальной политике с точки зрения, в том числе, и стимулирования экономического роста.



Тем не менее, характерной чертой для большинства стран постсоветского пространства, в том числе и в Армении, является хронический бюджетный дефицит, одной из основных причин которого является низкое качество налогового администрирования, приводящее к увеличению теневого сектора экономики и к невозможности аккумулировать все подлежащие к уплате суммы налоговых обязательств. Согласно исследованиям Всемирного Банка относительно налогообложения – Paying Taxes 2011 - Армения занимает 94-ое место из 183 стран, тогда как в 2015г. Армения улучшила свои показатели до 41 места<sup>270</sup>. В Армении налоговые ставки слишком высоки и резкое сокращение налогового бремени привело бы ко многим положительным изменениям. Практически все ставки налогов в Армении почти такие же, как и в развитых и развивающихся странах, но население обладает соответствующим уровнем жизни.

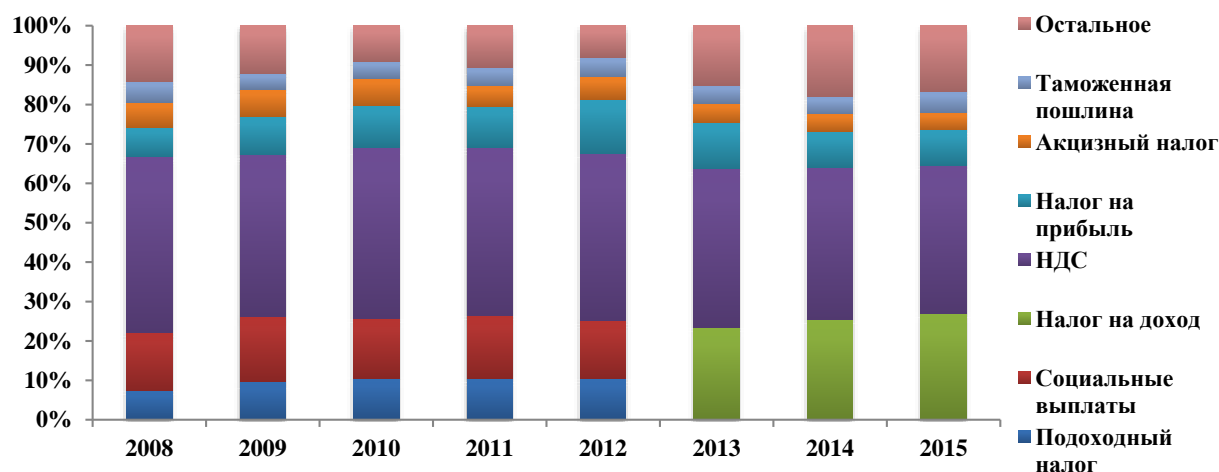


Рис. 3.17. Структура налоговых доходов госбюджета, 2008-2015гг..

Источник: База данных Национальной статистической службы РА – <http://www.armstat.am>

Неэффективное налоговое администрирование порождает теневую экономику. Теневым сектором в экономике Армении занимает существенную долю трудовых ресурсов. Работающие в неформальном секторе на платной основе представляют особый интерес, так как они не платят налоги из своих зарплат. На 2012 год уровень неформальной занятости в Армении составил 50.1 %<sup>271</sup>, что составляет 604 тыс. человек. Из них 102400 являлись работающими по найму. Иными словами, половина всех работающих не являются

<sup>270</sup> Doing Business Report 2016 - <http://www.doingbusiness.org/data/exploreconomies/armenia/paying-taxes>

<sup>271</sup> Статистический ежегодник Армении 2013 год, занятость.

налогоплательщиками, что, несомненно, сказывается на эффективности государственного бюджета.

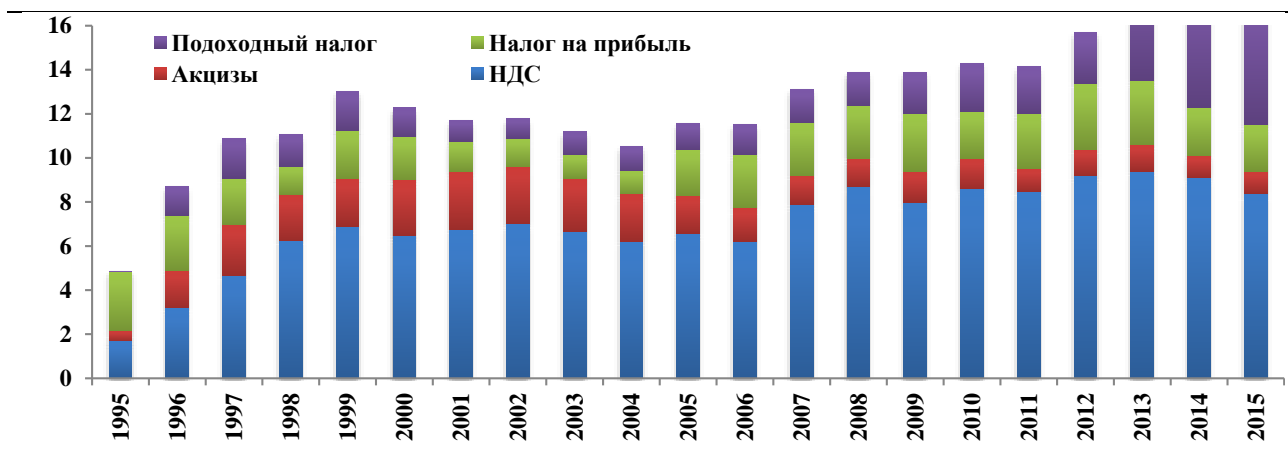


Рис. 3.18. Налоговые доходы/ВВП, 1995-2015гг., %

Источник: База данных Национальной статистической службы РА – <http://www.armstat.am>

За аргумент неэффективной фискальной системы в Армении говорит структура налоговых доходов государственного бюджета (см. рис. 3.17). Больше 70% налоговых сборов в Армении составляют косвенные налоги, а это в свою очередь означает перенос налогового бремени на домохозяйства, а не на реальный сектор экономики.

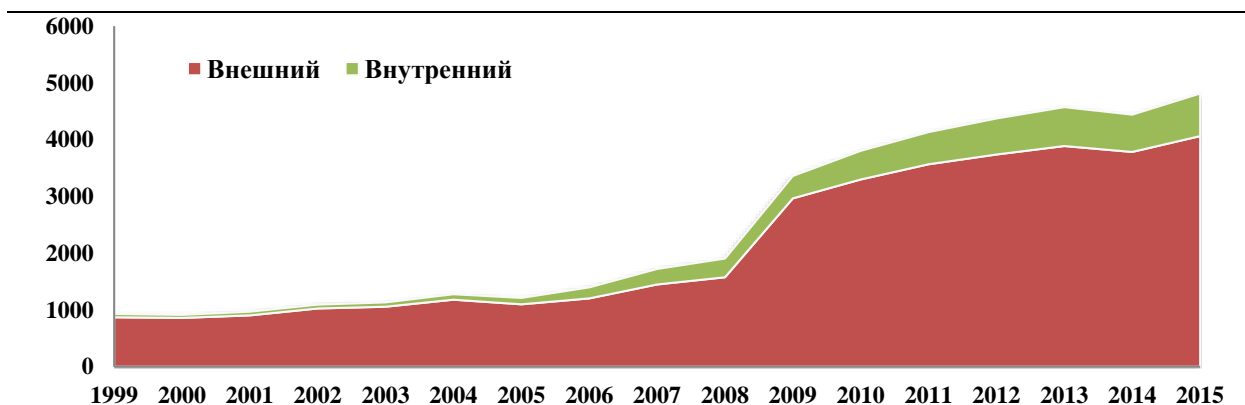


Рис. 3.19. Государственный долг (млн. долл. США), 1999-2015гг.

Источник: База данных Национальной статистической службы РА – <http://www.armstat.am>

При этом, доля налогового бремени по отношению к ВВП страны за последние годы имеет тенденцию к росту, что не может стать стимулом для эффективного ведения бизнеса, особенно если речь идет о малом и среднем бизнесе.

Естественным следствием неэффективной бюджетной политики является высокий уровень государственного долга в Армении. Причем, доминирующими в структуре государственного долга являются внешние обязательства, что не может не сказываться на темпах экономического развития и уровня благосостояния в Армении.

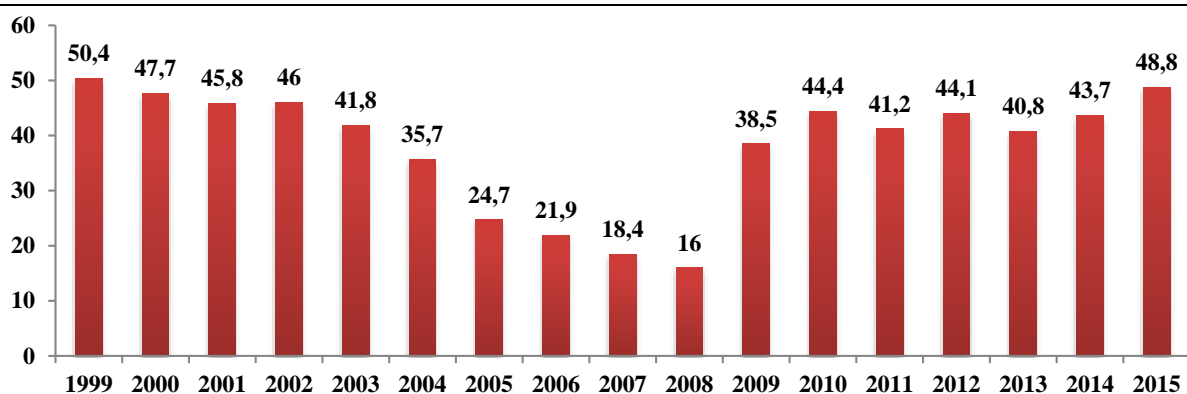


Рис. 3.20. Государственный долг (в % от ВВП), 1999-2015гг..

Источник: База данных Национальной статистической службы РА – <http://www.armstat.am>

Фактором риска с точки зрения дальнейшего развития в том числе, является доля государственного долга в валовом продукте страны. Если до 2008г. уровень государственного долга неуклонно снижался, и по состоянию на кризисный год составлял только 16%, то с 2009г. новые внешние заимствования увеличили государственный долг Армении до 38,5% в 2009г. и 48,8% по состоянию на 2015г. (см. рис. 3.20).

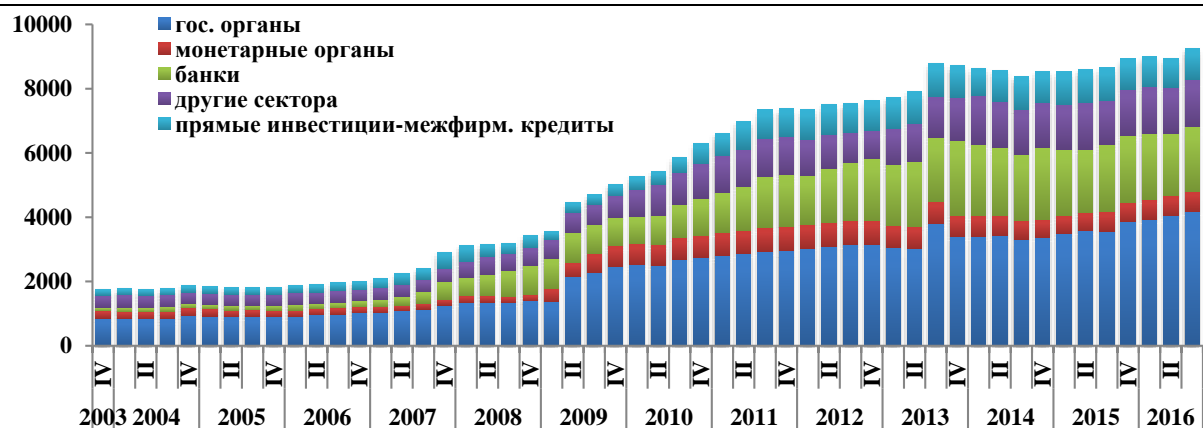


Рис. 3.21. Внешний долг экономики и структура долга (млн. долл. США).

Источник: База данных Национальной статистической службы РА – <http://www.armstat.am>

Отметим также, что больше половины внешнего долга приходится на государственные органы и центральный банк Армении. Иными словами, погашение

высокого государственного долга и соответствующих процентов ляжет на плечи государственного бюджета. Однако, как уже было сказано выше, неэффективная система налогообложения не позволяет в должной мере пополнять государственный бюджет. Таким образом, со стороны государственного бюджета нет возможности положительно воздействовать на темпы экономического роста.

Вместе с тем, с точки зрения воздействия на обменный курс национальной валюты, очевидно, что значительное увеличение объемов внешних заимствований после 2008 года, должны были отразиться также и на валютной политике.

#### *Влияние мировых валютных рынков*

Следующим фактором укрепления обменного курса драма можно считать обесценение доллара США на мировых рынках. Здесь, прежде всего, следует обратиться к динамике обменного курса по отношению к евро. Как мы можем видеть на рисунке 3.22, изменения обменного курса доллара по отношению к евро и драму до 2004г. имели схожие тенденции. Однако затем, валютный курс доллара в Армении приобрел совершенно обратный мировым тенденциям характер.

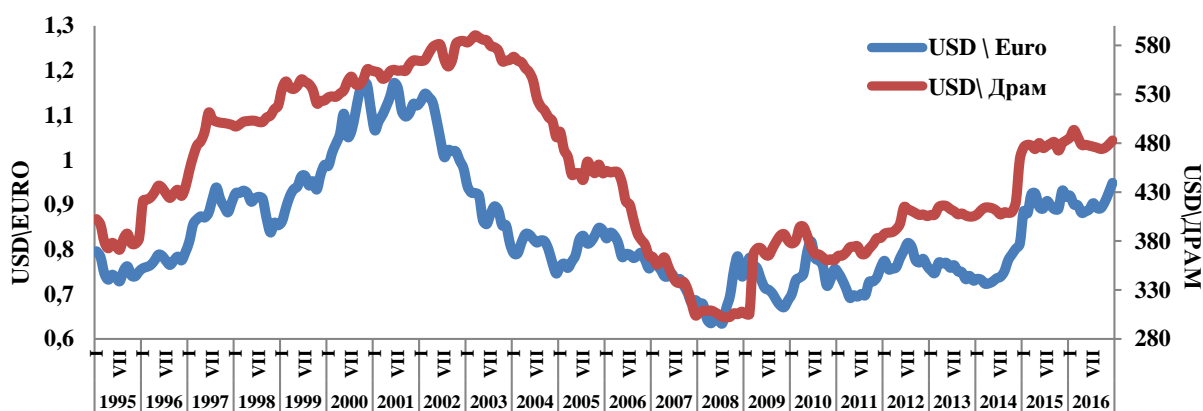


Рис. 3.22. Динамика обменного курса USD/EURO и USD/AMD, 1995-2016гг., ежемесячно\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

\*На рисунке выделены I и VII месяцы.

Период 2004-2008гг, а именно период реального укрепления драма по отношению к доллару, очевидно отличается от трендов на мировых валютных рынках. Об этом также свидетельствуют результаты проведенного регрессионного анализа (см. приложение 4), согласно которым изменение курса драма слабо обусловлено укреплением курса доллара во всем мире (коэффициент корреляции равен 0,298129).

Элементарные расчеты показывают, что за период с 2005-2007гг. драм повысился в цене примерно на 32%, в то время как европейская валюта - на 18,3%<sup>272</sup>. Это противоречит высказыванию Центрального банка о том, что укрепление национальной валюты обусловлено падением курса доллара во всем мире.

Итак, автором были рассмотрены основные факторы, которые могли иметь воздействие на формирование обменного курса национальной валюты в Армении.

Вместе с тем, как было показано выше в период 2003-2008гг. наблюдается значительное укрепление драма. В этой связи, нами были рассмотрены ряд факторов, которые должны были сопровождать естественное рыночное укрепление курса национальной денежной единицы.

### ***Покупательная способность национальной и иностранной валюты***

Согласно классической монетарной теории, обесценение национальной валюты должно сопровождаться снижением покупательной способности, и наоборот, укрепление должно вести к увеличению ППС национальной денежной единицы.

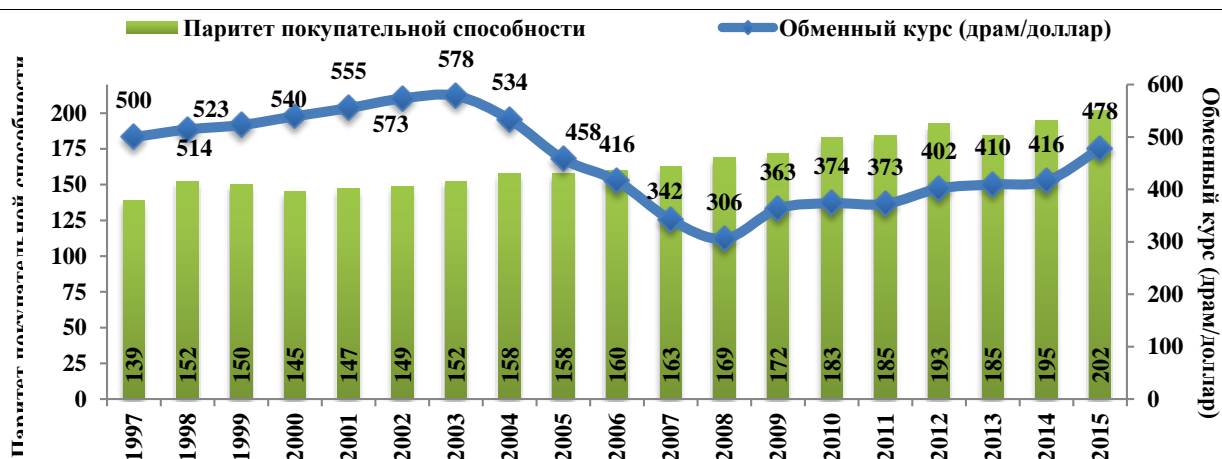


Рис. 3.23. Паритет покупательной способности и обменный курс USD\AMD, 1997-2015гг.

Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2017 (WDI)) - <http://data.worldbank.org>

Курс по паритету покупательной способности является идеальным курсом обмена валют, рассчитанный как средневзвешенное соотношение цен для стандартной корзины промышленных, потребительских товаров и услуг двух стран. В идеальной модели формирования курса на основе только цен торговли двух стран друг с другом реальный валютный курс был бы равен курсу по паритету покупательной способности.

<sup>272</sup> Если брать те же данные, но за 2003-2007, то получим, что армянский драм укрепился на 47,5%, а евро - на 27,9%.

В долгосрочном аспекте (несколько лет) реальный валютный курс имеет тенденцию колебаться вокруг значения паритета покупательной способности.

Вместе с тем, за весь период укрепления обменного курса драма в Армении наблюдается стабильный уровень показателя паритета покупательной способности, в то время, как известно, что укрепление обменного курса национальной валюты, как правило, сопровождается увеличением покупательной способности национальной валюты (см. рис. 3.23).

Следует также отметить, что укрепление национальной валюты, безусловно, является результатом значительного роста экономики в целом. Однако, в рассматриваемый период в Армении такого скачка в темпах экономического роста не наблюдается.

### *Экономический рост*

Теория валютных курсов утверждает, что одним из ключевых факторов укрепления обменного курса национальной валюты является устойчивый экономический рост, который, в свою очередь, ведет к усилению экономики страны на мировом рынке, с точки зрения экспортных и конкурентных позиций. Это обуславливает укрепление позиций собственной валюты по отношению к мировым валютам. Таким образом, если укрепление обменного курса национальной валюты носит в себе естественные и объективные причины, то это, как правило, приводит к положительному экономическому росту и, соответственно, повышению благосостояния населения.

Как и в большинстве стран постсоветского пространства, переходный этап в Армении сопровождался серьезным кризисом в экономике, впоследствии приведших к институциональным искажениям в реальном и государственных секторах, что на сегодняшний день и стало причиной замедления темпов экономического роста.

Мировой опыт знает много примеров стран, которым за достаточно короткие сроки удавалось вырваться из ловушки развивающейся экономики и достигать высоких и качественных темпов экономического роста. Армения в этом смысле далека от таких оптимистичных перспектив. Этот факт обуславливает необходимость поиска новых путей развития экономики Армении, особенно с учетом затянувшейся рецессии в последние восемь лет, которая стала причиной ухудшения благосостояния и потерь по части экономического потенциала страны.

Если обобщить опыт стран, выбравших путь догоняющего развития, то мы увидим некоторые схожие черты, которые позволили этим странам осуществить такой резкий рывок в развитии. В частности, «эти страны извлекли максимум выгод из мировой экономики; они

поддерживали макроэкономическую стабильность; они добивались высоких темпов накопления и инвестиций; они позволили рынкам управлять размещением ресурсов; и наконец, они имели приверженность идее, а также вызывающие доверие и квалифицированные правительства»<sup>273</sup>.

«Вместе с тем, за годы независимости, пройдя определенный путь трансформации и развития, Армения на сегодняшний день, остается страной со слабо развитыми базовыми регулятивными институтами, несовершенной бизнес-средой, слабой конкурентоспособностью и, наконец, низким уровнем качества жизни. При этом, события последних лет показали неспособность армянской экономики противостоять экзогенным вызовам и более ярко высветили уже укоренившиеся проблемы армянской экономики, которые, в свою очередь, зачастую взаимозависимы и взаимообусловлены, и являются следствием институциональной несостоятельности существующей модели развития»<sup>274</sup>.

Международные оценки степени экономического развития также доказывают выше отмеченное. Ежегодные отчеты по конкурентоспособности указывают на высокую степень монополизированности экономики (91 место в мире)<sup>275</sup> и неэффективность антимонопольной политики (77 место среди 138 стран - WB)<sup>276</sup>; коррупцию и олигархизацию; неразвитый финансовый сектор; слабые институты регулирования, а также неэффективное правительство.

Результатом сформировавшейся неэффективной институциональной среды стало коренное ухудшение макроэкономических показателей в экономике Армении в период мирового финансового кризиса 2008-2009гг., а также второго витка кризиса, вызванного, прежде всего, структурным кризисом в России, наступившего в 2014-2015гг., на фоне 15-летнего непрерывного экономического роста, что фактически означало, что количественный

---

<sup>273</sup> См. Доклад о росте Стратегии устойчивого роста и инклюзивного развития комиссия по росту и развитию Издано для Всемирного банка Издательство «Весь Мир» Москва 2009.

<sup>274</sup> См. Подробнее: Восканян М.А., Хачатрян А.А. Армянские реформы: ретроспективный анализ. Восьмая Годичная научная конференция (2-6 декабря 2013г.). Сборник научных статей: Социально-гуманитарные науки. Часть II. - Ер.: Изд-во РАУ, 2013. - 344с. Ст. 34-41.; Восканян М.А., Манукян Д.Э. Оценка конкурентоспособности Республики Армения. Четвертая Годичная научная конференция (30 ноября-4 декабря 2009г.): Сборник научных статей: В 2ч. Ч.1. социально-гуманитарные науки.-Ер.: Изд-во РАУ, 2010.-463. Ст. 428-439; Восканян М.А., Айвазян С.А., Бротский Б.Е., Сандоян Э.М., Манукян Д.Э. Макроэконометрическое моделирование экономик России и Армении. I. Особенности макроэкономической ситуации и теоретическое описание динамических моделей. Научно-практический журнал Прикладная Эконометрика. №30(2) 2013. ISSN 199307601. ООО "Синергия ПРЕСС". 143 с. - С. 3-26. (РИНЦ, SCOPUS); Восканян М.А., Айвазян С.А., Бротский Б.Е., Сандоян Э.М., Манукян Д.Э. Макроэконометрическое моделирование экономик России и Армении. II. Агрегированные макроэконометрические модели национальных экономик России и Армении. Научно-практический журнал Прикладная Эконометрика. №31(2) 2013. ООО "Синергия ПРЕСС". 143 с. - Стр. 7-32. (РИНЦ, SCOPUS)

<sup>275</sup> The Global Competitiveness Report 2016-2017 © 2016 World Economic Forum. p.86

<sup>276</sup> Там же.

рост в это период не сопровождался адекватной качественной трансформацией национальной экономики.

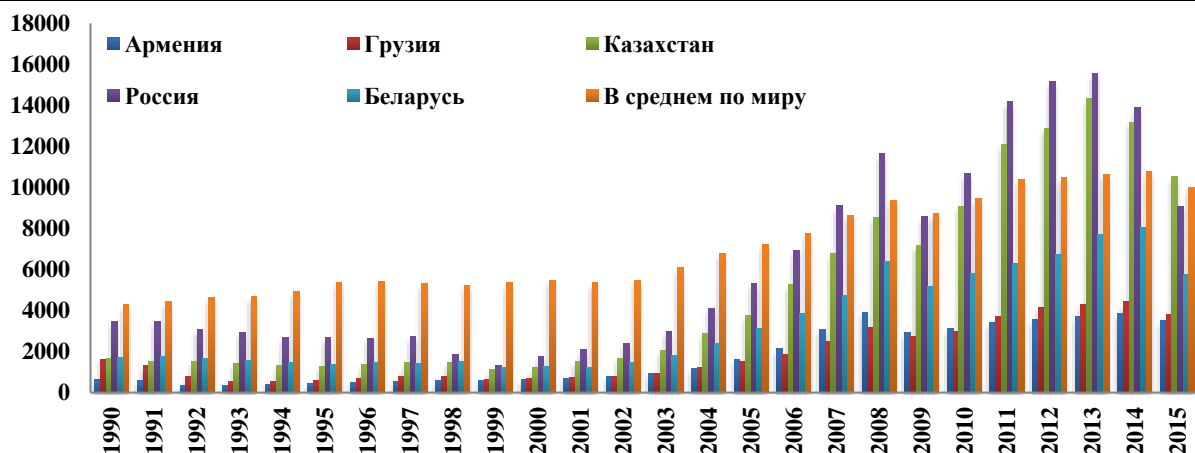


Рис. 3.24. ВВП на душу населения, в рыночных ценах, в млн. долл. США, 1999-2015гг.

Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2017 (WDI) - <http://data.worldbank.org>)

До 2000 года в Армении наблюдается незначительный экономический рост, однако период 2001-2008гг. сопровождается двузначным значением роста, который прервался значительным падением показателей роста в кризисном 2008 году. Причем, посткризисный период не характеризуется восстановительным ростом, что, безусловно, негативно сказалось на уровне благосостояния в Армении последние несколько лет. Сравнивая уровень жизни в Армении с соседними странами, а также со странами ЕАЭС, становится очевидным, что по показателю подушевого дохода Армения значительно отстает, в том числе и от данного показателя в среднем по миру (см. рис. 3.24).

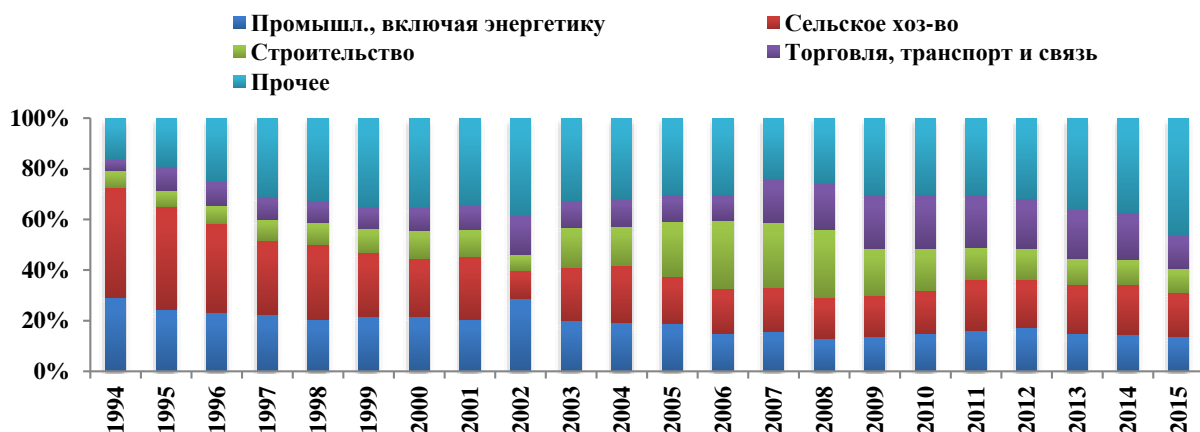


Рис. 3.25. Отраслевая структура ВВП, 1994-2015гг.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>



При этом, отраслевая структура ВВП явно указывает на неэффективность реального сектора (см. рис. 3.25). За годы независимости доля промышленности в общем валовом продукте страны сократилась в два с половиной раза, аграрный сектор – в три раза. Значительно увеличился сектор услуг и торговли. При этом наблюдается значительный рост доли строительного сектора, а также торговли, транспорта и связи.

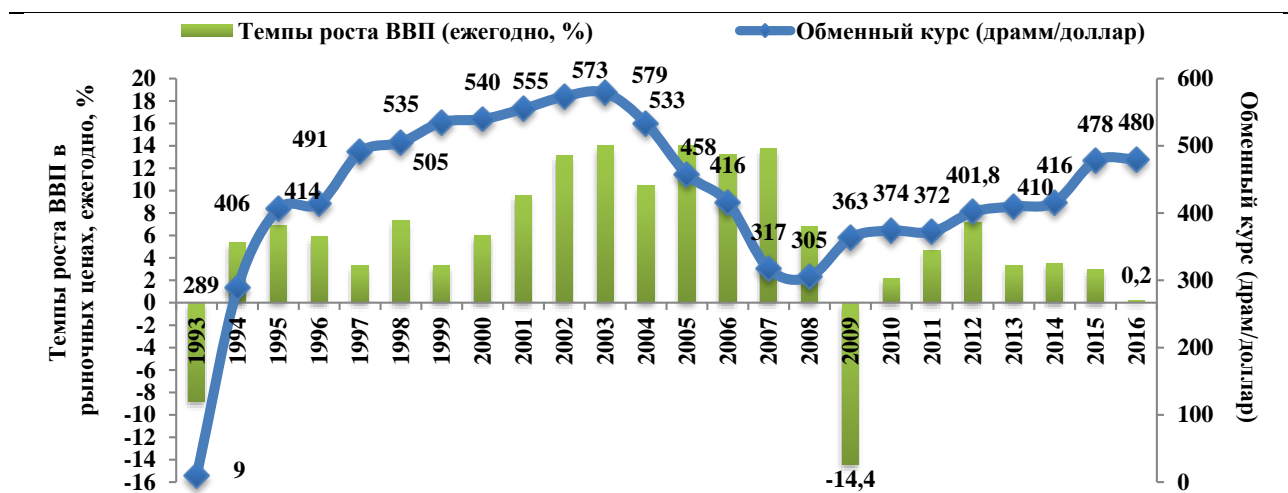


Рис. 3.26. Темпы экономического роста и обменный курс USD\AMD, 1993-2015гг.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Вместе с тем, как мы можем наблюдать на рисунке 3.26, на протяжении всего периода укрепления валюты в Армении, значительных изменений в темпах экономического роста не наблюдается. А значит, нельзя считать усилившуюся конъюнктуру рынка причиной укрепления обменного курса национальной валюты.

### ***Низкие доходы и уровень безработицы***

Одной из самых насущных проблем макроэкономического развития можно считать низкий уровень жизни, который, в свою очередь, вызван низким уровнем доходов населения.

Вместе с тем, укрепление обменного курса национальной валюты должно сопровождаться улучшением уровня благосостояния населения. Однако, в случае Армении эта тенденция неоднозначна.



Рис. 3.27. Среднемесячная номинальная заработная плата, в тыс. AMD, 1995-2015гг.

Источник: База данных Национальной статистической службы РА - <http://www.armstat.am>

Выше нами уже был рассмотрен уровень ВВП на душу населения в Армении, в сопоставлении с другими странами, а также со средним показателем по миру, в результате чего стало ясно, что Армения сильно уступает по подушевому доходу странам региона или мировому среднему показателю. Другим показателем, характеризующим уровень доходов населения, является среднемесячная заработная плата.

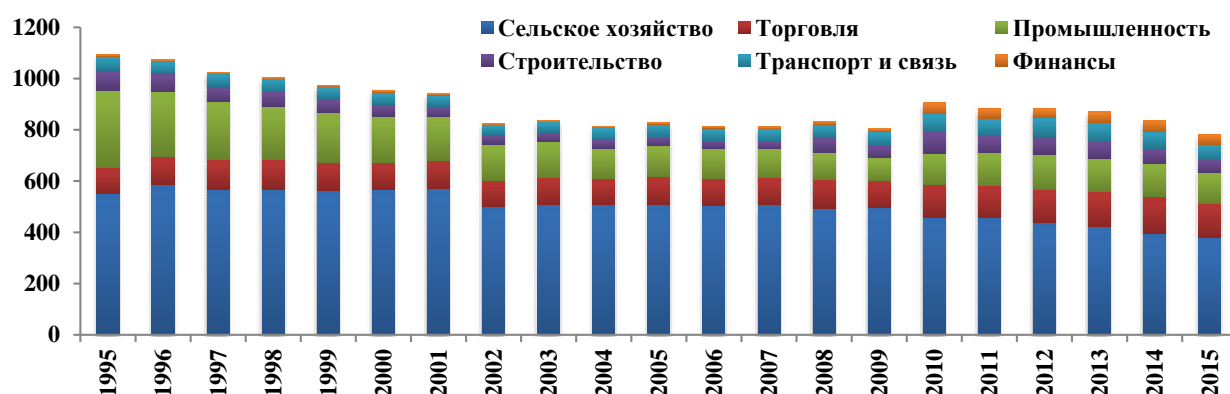


Рис. 3.28. Количество занятых по отраслям, тыс. чел., 1995-2015гг.

Источник: База данных Национальной статистической службы РА - <http://www.armstat.am>

Как мы можем наблюдать на рисунке 3.27, несмотря на постоянное увеличение номинального среднего дохода по стране, говорить о значительном росте средней номинальной заработной платы не приходится. Темпы роста практически на протяжении всего периода независимости Республики Армения, не имеют тенденцию к устойчивому росту.

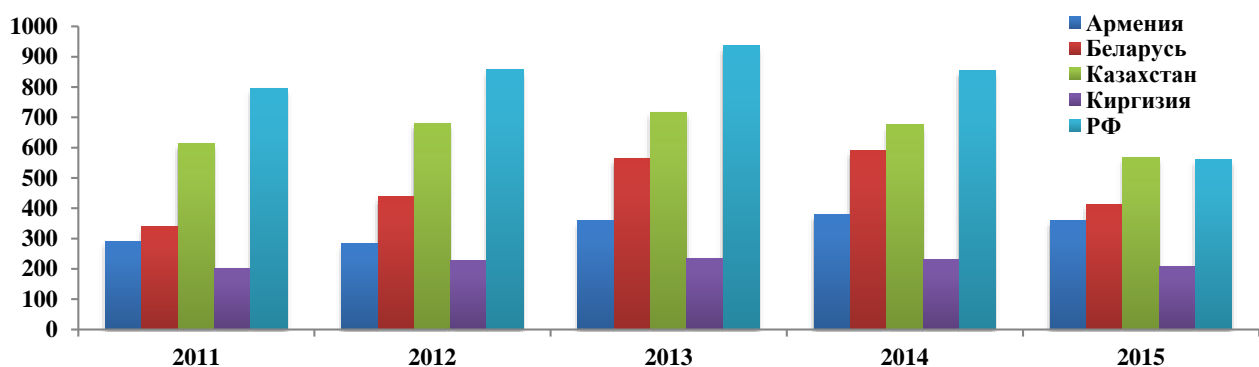


Рис. 3.29. Среднемесячная заработная плата, в долл. США, 2011-2015 гг..

Источник: База данных Евразийской Экономической Комиссии - [http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr\\_i\\_makroec/dep\\_stat/econstat/Documents/Brief\\_Statistics\\_Yearbook\\_2016.pdf](http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/econstat/Documents/Brief_Statistics_Yearbook_2016.pdf)

Вместе с тем, структура среднемесячных заработных плат указывает на явное доминирование нескольких секторов (финансовый, информационный и др.), и значительное отставание в доходах по другим секторам экономики. Скажем, заработная плата в аграрном секторе одна из самых низких. При этом, рассматривая структуру занятого населения по секторам экономики, наглядно видно, что большая часть населения занята именно в этом сегменте (см. рис. 3.28).

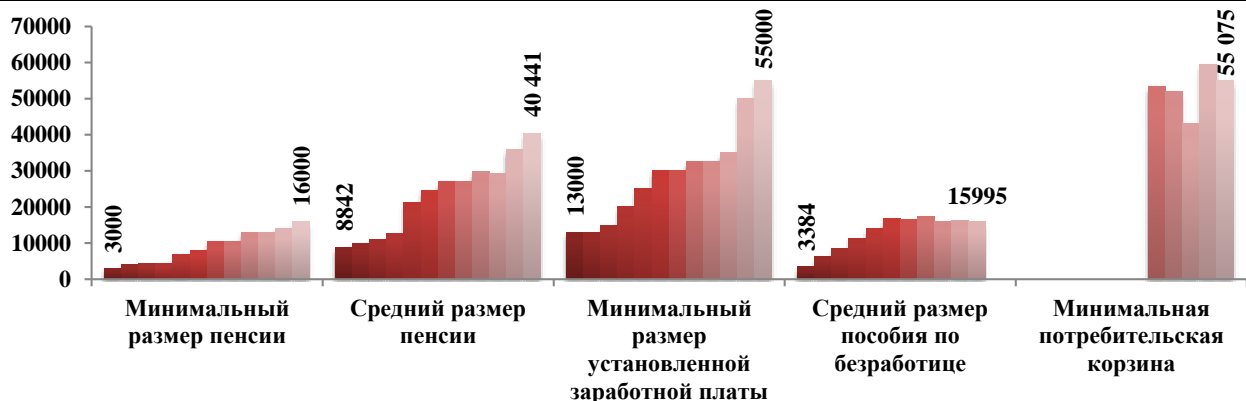


Рис. 3.30. Основные социальные гарантии, предоставляемые государством населению, 2004-2015 гг., в армянских драмах.

Источник: База данных Национальной статистической службы РА - <http://www.armstat.am>

Более того, сравнивая средний доход в странах ЕАЭС, а также странах потенциальных участников ЕАЭС, Армения занимает предпоследнюю позицию, не уступая в средних доходах населения только Киргизии (см. рис. 3.29). Причем такая тенденция наблюдается не только по последним показателям, но также в среднем за последние двадцать лет.

С другой стороны, уровень основных социальных гарантий, предоставляемых населению со стороны государства, значительно уступает не только уровню среднемесячной заработной платы в соответствующий период, но даже уровню потребительской корзины. Так, если в 2004 году уровень средних доходов населения составлял 43445 тыс. AMD, то минимальный размер заработных плат был установлен на отметке 13 тыс. AMD, минимальный размер пенсий составлял всего 30 тыс. AMD. В 2013 году картина изменилась незначительно. Размеры среднемесячной заработной платы, минимальной заработной платы и средней пенсии составили 181412 тыс. AMD, 55 тыс. AMD, 40441 тыс. AMD соответственно.

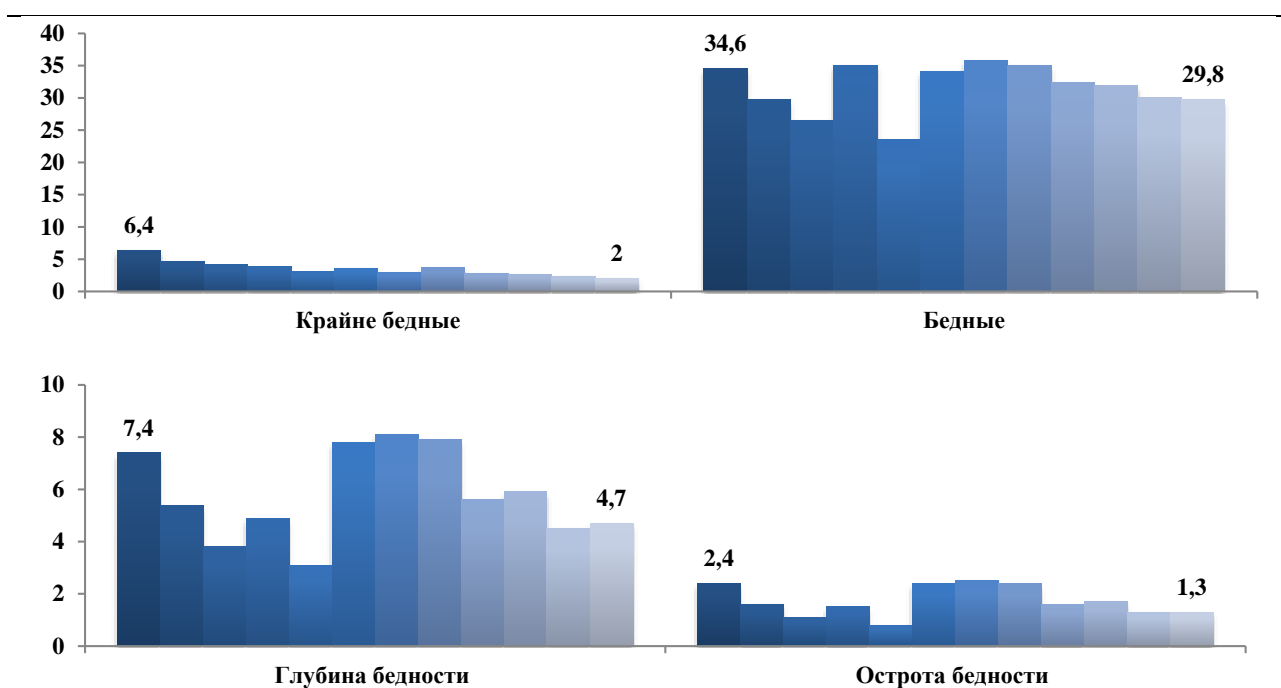


Рис. 3.31 . Показатели бедности, 2004-2015гг.

Источник: База данных Национальной статистической службы РА – <http://www.armstat.am>

Безусловно, такое положение дел в структуре доходов населения, неизменно привело к высокому уровню бедности населения за последние годы. Несмотря на то, что многие показатели по бедности значительно улучшили свои позиции в Армении по сравнению с уровнем 2004г., тем не менее, уровень бедности на отметке 29,8% это очень высокий показатель (см. рис. 3.31).

При этом, нельзя сказать, что динамика изменений показателей по уровню бедности в Армении имеет значительный положительный тренд.

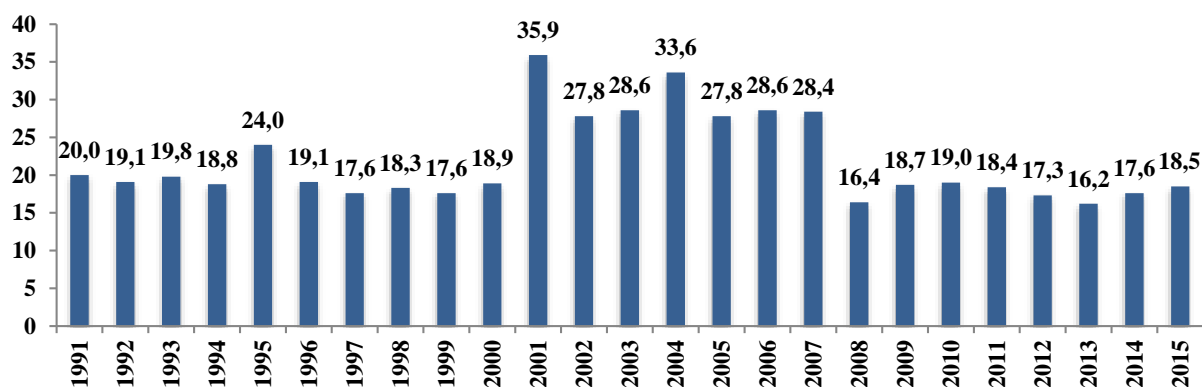


Рис. 3.32. **Безработица (% от общей численности рабочей силы), 1991-2015гг.**

Источник: База данных Национальной статистической службы РА – <http://www.armstat.am>

Наряду с неэффективным распределением уровня дохода между занятыми в различных секторах экономики, рынок труда в Армении характеризуется еще одной проблемой, а именно высоким уровнем безработицы. Как мы можем наблюдать на рисунке 3.32, уровень безработицы в стране на пике достигал почти 36%, а по состоянию на 2015 г. составляет 18,5%.

Согласно экономической теории, увеличение процентного отношения безработных к общей численности трудоспособного населения должно приводить к укреплению курса национальной валюты. Однако, на примере Армении мы наблюдаем обратную картину. Так, начиная с 2003г. в Армении наблюдается снижение уровня безработицы. Однако, вместе с тем, в этот период также наблюдается резкое укрепление национальной валюты.

### ***Уровень инфляции***

Уровень инфляции и изменение валютного курса находятся в обратной зависимости. Как мы можем видеть на рисунке 3.33, укрепление обменного курса сопровождалось постоянным усилением инфляционного давления в экономике. В результате жесткое сдерживание денежного предложения с помощью валютных интервенций не привели к ощутимым результатам в сфере монетарного регулирования. Напомним, что как правило, укрепление обменного курса ведет к снижению внутренних цен, а значит и к снижению уровня инфляции в целом. Однако, как мы видим, в Армении этого не наблюдается.

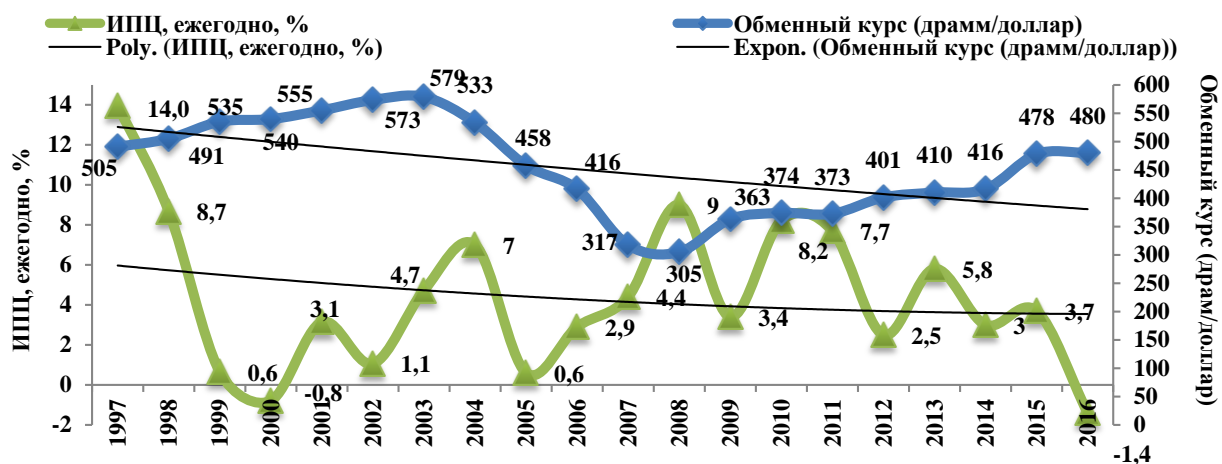


Рис. 3.33. ИПЦ и обменный курс USD\AMD, 1997-2016гг.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

На рисунке показана динамика валютного курса армянского драма по отношению к доллару США и инфляция (ИПЦ) в Армении. Из рисунка видно, что по сравнению с постоянно укрепляющимся курсом драма инфляция “ведет себя” несколько непредсказуемо. Во-первых отметим, что укрепление курса драма должно было сопровождаться снижением уровня цен, что, исходя из рисунка происходит только до 2003 года, также как и слабое снижение уровня цен в 2006 году. С 2006 года происходит постоянное повышение уровня цен. Напомним лишь, что с 1 января 2006 года Армения перешла на политику таргетирования инфляции в качестве режима денежно-кредитной политики. При этом, в связи с укреплением национальной валюты, цены в долларах растут намного быстрее, чем цены в драмах, которые, в свою очередь, имеют тенденцию к снижению.

В последующих главах вопрос взаимосвязи волатильности обменного курса национальной валюты и изменений в уровне цен будет рассмотрен подробнее. Но уже на данном этапе можно утверждать, что такая взаимосвязь сомнительна.

### ***Конкурентоспособность национальных товаров на мировых рынках.***

Очевидно, что валютная политика должна способствовать укреплению конкурентных позиций отечественных производителей на мировых товарных рынках. Однако, как было рассмотрено выше, динамика обменного курса драма никак не способствовала, а наоборот имела губительное действие на экспортные позиции Армении. Вместе с тем, если допустить, что укрепление обменного курса драма несло в себе рыночный естественный характер, то оно должно было быть обусловлено усилением конкурентных преимуществ экономики Армении во внешнем мире. Тем не менее, такой тенденции за последние годы в Армении не наблюдается. Выше уже была дана общая характеристика экономическому развитию страны,

в том числе, с точки зрения места Армении в мировых рейтингах по конкурентоспособности и другим показателям, характеризующих успешность экономики страны на мировой арене.

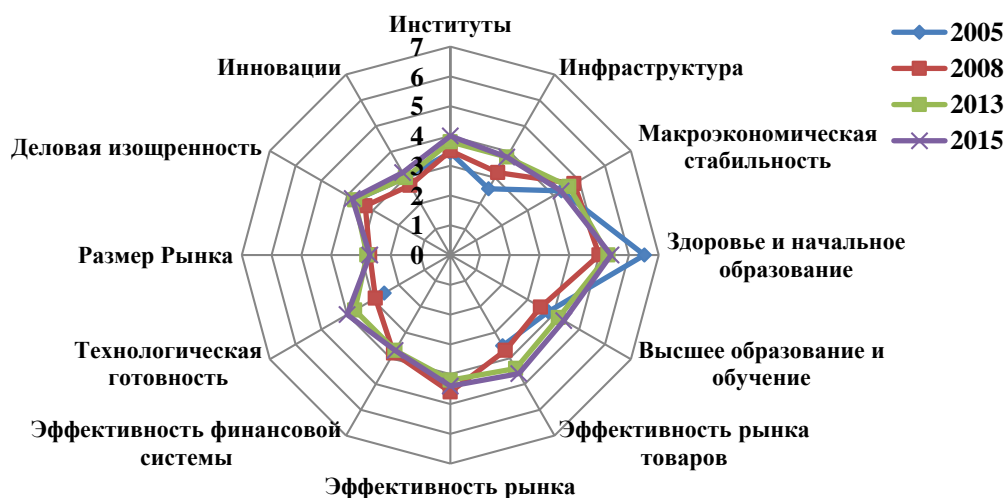


Рис. 3.34 . Индекс конкурентоспособности, 2017

Источник: Глобальный доклад о конкурентоспособности: <http://www.weforum.org/reports/global-competitiveness-report-2016-2017>

Рассматривая индекс конкурентоспособности экономики Армении за последние десять лет, можно выделить основные слабые звенья институционального развития страны.

Как мы можем видеть, Армения не улучшила свои позиции по основным критериям конкурентоспособности экономики за последние десять лет. Основная стагнация наблюдается по показателям макроэкономической стабильности, размера (ёмкости) рынка, инновациям, эффективности финансовой системы и многим другим факторам. Наиболее положительные тенденции наблюдаются в секторах: здоровье и начальное образование, инфраструктура, технологическая готовность и эффективность рынков товаров. Однако, в целом, существенных изменений с точки зрения институциональных реформ, в Армении не наблюдается.

Безусловно, с точки зрения привлечения ПИИ, ключевую роль играет бизнес-среда экономики. Институциональная несостоятельность не позволяет привлекать инвестиции и аккумулировать внутренние сбережения, что, в свою очередь, негативно отражается на темпах и качестве экономического роста страны. Согласно индексу легкости ведения бизнеса, Армения находится на 45 месте по состоянию на 2014г. Это достаточно хороший результат, однако, учитывая опыт Грузии, ясно, что необходимы более глубокие реформы институциональной среды, которые позволили бы более эффективно развиваться бизнес среде в Армении.

Глобальный доклад о конкурентоспособности экономики выделил наиболее проблемные факторы для ведения бизнеса в Армении (см. рисунок 3.35). Среди рассмотренных факторов, наиболее ярко выделяются: коррупция, доступ к финансовым источникам, налоговое администрирование и ставки, квалификация человеческого капитала, валютная политика и т.д.

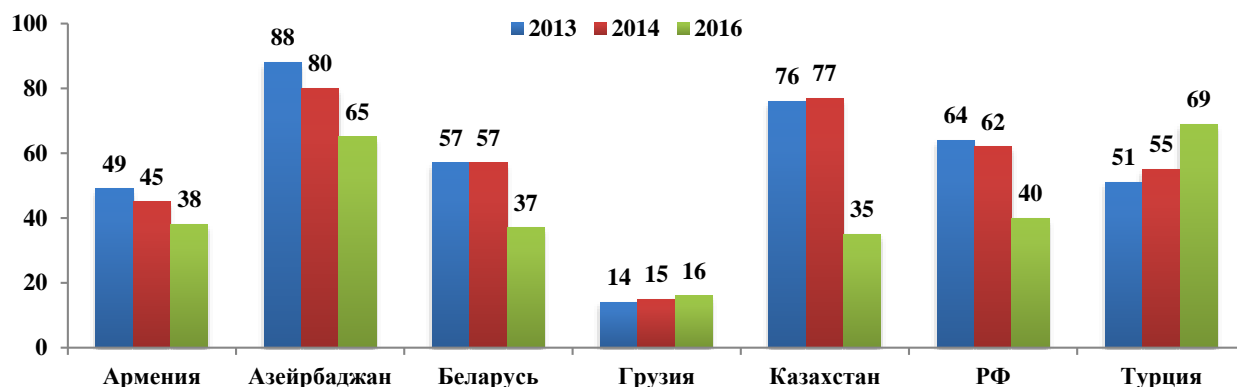


Рис. 3.35. Индекс легкости ведения бизнеса, место.

Источник: База данных Всемирного Банка (<http://russian.doingbusiness.org/rankings>)

Вместе с тем, конкурентоспособность отечественных товаров на мировых рынках должна была вызывать повышенный спрос на них и, таким образом, увеличивать положительное сальдо торгового баланса. А поскольку увеличение экспорта, при прочих равных условиях, приводит к увеличению притока иностранной валюты, то это приводит к повышению цены национальной валюты. Но, поскольку, армянские товары не очень конкурентоспособны на мировых рынках, то это слабо влияет на курс драм/доллар. Сегодня в Армении мы имеем отрицательное сальдо торгового баланса, однако основным источником притока иностранной валюты являются иностранные трансферты.

Обобщая все вышесказанное, очевидно, что с конца 2005г. начала 2006г. основная политика «денежных властей» была направлена на укрепление обменного курса национальной валюты. Активность центрального банка на валютном рынке в этот период беспрецедентна! Уровень продаж со 105, 6 млн. долларов в 2005 достиг 799 млн. долларов в 2009 г.<sup>277</sup> (см. рисунок 3.36). Такие активные действия на валютном рынке со стороны ЦБ РА привели к значительному укреплению обменного курса национальной валюты. С 2003 укрепление драма по отношению к доллару составило 52%. С конца 2007г. до начала 2009г. ЦБ де-факто реализует политику жесткого фиксирования валютного курса. Еще один пик

<sup>277</sup> Источник: Данные согласно официальному сайту Фондовой Биржи РА – <http://www.nasdaqomx.am>



активности мы наблюдаем в конце 2014г., когда ЦБ РА также активно вмешиваясь в валютный рынок пытался предотвратить падение драма по отношению к доллару, обусловленное падением рубля по отношению к доллару.

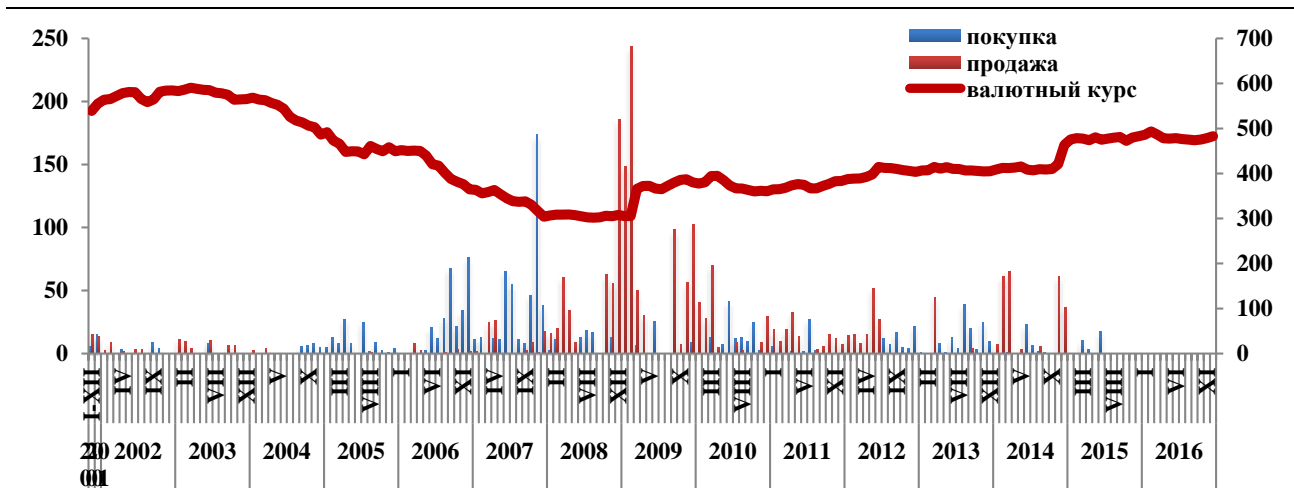


Рис. 3.36. Валютные интервенции ЦБ РА, 2000-2016гг., ежемесячно, в тыс.долл.США

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

На рисунке выделены I, II, IV, VII, IX, XI и XII месяцы

К марту 2009 года ЦБ РА столкнулся с серьезной нехваткой международных резервов и составили 1331,4 млн. долларов, то есть практически был достигнут критический минимум.

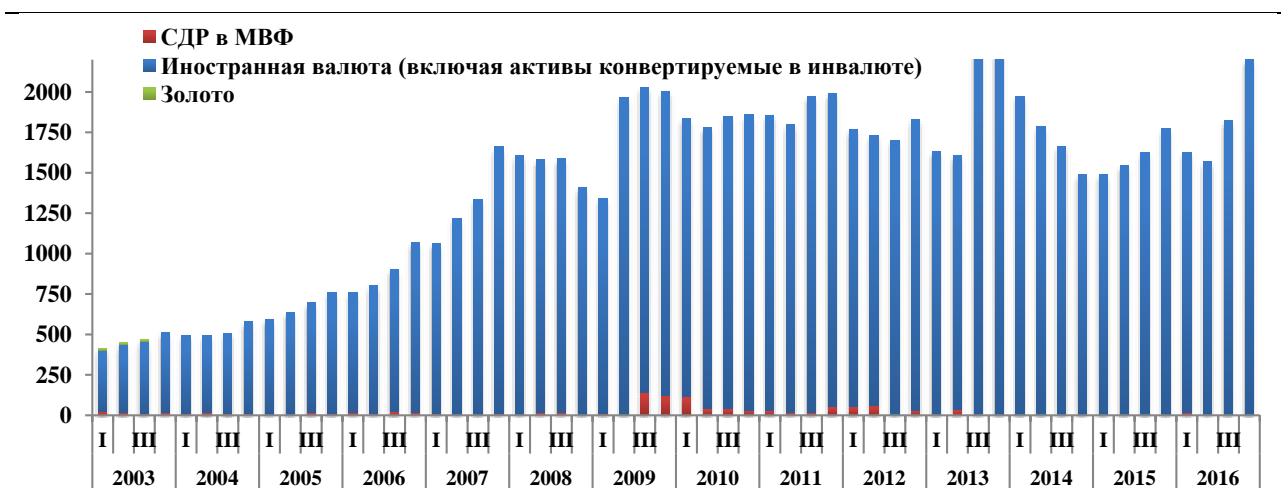


Рис. 3.37. Структура валовых международных резервов РА, млн. долларов США, 2003-2016 гг., ежеквартально\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

\*На рисунке выделены I и III кварталы.

Сложившаяся ситуация заставила ослабить позиции ЦБ РА на валютном рынке, что привело к обесценению обменного курса национальной валюты примерно на 21%. Такая ситуация привела не только к значительной волатильности курса, но также и к снижению доверия к «денежным властям», финансовому и макроэкономическому дисбалансу, усилению инфляционных ожиданий, и наконец к существенным негативным последствиям в экономике в целом. Более того, ситуация повторилась к концу 2014г.

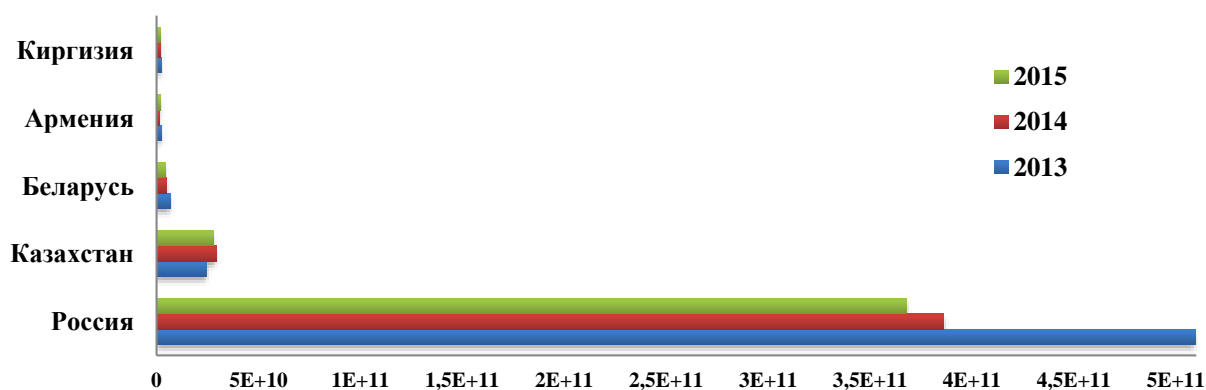


Рис. 3.38. Международные резервы ЦБ стран ЕАЭС, в млн. долл. США, 2013-2015 гг..

Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2017 (WDI)) - <http://data.worldbank.org>

Отметим также, что по уровню международных резервов Армения занимает последние позиции в ряду стран ЕАЭС, значительно уступая России, Казахстану и Беларуси, что несет в себе существенные риски в свете создания интеграционной ячейки на территории евразийского пространства (см. рис. 3.38).

Насколько эффективна и оправдана была валютная политика ЦБ РА? Отметим, что официальная позиция ЦБ РА отрицает выдвинутый выше тезис. Укрепление курса согласно отчетам «денежных властей» вызвано большим притоком денежных трансфертов, изменениями в динамике обменного курса доллара по отношению к другим валютам, рецессией в американской экономике, и повышением доверия к национальной валюте в экономике Армении.

Становится очевидно, что практически весь период таргетирования инфляции в Армении ЦБ РА ведет достаточно жесткую валютную политику, с активным вмешательством в валютный рынок.

Подтверждением выдвинутого тезиса об искусственном укреплении обменного курса национальной валюты можно считать также показатели Индекса опережения (см. в

следующем параграфе). Расчеты показали, что начиная с 2004г. по 2009г., в период укрепления обменного курса национальной валюты, Индекс опережения постоянно находился на уровне ниже 1, что говорит о более высоких темпах роста инфляции, нежели изменений валютного курса, а это, в свою очередь, доказывает искусственный характер изменений на валютном рынке в указанный период.

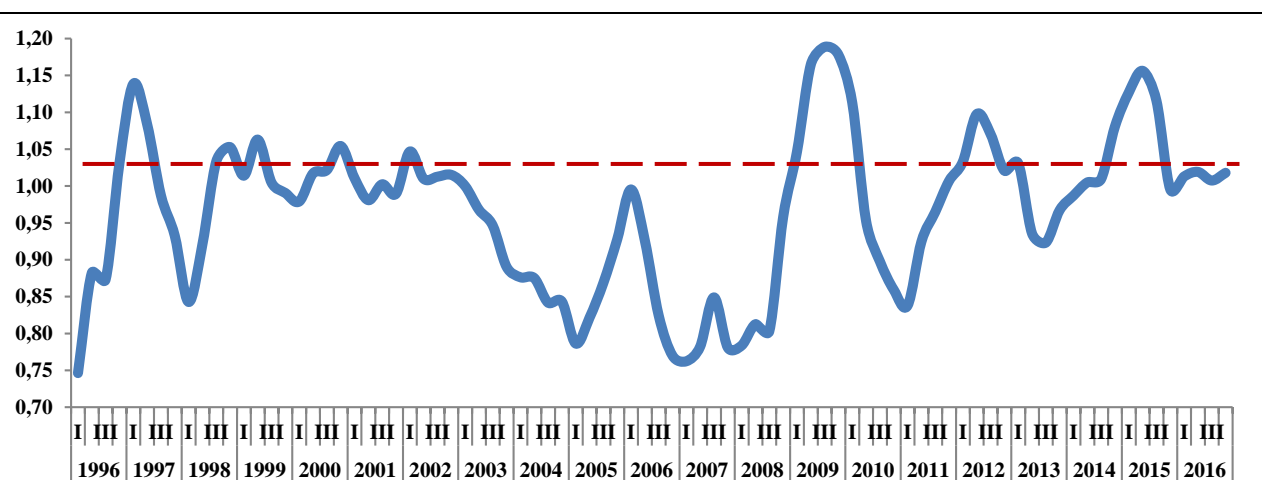


Рис. 3.39. Индекс опережения валютного курса в Армении, 1996-2016гг., ежеквартально\*.

Источник: Рассчитано автором на основе база данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

Примечание: Там, где значение индекса больше единицы означает, что рост инфляции опережает рост валютного курса и параллельно, что ЦБ относительно не вмешивается в установление валютного курса. В обратном случае, когда индекс опережения превышает 1, означает, что рост валютного курса, в данном случае его обесценение, опережает рост инфляции и соответственно означает активное вмешательство.

\* На рисунке выделены I и III кварталы.

Итак, можно констатировать, что валютная политика, проводимая до сегодняшнего дня, со стороны ЦБ РА окончательно подорвала доверие к «денежным властям» со стороны реального сектора, усилила инфляционные ожидания, которые в кратчайшие сроки переросли в достаточно высокие темпы инфляции, в первую очередь, на потребительском рынке. Жесткой валютное регулирование на протяжении последних 8-9 лет привело к снижению конкурентных преимуществ армянских товаров на внешних рынках, что свело всякие попытки экспортно-ориентированных производителей расширять рынки сбыта на нет. Последнее, в свою очередь, еще больше ослабило позиции экономики Армении на мировых внешних рынках. Вместе с тем, укрепление обменного курса национальной валюты усугубило доминирование импортных позиций в торговом балансе Армении. Хронический дефицит торгового баланса, сопровождающийся высокой степенью концентрации импорта, еще больше укрепил позиции импорта на потребительском рынке и тем самым еще больше

ухудшил позиции местного производителя как с точки зрения внутреннего рынка, так и потенциальных внешних рынков для отечественных товаров.

Еще одним негативным эффектом искусственного укрепления обменного курса драма можно считать значительное снижение реальных доходов населения. Ни для кого не секрет, что основная доля доходов населения в Армении формируется из притока денежных трансфертов. Последние, как правило, поступают к населению в иностранной валюте, в большинстве случаев в долларах. Обесценение доллара в Армении привело к снижению драмового эквивалента поступающих трансфертов. И если добавить к этому постоянно растущий уровень потребительских цен в Армении в последние пять-шесть лет, становится очевидно, что проводимая ЦБ РА валютная политика оставила негативный отпечаток на общем уровне благосостояния населения.

И вместе со всем вышеперечисленным, с точки зрения снижения инфляционного давления, валютная политика ЦБ РА не привела к существенным результатам. Таким образом, проводимая в ущерб многим макроэкономическим показателям политика ЦБ РА оказалась бессмысленной.

### 3.2. Валютные кризисы 2009г. и 2014г.: истоки и последствия<sup>278</sup>

Мировой опыт в области валютного регулирования во многом доказывает тезис о том, что жесткая валютная политика приводит к усилению рисков в возникновении валютных кризисов. При этом, чем более жесткой является валютная политика, тем более ярко проявляются внешние экономические шоки на валютных рынках стран и, тем самым, приводят к значительным кризисам и волатильности на локальных рынках валюты.

Вследствии крупномасштабных кризисов на валютных рынках прошлого столетия научным сообществом был выдвинут тезис о более высокой подверженности кризисам стран с жесткими режимами валютных политик. Причем наибольшими рисками являются промежуточные режимы регулирования. В подтверждение сказанного, наиболее яркими примерами можно считать крах Европейского валютного механизма в 1992–1993гг., валютный кризис в Мексике (1994 г.), Азиатский кризис 1997 года, Российский кризис и последующий дефолт 1998 года, Латиноамериканские кризисы 1998-1999гг., и многие другие.

При этом, все перечисленные и многие другие валютные кризисы в большинстве своем вели к кризисам и в других сферах, причем, как в финансовой системе, так и в реальном секторе, и тем самым несли в себе зачастую непоправимые последствия. Тем самым, большая часть авторов сходится во мнении, что промежуточные валютные режимы на основе коридоров и мягкого регулирования, как правило, в долгосрочной перспективе приводят к макроэкономической дестабилизации, а значит, не могут претендовать на длительное использование в условиях малых и больших открытых экономик<sup>279</sup>.

Таким образом, в приоритет выходит «биполярная» точка зрения, которая основывается на тезисе о том, что при современном уровне глобализации финансовых рынков валютные режимы должны либо нести в себе жесткое регулирование, либо подразумевать свободно плавающий валютный курс<sup>280</sup>.

Вместе с тем, некоторые авторы оспаривают озвученную точку зрения, аргументируя свою позицию тем что, как правило, фактический режим зачастую не совпадает с формально

---

<sup>278</sup> См. подробнее: Восканян М.А. Кризисы на валютном рынке Армении: истоки и последствия. Научно-аналитический журнал «Управленец». №2/60, 2016г. Изд. УрГЭУ - С. 97. Стр. 10-15 (РИНЦ, EBSCO PUBLISHING (USA))

<sup>279</sup> См. подробнее: Amartya Lahiri, Rajesh Singh, Carlos A. Vegh Optimal Exchange Rate Regimes: Turning Mundell-Fleming's Dictum On Its Head. NBER Working Paper No. 12684. November 2006; Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation, June 2002; - <http://www.nber.org/papers/w8963.pdf>

<sup>280</sup> Ghosh A., Gulde A.-M., Ostry J., Wolf H. Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter? // NBER Working Paper, № 5874, 1997; Vesela Yordanova Todorova Comparative analysis of the criteria in the choice of an exchange rate regime. Economics and Organization Vol. 3, No 2, 2006, pp. 179 - 187

озвученным валютным режимом, особенно в условиях развивающихся рынков, и тем самым нельзя объективно судить о взаимосвязи между валютными режимами и валютными кризисами<sup>281</sup>. С другой стороны, мировой опыт указывает на подверженность валютным кризисам также стран, которые реализуют политику жесткого фиксированного курса<sup>282</sup>. Авторы также отмечают, что каждый из видов режимов валютного регулирования оптимален в каждый определенный период для данной страны, и в этом смысле не резонно обобщать опыт стран в общую тенденцию<sup>283</sup>.

Тем не менее, большая часть исследований указывает на тесную взаимосвязь между подверженностью валютным кризисам стран и их выбором в отношении валютных режимов<sup>284</sup>.

Опыт Армении в контексте сказанного представляет особый интерес. Помимо того, что Армения относится к малым открытым экономикам с развивающимся рынком, как было рассмотрено выше, валютная политика отражает яркий пример несоответствия фактического и формального режима валютного регулирования. Кроме того, за последние десять лет, валютный рынок Армении пережил два достаточно ощутимых валютных кризиса, что обусловило актуальность данной части работы, посвященной анализу и выявлению ключевых факторов, повлекших за собой такую высокую волатильность на валютном рынке.

Как было показано выше, проводимая доньше денежно-кредитная и валютная политика была неэффективна, и во многом стала причиной событий на валютном рынке в 2009г. и в конце 2014г. При этом, внутренняя несостоятельность монетарного регулирования усилила подверженность экономики Армении внешним шокам (в первую очередь со стороны российской экономики), которые возымели негативное воздействие на волатильность обменного курса драма.

В этой связи, в рамках данной части исследования, автором ставится задача дать характеристику валютным кризисам 2009г. и 2014г. в Армении, а также определить их основные первопричины, а также выделить негативные последствия.

Как было доказано выше, валютная политика в Армении характеризуется нерыночным вмешательством со стороны центрального банка<sup>285</sup>. При этом, основным

---

<sup>281</sup> Calvo, Guillermo A. and Carmen M. Reinhart. "Fear Of Floating," Quarterly Journal of Economics, 2002, v107(2,May), 379-408

<sup>282</sup> Paul R. Masson, 2001. "Globalization Facts and Figures," IMF Policy Discussion Papers 01/4, International Monetary Fund.

<sup>283</sup> No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times. Jeffrey A. Frankel. NBER Working Paper No. 7338. Issued in September 1999

<sup>284</sup> См.например: Kenneth S. Rogoff, Aasim M. Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks, and Nienke Oomes. IMF Working Paper Research Department Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes

фактором, вынуждающим «денежные власти» настолько активно вмешиваться в валютный рынок, является тесная взаимосвязь волатильности валютного курса и уровня цен, а также практическое отсутствие и недееспособность других денежно-кредитных инструментов эффективно воздействовать на денежную массу в экономике<sup>286</sup>.

В рамках данной части работы осуществлена попытка дать оценку степени воздействия внешнего фактора на колебания обменного курса национальной валюты. В рамках поставленной цели, автором были рассмотрены два периода кризисов на валютном рынке, которые отличались резкими скачками обменного курса драма по отношению к доллару, и следствием чего стали негативные тенденции в реальном секторе экономики на фоне инфляционного давления.

Первый яркий валютный кризис в Армении наблюдался в марте 2009г. , когда на фоне мирового валютного кризиса и валютного кризиса в России, который по официальным данным обесценил рубль на 53,2%, армянский драм был обесценен, согласно официальному курсу ЦБ РА, на 19,7% (см. рис. 3.40).

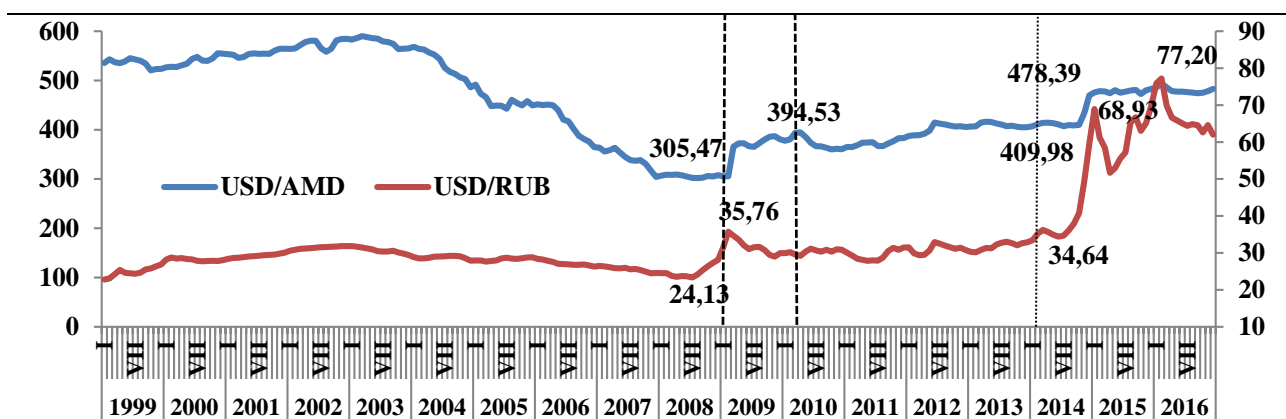


Рис. 3.40. Динамика обменного курса валютных пар USD/RUB и USD/AMD, 1999-2016гг., ежемесячно\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/> и Банка России - <http://www.cbr.ru/>

\* На рисунке выделены I и VIII месяцы.

Затем, в конце 2014 года на фоне обострения мировой геополитической ситуации, значительных спадов на сырьевых рынках и соответственно обвала российского рубля, вследствие дестабилизации на валютном рынке России, в Армении наблюдался второй

<sup>285</sup> См. подробнее: Восканян М.А. Валютная политика Армении: миф и реальность. "Евразийский экономический обзор. Eurasian Economic Review", №3/2011, стр. 79-84 (рус. яз.), Стр. 85-89 (англ. яз.)

<sup>286</sup> Восканян М.А. Проблема взаимосвязи инфляции и валютного курса: опыт Армении. УДК 004:338 (063) ББК 32.973+65.9 (5К) С 10 .Материалы Международной научно-практической конференции «Информационная экономика в формате G-Global». 9-10 октября, 2014г. Караганды - 2014г. 511с.– С 371-374.

серьезный валютный кризис, который, в свою очередь, опять же привел к определенному обесценению обменного курса драма.

Несмотря на официальную позицию Центрального Банка РА, которая обосновала резкое обесценение драма корректировкой валютной политики и обменного курса национальной денежной единицы с целью усиления экспортных позиций отечественного производителя на внешних, и прежде всего, на рынках стран ЕАЭС, а также поддержания международных резервов на необходимом уровне, следует указать на другие факторы. В частности, снижение и даже отток капитала последние восемь лет, снижение экономической активности бизнес-субъектов, усиление инфляционного давления и многими другими факторами, способствующими обесценению драма несут в себе глубинные и долгосрочные нерешенные задачи, которые привели к очередному валютному кризису.

Негативные ожидания со стороны населения привели к ажиотажной скупке иностранной валюты, при этом со стороны банковской системы эта ситуация усугублялась ограничением продаж валюты. Это в свою очередь привело к переходу спекулятивных процессов на внебанковский рынок валюты. Учитывая тесную взаимосвязь негативных ожиданий населения по отношению обменного курса национальной валюты и роста уровня цен, паника и спекулятивные процессы перешли на потребительский рынок.

Безусловно, такая ситуация отразилась и на структуре и объеме сбережений, аккумулированных в банковской системе. Интересно, что, несмотря на обесценение драма и фактически подорожание доллара в стране, большая часть сбережений буквально за несколько месяцев перешла во вложения в иностранных валютах, что повлекло за собой рост уровня долларизации.

Следует отметить, что еще с августа 2014 года Центральный Банк РА стал осуществлять стресс-тесты с более жесткими сценариями для оценки влияния внутренних и внешних рисков на возможные неблагоприятные сценарии развития в финансовом и реальном секторе. Была дана оценка влияния товарных рынков, в том числе нефтяных, а также валютных рынков на финансовую систему Армении. Девальвационные процессы в ноябре вынудили ЦБ РА осуществить валютные интервенции на валютном рынке на сумму в \$93,84 млн., что составило около 98,3% от совокупного объема валютных биржевых сделок за отмеченный период.

В конце ноября 2014 года ЦБ ужесточил процентную политику увеличив стоимость краткосрочной драмовой ликвидности, постепенно повысив ставку ломбардного РЕПО с 8,25% до 10,25% и до 21% в декабре, продолжая наряду с этим валютные интервенции. С 8



декабря был внедрён новый инструмент, предполагающий продажу валюты посредством ежедневных аукционов в объявленном заранее ограниченном количестве.

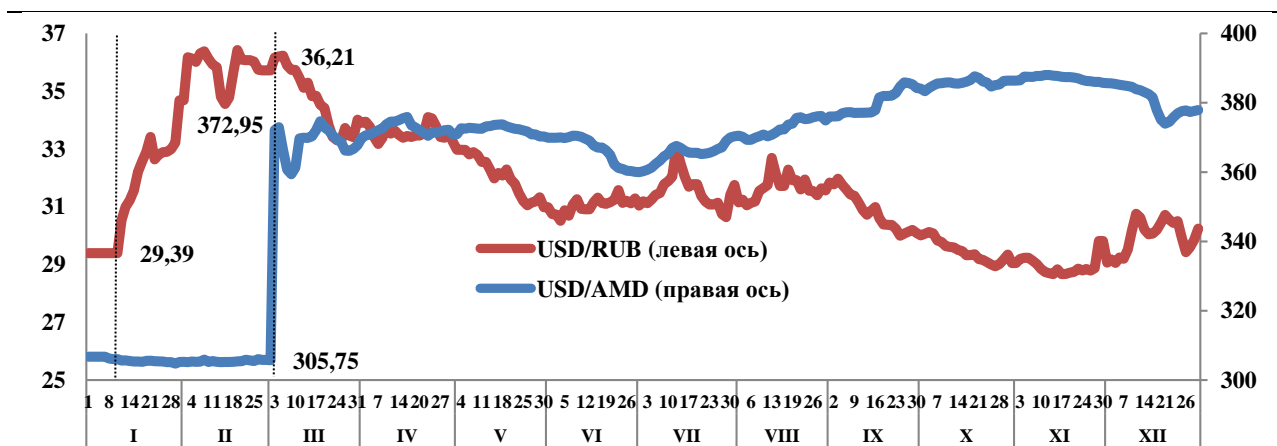


Рис. 3.41. Динамика обменного курса валютных пар USD/RUB и USD/AMD, ежедневно, 2009г.\*

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/> и Банка России - <http://www.cbr.ru/>

\* На рисунке выделены 1,4,7,8,21,28 и 31 дни.

Таким образом, ЦБ РА фактически сократил ежедневные торги с \$6 млн. до \$2 млн. Для смягчения рисков инфляционного давления и достижения целевого ориентира «денежные власти» повысили ставку рефинансирования на, сначала до 8,5%, а в январе 2015 года до 9,5%. Наряду с этим норма резервирования была установлена на уровне 24%, которая к концу декабря была снижена до 20%, и лишь к концу 2016г. была установлена на отметке 18%.

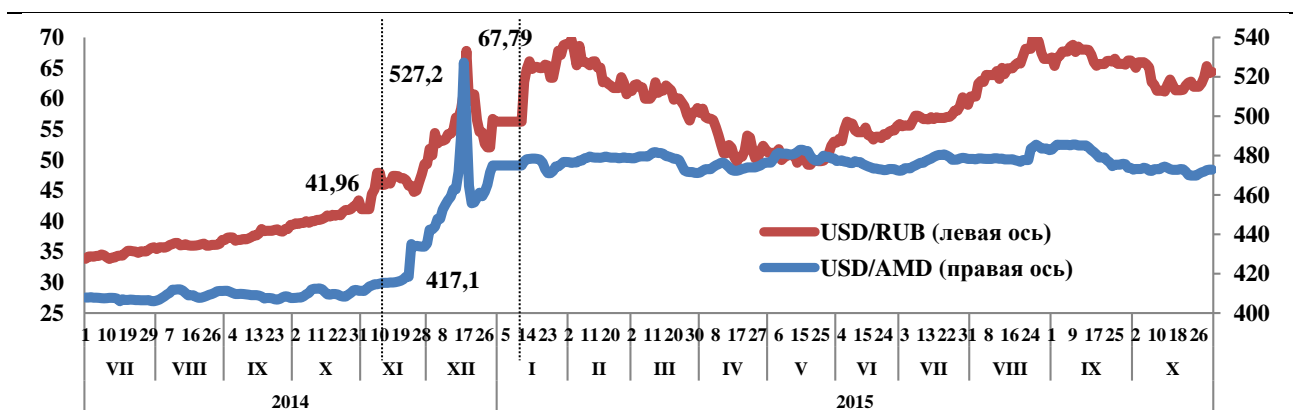


Рис. 3.42. Динамика обменного курса валютных пар USD/RUB и USD/AMD, 2014г. ежедневно.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/> и Банка России - <http://www.cbr.ru/>

\* На рисунке выделены 1,3,4,6,7,8,18, 21,24,26 и 31 дни.

Более того, по сути, ситуация, наблюдавшаяся в 2014г. фактически повторила события на валютном рынке в 2009г. При этом и в том и другом случае, большая часть факторов, приведших к валютному кризису были обусловлены ситуацией на валютном рынке России. И, учитывая достаточно заметный временной лаг между событиями на валютном рынке России и воздействием последних на валютный рынок Армении, у «денежных властей» РА фактически имеется возможность предпринимать превентивные меры по предотвращению резких колебаний валютного курса. Однако, как показал опыт, и в случае 2009г., и в случае 2014г. ЦБ РА допустил резкие скачки обменного курса, применяя неэффективную денежно-кредитную и валютную политику (см. рис. 3.42).

При этом, если обесценение обменного курса рубля происходило на протяжении нескольких месяцев, то этот же процесс с драмом произошел фактически в течение одного дня, что безусловно, стало сильнейшим внутренним шоком для реального сектора и не могло не повлечь за собой серьезные губительные последствия. Плохо также и то, что в конце 2014г. эта ситуация повторилась, что как минимум говорит о некорректности политики со стороны Центрального Банка в отношении обеспечения стабильности на денежном рынке, не говоря уже о других более значимых последствиях для экономики.

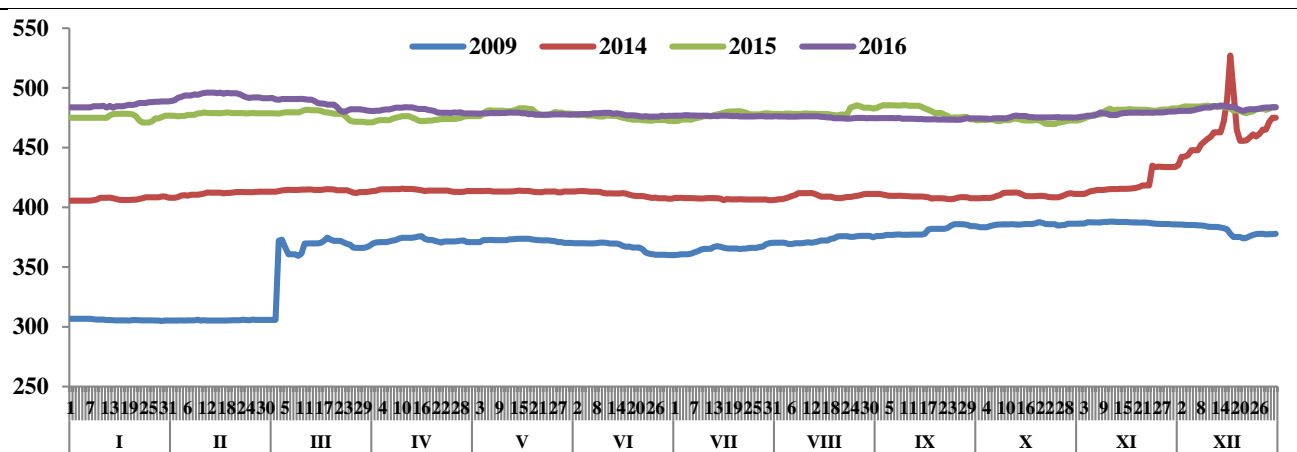


Рис. 3.43. Ежедневная динамика обменного курса драма по отношению к доллару, 2009г., 2014-2016гг.\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

\*На рисунке выделены 1,3,7,9,13,15,20, 26 дни.

Сопоставим валютные кризисы 2009г. и 2014г. Как мы можем видеть на рисунке 3.44, если в случае кризиса 2009г. ЦБ РА достаточно быстро смог стабилизировать волатильность на валютном рынке, то в период ноябрь-декабрь 2014г., «денежные власти» в большей

степени потеряли контроль над ситуацией, что в результате привело к активизации спекулятивных процессов со стороны банковского сектора и панике среди населения.

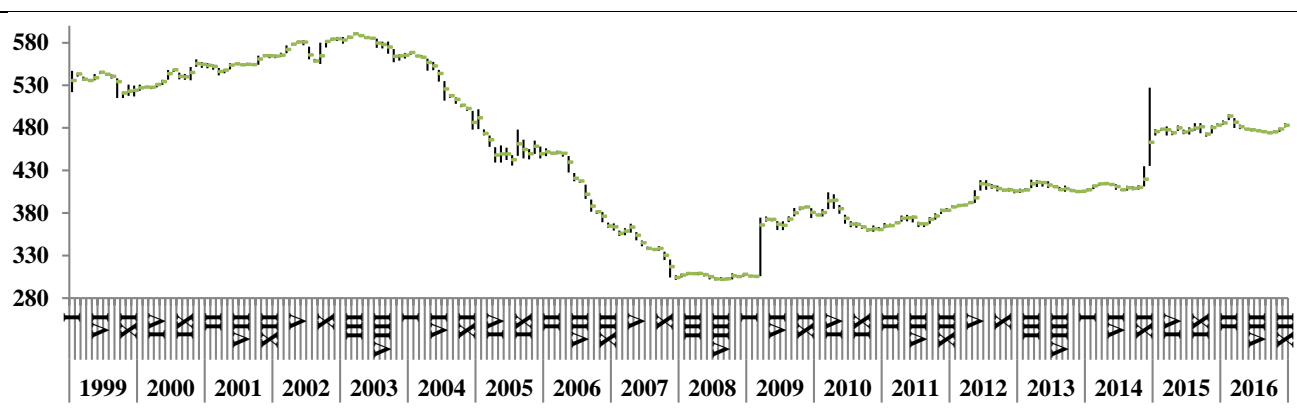


Рис. 3.44. Динамика минимальных, максимальных и средних значений обменного курса USD/AMD на валютном рынке, 1999-2016гг., ежемесячно\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

\*На рисунке выделены I, III, V, VI, IX и XI месяцы.

Аргументом в пользу наличия спекулятивных операций со стороны банковской системы в период рассмотренных кризисов выступает значительный спрэд между минимальными и максимальными значениями обменного курса USD/AMD на биржевом рынке (см. рисунок 3.44).

Стоит отметить, что периоды валютных кризисов, характеризуются существенным спрэдом между обменным курсом на продажу и покупку валюты, что, прежде всего, указывает на спекулятивный характер сделок по валюте со стороны банковского сектора. Причем, если в случае 2009г. ЦБ РА приостановил попытки спекулятивных продаж со стороны банковской системы незамедлительно, то в случае 2014г. ситуация не стабилизировалась более месяца, что еще больше усугубило ситуацию.

Итак, как было уже отмечено выше, оба валютных кризиса в Армении обусловлены последствиями от влияния российской экономики. Большая часть макроэкономических показателей Армении указывает на тесную связь от волатильности экономики России. Достаточно упомянуть долю российских прямых инвестиций в экономике Армении, российского капитала в финансовой (прежде всего, в страховом и банковском секторе) системе страны, общий уровень денежных трансфертов из России в Армению и многие другие факторы, которые были рассмотрены в предыдущих частях работы.

Представим ключевые каналы воздействия российской экономики на Армению.

### *Частные денежные трансферты*

Объемы трансфертов имеют непосредственное влияние на уровень доходов более трети населения. Тем самым, ежегодные поступления в экономику по линии частных иностранных денежных переводов в Армению существенно отражаются на уровне благосостояния населения. Вместе с тем, около 70% всех трансфертов из-за рубежа в приходится на Россию. Разумеется, экономический кризис в России сказывается также на сокращении валютных притоков по линии трансфертов в Армению, особенно после обесценения рубля.

### *Внеэкономическая деятельность*

Важным фактором зависимости экономики Армении от экономики России является торговый баланс. Как уже было показано выше, существенную долю в экспорте и импорте Армении имеет Россия. В связи со сложившейся ситуацией попытаемся оценить насколько данная ситуация в РА обусловлена валютным кризисом на финансовых рынках России и в какой степени экономика Армении зависит от ситуации в России в контексте развития армяно-российских торгово-экономических отношений.

Для подтверждения выдвинутой гипотезы, были использованы следующие показатели экономик РА и РФ:

- обменный курс доллара США к армянскому драму и российскому рублю;
- индексы потребительских цен;
- прямые иностранные инвестиции;
- объем международных резервов;
- денежные агрегаты M0, M2 и M2X (агрегат M1 не был рассмотрен, поскольку его начали рассчитывать в РФ с 2014г.);
- активы коммерческих банков и объем трансфертов в РА и экспорта нефти из РФ).

Временной диапазон рассматриваемых переменных охватывает ежемесячные данные за период с 2008-2014гг.

Имея временные ряды вышеперечисленных показателей, нами была рассчитана их волатильность (кроме показателей ПИИ, объемов трансфертов в РФ и экспорта нефти из РФ, изменения которых представлены в процентных изменениях), после чего был произведен анализ связи между ними при помощи корреляционного анализа.

При расчете волатильности мы использовали ежемесячную волатильность  $\sigma_{monthly}$ , которая равна произведению стандартного отклонения ( $\sigma_{SD}$ ) процентных изменений переменных и квадратного корня из T (1/12).

$$\sigma_{monthly} = \sigma_{SD} \sqrt{1/12}$$

После расчета волатильности был применен корреляционный анализ для установления взаимосвязи между переменными. Общая формула корреляции между двумя переменными  $x$  и  $y$  имеет следующий вид:

$$r_{x,y} = \frac{Cov(x,y)}{\sigma_x \sigma_y}, где$$

$r_{x,y}$  – коэффициент корреляции между переменными  $x$  и  $y$ ,

$Cov(x,y)$  – коэффициент ковариация между переменными  $x$  и  $y$ ,

$\sigma_x$  – стандартное отклонение независимой переменной  $x$ ,

$\sigma_y$  – стандартное отклонение независимой переменной  $y$ .

Результаты корреляционного анализа показывают, что существует положительная взаимосвязь между выбранными показателями, а именно, между колебаниями основных показателей денежно-кредитной политики, что, в свою очередь, отражается на финансовой системе Армении (см. в приложении 3).

Итак, как уже было сказано выше, за последние несколько лет валютный рынок Армении пережил как минимум два значительных кризиса. Нет смысла говорить о тяжелых последствиях валютных кризисов для реального сектора. Безусловно, резкие скачки обменного курса национальной валюты привели к нестабильности в реальном секторе и вызвали весьма негативные последствия, прежде всего, для бизнес-среды. Однако, если сопоставить два прошедших валютных кризиса, то между ними наблюдаются как схожие, так и отличительные черты.

В качестве отличительных черт следует отметить различное состояние экономики в процессе кризиса. Если на момент марта 2009г., когда произошел достаточно резкий обвал драма, экономика находилась в достаточно устойчивом состоянии, то 2014г. характеризуется снижением темпов экономического роста. Кризису 2009г. предшествовали шесть-семь лет стабильного двузначного экономического роста, которые позволили несколько увеличить общий уровень жизни в стране, стабилизировали доходы населения и реального сектора в целом; улучшились показатели развития финансового сектора, был значительно активизирован кредитный рынок и т.д. Безусловно, нельзя говорить о серьезных успехах в экономическом развитии периода до 2009 года, но, тем не менее, определенные улучшения наблюдались. Кроме того, реальный эффект от мирового финансового кризиса для Армении последовал значительно позже (например, снижение уровня денежных трансфертов, снижение и без того мизерных экспортных позиций, снижение бизнес активности в реальном

секторе и, как следствие, снижение общего уровня благосостояния и увеличение уровня бедности).

В то же время, на момент конца 2014г. экономика Армении находилась в плачевном состоянии. Последние шесть лет характеризуются рецессией; низкими темпами экономического роста; высоким государственным долгом, львиную долю которого составляет внешний долг; повышением уровня бедности (на сегодняшний день, согласно официальной статистике 29,8% населения находятся за чертой бедности).

Таким образом, резкий обвал национальной валюты в 2009г., безусловно, негативно отразился на экономике Армении, но нельзя не отметить, что негативные последствия валютного кризиса 2014г. значительно сильнее. Более того, учитывая одностороннюю направленность валютной политики со стороны ЦБ РА во время обоих кризисов, нельзя не отметить недальновидность осуществляемого регулирования по части валютной политики.

Одним из отличий валютных кризисов начала 2009г. и конца 2014г. следует признать характер, а точнее действенность инструментов валютного регулирования со стороны ЦБ РА. Если в начале 2009г. «денежным властям» удалось стабилизировать ситуацию практически за пару дней, то в случае кризиса 2014г. центральный банк не только не сумел остановить обвал драма, но также позволил случиться спекулятивным операциям на рынке, инициатором которых была, прежде всего, банковская система. Таким образом, действия «денежных властей» еще больше усугубили ситуацию. Несмотря на то, что центральный банк РА и в том и в другом случае прибегал практически к одной и той же стратегии удержания и стабилизации курса, в случае 2014 года он явно претерпел фиаско. Иными словами, сложившаяся ситуация требовала нового, более гибкого подхода. Действия оказались те же, а результат различный.

Тем не менее, причины валютных кризисов в Армении были заложены задолго до начала самих кризисов. С нашей точки зрения, резкие колебания на валютном рынке Армении обусловлены двумя группами факторов. К первой группе следует отнести те факторы, которые заложены как в самой экономике, так и в валютной политике Армении (эндогенные факторы). Вторая группа факторов объединяет внешние импульсы, негативно сказавшиеся на валютном рынке в отмеченные периоды (экзогенные факторы). Следует также оговориться, что на наш взгляд, чем сильнее выражена первая группа факторов, тем сильнее будет негативный аспект второй группы факторов.

Однако, рассмотрим их по отдельности.

#### *Эндогенные факторы*

##### ✓ Жесткость валютного регулирования

Многие исследования на предмет валютных курсов и валютных кризисов доказывают значительную связь подверженности валютных кризисов от степени жесткости валютной политики. Опыт множества стран указывает на то, что чем более жестким является валютное регулирование, тем больше экономика бывает подвержена валютным кризисам. Интересно, что плавающие валютные курсы более устойчивы к кризисам, несмотря на большую вероятность наличия различных валютных рисков.

В контексте сказанного, валютная политика в Армении может считаться классическим случаем жесткого регулирования<sup>287</sup>, повлекшего за собой резкую волатильность в определенные периоды. Жесткое регулирование обменного курса национальной валюты можно сопоставить с эффектом пружины, которую чем больше сжимаешь, тем с большей силой она будет отпущена. Выше было аргументировано активное и нерыночное вмешательство «денежных властей» в процесс формирования обменного курса драма на валютном рынке. Практически на протяжении всего рассматриваемого периода значение Индекса опережения обменного курса ниже единицы. При этом, заметные скачки показателя Индекса от показателя ниже 1 до показателя выше 1 происходят именно во время резкого обесценения обменного курса драма.

##### ✓ Несоответствие реального и фактического обменного курса драма

Многие факторы, неоднократно рассмотренные в наших исследованиях<sup>288</sup> доказывают несоответствие показателя обменного курса драма его реальной покупательной способности. Подтверждением тому являются как низкие темпы экономического роста, неизменность паритета покупательной способности, так и активные валютные интервенции на валютном рынке со стороны Центрального Банка РА, а также периодическое снижение международных резервов до критического минимума.

---

<sup>287</sup> Восканян М.А., Манукян Д.Э. Выбор валютного режима в контексте глобализации мировой финансовой системы: случай Армении. Сборник научных трудов международной конференции «Становление демократии на постсоветском пространстве: проблемы и перспективы». -Ер.:ЛИНУШ, 2010.- 460. Ст. 236-245 ; Восканян М.А., Мартиросян А.К. Валютная политика в условиях армянской экономики. Сборник научных трудов «Информационные технологии и управление» (6), «Энциклопедия – Арменика», Ереван, 2008, 157-170; Восканян М.А. Валютная политика Армении: миф и реальность. «Евразийский экономический обзор. Eurasian Economic Review», №3/2011, стр. 98-103 (рус. яз.), 104-108 (англ. яз.); Восканян М.А. Денежно-кредитная политика ЦБ РА: 20 лет реформ. Инновационная экономика России: проблемы и пути решения. [Текст]: [в 3-х частях]: материалы Всероссийской научно-практической конференции с международным участием (Каменск-уральский, 15 ноября 2012г.) / [отзыв за вып. Н.Н. Пасмурцева]; М-во образования и науки РФ, Урал.гос. эк. ун-т. – Екатеринбург: Изд-во Урал гос. экон. ун-та, 2012. Ч. 2. – 271с. С. 54-58

<sup>288</sup> Там же.

✓ Высокий уровень долларизации, недоверие к драму

Безусловно, высокий уровень долларизации, вызванный недоверием к национальной валюте, может считаться одним из факторов, который обуславливает валютный кризис в Армении. В условиях, когда больше 70% сбережений в финансовой системе сосредоточены в иностранной валюте (большой частью в долларах США), очевидно, что любые резкие колебания обменного курса национальной валюты не могут не привести к панике среди населения, которая, в свою очередь, усугубляет ситуацию и приводит к еще большей волатильности курса. Вместе с тем, высокий уровень долларизации, как денежного предложения, так и финансовой системы, не позволяет центральному банку эффективно использовать инструменты стабилизации, поскольку спектр влияния монетарных органов на денежное предложение, в условиях превалирования иностранной валюты в структуре денежной массы, достаточно узок<sup>289</sup>. Поэтому, единственным решением для «денежных властей» становится валютная политика, которая также ограничена запасами международных резервов. В этом смысле Армения является классическим примером такой ловушки.

✓ Слабо развитая финансовая система

Слабое развитие финансовой системы также может считаться эндогенным фактором, который способствует возникновению валютного кризиса. В случае Армении, наиболее развитым сектором финансовой системы является банковский сектор. При этом, как было сказано выше, в Армении наблюдается высокая степень долларизации сбережений, сосредоточенных в банках.

✓ Макроэкономическая среда

Наконец, общая макроэкономическая нестабильность всегда способствует возникновению тех или иных кризисов, тем более связанных с валютой. За последние шесть-семь лет экономика Армении значительно ослабла. По большому счету причины такого ослабления не столько в минувшем мировом финансовом кризисе 2007-2008гг., сколько в институциональной несостоятельности в целом. Именно заложенные несовершенства рынка

---

<sup>289</sup> Восканян М.А., Манукян Д.Э. 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.)/[отв. за вып. М.В.Фёдоров, Э.В. Пешина, В.П. Иваницкий]. – Екатеринбург: Изд-во Урал. гос. эк. ун-та, 2011. – Секция 4. Пространственные формы организации государственно-частного партнерства. – 201с. – Ст. 48-52. ; Восканян М.А., Манукян Д.Э. Механизмы борьбы с долларизацией: мировой опыт и Армения. Пятая Годичная научная конференция (6-10 декабря 2010г.): Сборник научных статей: В 2ч. Ч.1. – Социально-гуманитарные науки.-Ер.: Изд-во РАУ, 2011.-298. Ст. 158-165



и системы государственного регулирования привели к рецессии, которая пошатнула общее макроэкономическое состояние экономики.

### *Экзогенные факторы*

Безусловно, предпосылками кризиса стали именно внутренние причины, заложенные в самой экономике Армении. Однако, наряду с этим, толчком для обвала драма в обоих рассмотренных в данном исследовании случаях, стали именно экзогенные факторы.

В первом случае воздействие мирового финансового кризиса отразилось на экономике Армении через кризис в России, а во втором случае локальный валютный кризис в России повлиял на волатильность армянского драма. Следует отметить, что в этом смысле Армения не является исключением, и большинство республик постсоветского пространства подверглись негативным последствиям валютного кризиса в России.

Прослеживается определенная взаимосвязь колебаний обменных курсов валютных пар USD/RUB и USD/AMD с учетом некоторого временного лага. В обоих случаях валютный кризис в РФ происходил поэтапно и на протяжении вполне ощутимого отрезка времени, тогда как в Армении происходил резкий скачок курса. Иными словами, основываясь на том факте, что армянская экономика по всем возможным параметрам находится в сильной зависимости от российской, то несложно было предвидеть сложности на валютном рынке Армении исходя из происходящего на российском. Более того, опыт 2009г. может считаться достаточно ярким уроком для "денежных властей, который следовало учесть в случае кризиса 2014г.

### **Выводы**

Итак, даже краткий обзор факторов, обуславливающих возникновение валютных кризисов в Армении в начале 2009г. и конце 2014г., указывает на доминирование именно внутренних причин, повлекших за собой неустойчивость обменного курса драма. Если обобщить все перечисленные выше факторы (которые представляют собой лишь краткий перечень и не охватывают всех факторов), то очевидно, что жесткое удержание обменного курса на определенной метке со стороны центрального банка и является основной причиной возникновения валютных кризисов. Вызывает сомнение также адекватность выбранной метки обменного курса драма.

Наши исследования<sup>290</sup> доказывают достаточно слабую корреляцию между инфляцией и колебаниями валютного курса в Армении, что в первую очередь, обусловлено искажениями на рынке как товаров и услуг (высокая степень монополизации мешает

---

<sup>290</sup> Voskanyan M., Sandoyan E., Mnacakanyan L., Barsegyan M. "Theory of Communicating Vessels": The Problem of Currency Regulation. Journal Transition Studies Review. Vol 21, No 1 (2014) "Transition Studies Review"

рыночному формированию цен), так и на валютном рынке (постоянное вмешательство ЦБ РА на валютный рынок с целью корректировки). Таким образом, использование валютной политики в качестве стабилизатора инфляционного давления лишено смысла.

### 3.3. Проблемы денежно-кредитного и валютного регулирования в РА в контексте евразийской интеграции <sup>291</sup>

Евразийские интеграционные процессы последних нескольких лет возымели достаточно сильное влияние на, практически, все экономики постсоветского пространства, и в большей степени, на экономики, непосредственно задействованные в отмеченные интеграционные тенденции. Вместе с тем, все страны-участницы ЕАЭС, в данный момент не реализуют гармонизированную макроэкономическую политику. В частности, не наблюдается координации денежно-кредитной и валютной политики.

Наряду с этим, как и любая другая интеграционная ячейка, ЕАЭС, на пике своего развития, подразумевает в будущем создание валютной зоны. И хотя на данном этапе развития речи о создании валютного интеграционного объединения не идет, очевидно, что в обозримом будущем этот вопрос обязательно станет актуальным.

В рамках данной части работы осуществлена попытка оценить степень готовности стран к валютной интеграции в рамках евразийского пространства с точки зрения основных проблем и перспектив развития ЕАЭС, а также как возможная альтернатива валютной политике Армении в перспективе.

---

<sup>291</sup> Глава подготовлена в рамках исследования по заказу Фонда технического содействия ЕАБР по направлению Финансовая интеграция и ориентированного на содействие исследованиям процессов евразийской интеграции, развитие международного сотрудничества в этой сфере. Результаты опубликованы: Восканян М.А. Проблемы и перспективы создания валютной зоны в рамках ЕАЭС. Вестник РАУ, гуманитарные и общественные науки. Изд. РАУ (7), №3, Ереван, 2015, С. -144. Стр. 95-111 (РИНЦ); Восканян М.А. Координация монетарного регулирования в контексте евразийской валютной интеграции. Мировая экономика за 25 лет [Текст] : сб. ст. Междунар. науч.-практ. конф. (Екатеринбург, 9 октября 2015 г.) / [отв. за вып. А. А. Мальцев ; ред. кол. : В. А. Мальцева, Ал. А. Мальцев, О. А. Гайтерова] ; М-во образования и науки Рос. Федерации, Урал. гос. экон. ун-т. – Екатеринбург : [Изд-во Урал. гос. экон. ун-та], 2015. – 177 с. Стр. 20-26; Восканян М.А. Оценка перспектив валютной интеграции в странах ЕАЭС: альтернативный подход. Актуальные вопросы экономической теории и практики в условиях глобальных вызовов: коллективная монография / Под общ. ред. доктор эконом.наук, проф. Ж.Я. Аубакировой. – Алматы: Қазақ университеті, 2015. – 243 с. ISBN 978-601-04-1592-8 Стр. 133-139; Восканян М.А. Оценка перспектив валютной интеграции в странах ЕАЭС: альтернативный подход. Материалы Международной научно-практической конференции «Перспективы Евразийской экономической интеграции как фактор устойчивого развития Казахстана». Алматы 25-26 ноября, 2015. Алматы "Казак университеті". 2015 Ст. 38-43; Восканян М.А. Проблемы и перспективы валютной интеграции в рамках ЕвРазЭс. Ф79 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, 28–29 ноября 2013 г. / Науч. ред. Ю.М. Ипатов, А.Б. Звездова, М.С. Туровская. Часть I. — СПб.: МИЭП, 2013. — 201 с. ISBN 978-5-91950-049-0 – С 28-34; Восканян М.А. Проблемы и перспективы валютной интеграции в рамках ЕАЭС. XVII Апрельской Международной научной конференции по проблемам развития экономики и общества. 19-22 апреля/2016 / Москва <http://regconf.hse.ru/uploads/9c4e3c18ba769838aba00529a4dccb5560c1c136.pdf>

### 3.3.1. Макроэкономическая сбалансированность, фискальная и монетарная политика в странах ЕАЭС

Опыт Еврозоны доказал, что валютное интеграционное объединение может нести в себе серьезные угрозы для экономик, входящих в состав валютного союза. При этом, отсутствие монетарного регулирования приводит к серьезным кризисным последствиям, в особенности, в случае неразвитости экономик. Пример Греции и некоторых других государств Еврозоны показал, что вход в валютную зону может быть чреват негативными последствиями.

Вместе с тем, на фоне современных тенденций в мировой финансовой системе, явной концентрации капитала в одной валюте, резких колебаний фондовых рынков, нестабильности денежных систем даже наиболее развитых экономик, возникает необходимость объединения в региональные валютные союзы с целью усиления позиций денежных систем на мировой финансовой арене.

Интеграционные процессы в странах постсоветского пространства позволяют предвидеть формирование валютного союза в среднесрочной перспективе. При этом, макроэкономическая готовность ставится под сомнение, по крайней мере, в настоящее время. В этой целью, в данном разделе исследования был сделан обзор макроэкономических показателей в странах ЕАЭС, с целью оценить сбалансированность экономик данных стран, в первую очередь, с точки зрения фискального и монетарного баланса.

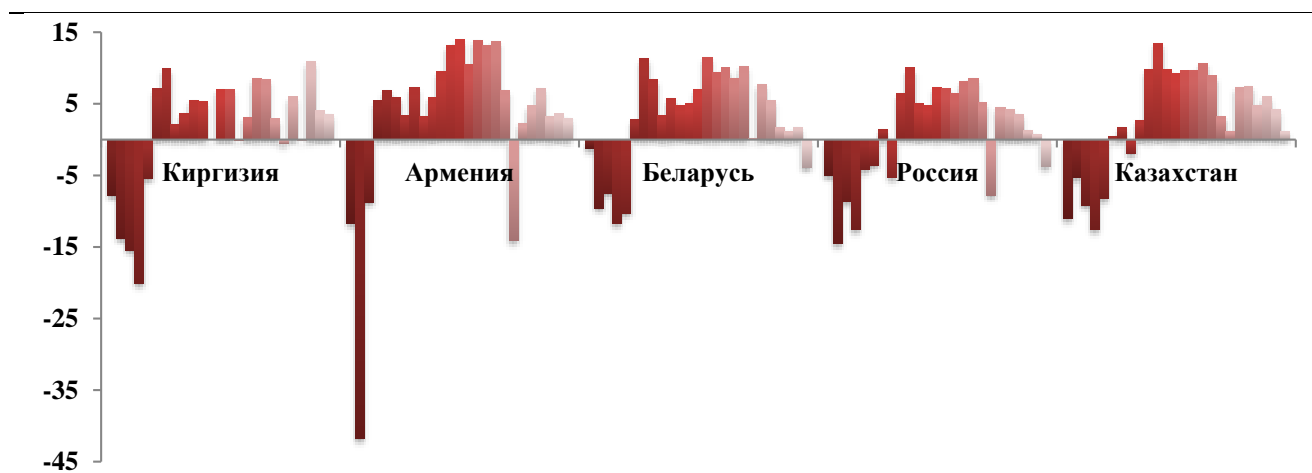


Рис. 3.45. Рост ВВП, %, ежегодно, 1990-2015гг.

Источник: База данных Всемирного Банка - World Development Indicators 2017 (WDI): <http://www.worldbank.org>

Как мы можем видеть на рисунке 3.45, страны, входящие в ЕАЭС развиваются достаточно неоднородно. Причем разница ощутима не только в размерах экономик (явным

лидером в данном союзе выступает Россия), но также и экономических циклах, а также в уровне доходов.

Наряду с неоднородностью самих рассматриваемых экономик, как было показано в работе выше, экономика России имеет существенное влияние на экономики стран ЕАЭС. При этом, по уровню ВВП на душу населения, выделяются явные лидеры в лице России и Казахстана, что также может стать препятствием к успешной реализации единой денежно-кредитной политики (см. рис. 3.46).

Здесь стоит отметить, что в свете интеграционных процессов на евразийском пространстве, нельзя не упомянуть о потенциальных угрозах опасности увеличения эмиграции из более слабых стран в страны с более высокими доходами. Как показывает опыт Евросоюза, активная экономическая интеграция между странами разных уровней, привела к большому оттоку населения из стран с меньшим достатком в более обеспеченные страны.

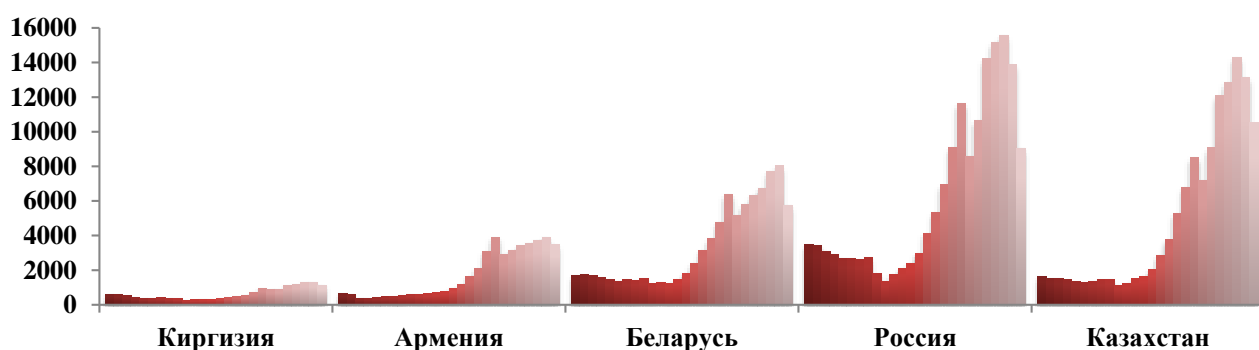


Рис. 3.46. ВВП на душу населения, в долл. США, 1990-2015гг.

Источник: База данных Всемирного Банка - World Development Indicators 2017 (WDI): <http://www.worldbank.org>

Наиболее сильно при этом пострадали страны Прибалтики, Польша, Румыния и Болгария. Беспрецедентный приток населения наблюдается в наиболее богатые страны Евросоюза, а именно во Францию, Великобританию, Германию и Италию. Очевидно, что объединяя в единый союз сильные и слабые страны, эта опасность будет наблюдаться и в рамках Евразийского экономического объединения. Уже сейчас картина миграционных процессов беспокоит. Как и следовало ожидать, Россия отличается большим притоком населения, в то время как остальные страны с каждым годом показывают большой отток населения.

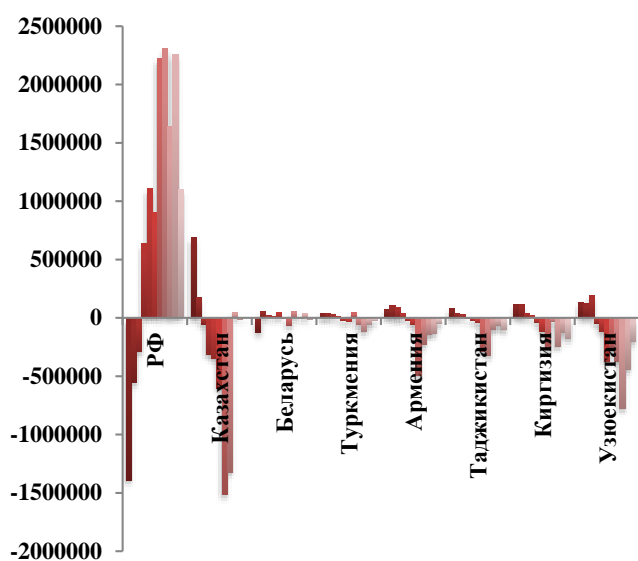


Рис. 3.47. Чистая миграция, в тыс. человек, 1962-2012гг.

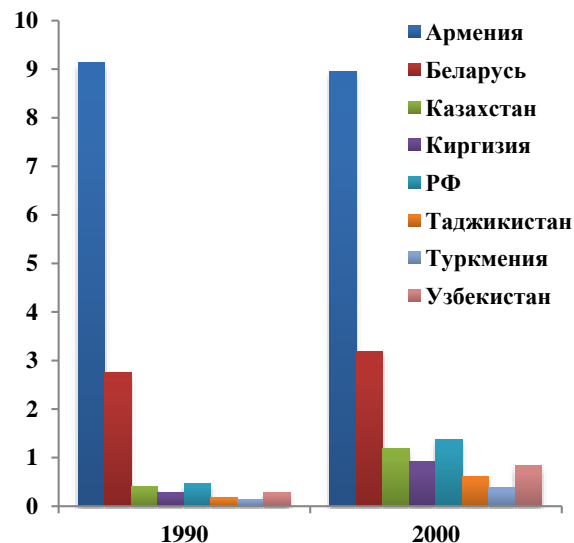


Рис. 3.48. Эмиграция людей с высшим образованием в % от всего населения с высшим образованием, 1990г. И 2000г.

Источник: База данных Всемирного Банка - World Development Indicators 2017 (WDI) - <http://data.worldbank.org>

Здесь также важно обратить внимание на структуру населения, которое эмигрирует из стран. Опять же, как показывает опыт Евросоюза, достаточно большой процент людей с высшим образованием покидает страны с меньшим достатком. Таким образом, существует опасность в качественном оттоке населения. Отток населения с высшим образованием означает потерю человеческого капитала, что не может не привести снижению темпов экономического роста в таких странах, а также, в целом, снизит потенциал экономического развития этих стран.

Возвращаясь к странам Евразийского экономического пространства, мы можем наблюдать схожую картину. Положительное сальдо миграции населения наблюдается только в России. Остальные страны показывают существенный отток населения (см. рис. 3.47). При этом, рассматривая качественный состав эмигрирующего населения, можно сделать плачевные выводы. Наблюдается тенденция роста оттока населения с высшим образованием. Нет смысла лишней раз указывать на весь спектр негативных последствий, как для человеческого капитала данных стран, так и для экономического развития в целом в будущем.

Рассматривая причины такой тенденции приходится констатировать негативные макроэкономические условия внутри стран. Исследования указывают на достаточно высокий уровень безработицы в рассматриваемых странах. При этом качественный состав безработного населения демонстрирует неутешительные тенденции. Все больше

наблюдается безработица среди образованного населения, то есть населения со специальным и высшим образованием. Важно также отметить заниженность показателей официальной статистики. В большинстве рассматриваемых стран наблюдаются две тенденции: высокий уровень теневого сектора, а также недостаточно эффективный учет безработного населения. Высокий уровень теневого сектора не позволяет статистическим структурам создать объективную картину на рынке труда, как со стороны спроса, так и со стороны предложения. С другой стороны, низкий уровень пособий по безработице и вообще других социальных пособий и льгот не стимулируют безработное население официально регистрироваться, что делает общую картину на рынке труда еще более непрозрачной.

В качестве еще одного фактора такой ситуации на рынке труда можно считать достаточно низкий уровень доходов населения. В частности, рассматривая среднемесячные зарплаты в странах евразийского экономического пространства, сразу бросается в глаза большая разница в зарплатах в РФ и в других странах. Этот фактор, конечно, является немаловажным с точки зрения большого оттока населения из других стран в Россию. Очевидно, что усиление интеграционных процессов будет чревато усилением миграционных потоков в данном направлении.

Доминирование России наблюдается также в совокупном ВВП стран ЕАЭС (см. рис. 3.48). Ключевым фактором такой неоднородности экономических циклов является разнородность структуры экономик и моделей развития. Если Россия и Казахстан в большей степени ресурсно-ориентированные экономики, то Беларусь и Армения развиваются по другому сценарию. Нелишним здесь будет упомянуть опыт Еврозоны, где также выделяются явные лидеры (в частности Германия, где локомотивом экономики является сфера промышленности) и страны, которые явно отстают по основным показателям от лидеров (например, Греция, где доминантом в структуре ВВП выступает сфера услуг). Одной из основных причин проблем, возникших впоследствии в Греции, являлось несоответствие монетарной политики в Еврозоне внутренним интересам экономики Греции, усугубленной слабым фискальным инструментарием, иными словами несостоятельностью макроэкономической политики Греции самостоятельно противостоять внутренним и внешним шокам экономики. В результате, такая ситуация не только повлияла на макроэкономическую стабильность одной страны, но отразилось на всех странах, входящих в валютный союз и в целом на ЕВРО, как валюту. Такой риск нельзя не учитывать при создании валютных зон в будущем, в частности, на территории евразийского пространства.

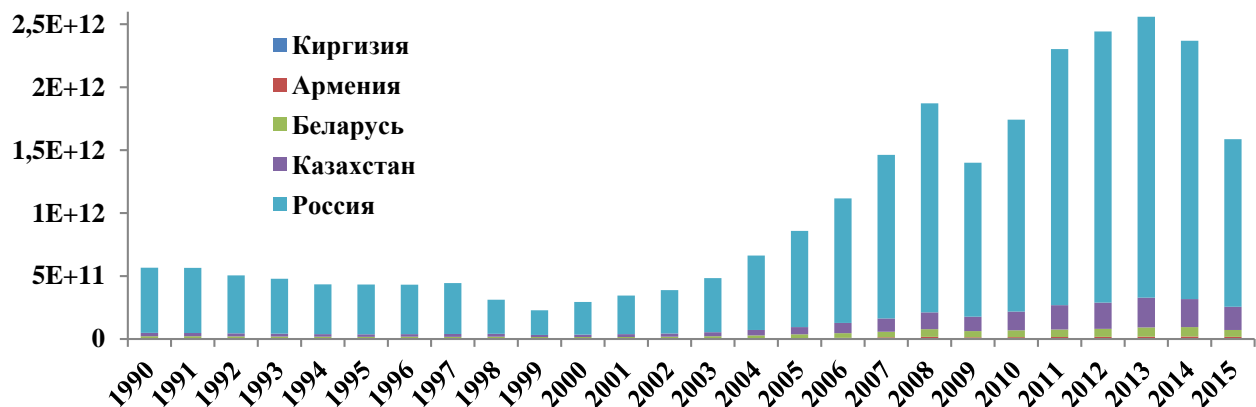


Рис. 3.49. Доля стран в ВВП ЕАЭС, в млрд. долл. США, 1990-2015гг.

Источник: База данных Всемирного Банка - World Development Indicators 2017 (WDI) - <http://data.worldbank.org>

Безусловно, помимо ВВП, ключевыми показателями, сбалансированность которых важна с точки зрения создания валютных зон, является внешнеэкономическая деятельность стран.

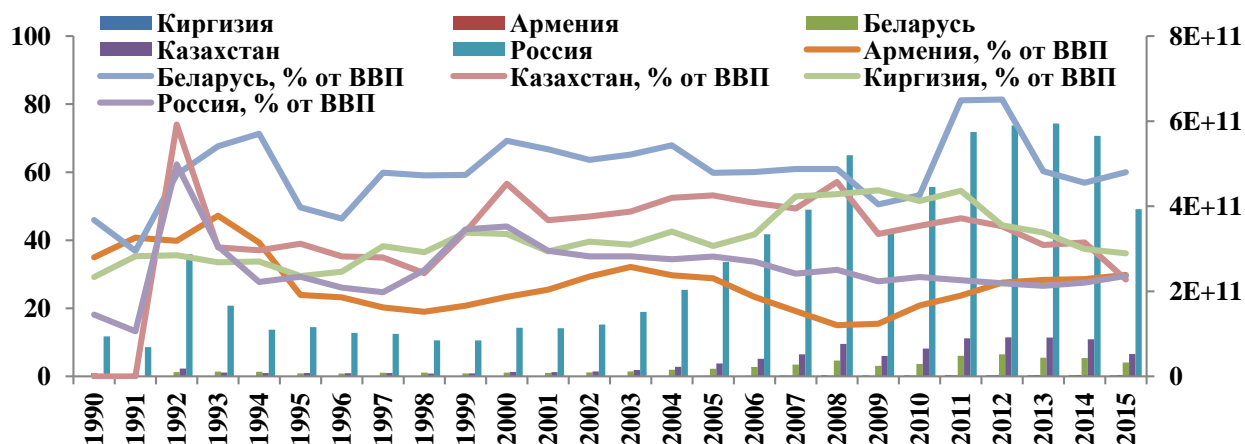


Рис. 3.50. Экспорт, в млрд. долл. и в % от ВВП.

Источник: База данных Всемирного Банка - World Development Indicators 2017 (WDI) - <http://data.worldbank.org>

В рамках данного исследования, прежде всего, была дана оценка экспортно-импортным позициям стран ЕАЭС. Как мы можем видеть на рисунках 3.50 и 3.51, Россия опять же в серьезном отрыве от остальных стран, лидирует по показателям экспорта и импорта.



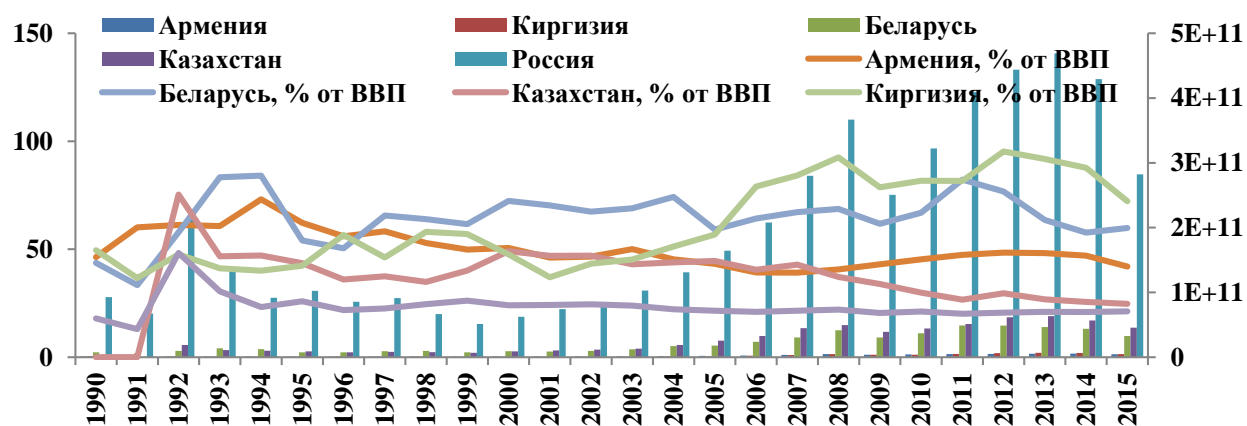


Рис. 3.51. Импорт, в млрд. долл. и в % от ВВП.

Источник: База данных Всемирного Банка - World Development Indicators 2017 (WDI) - <http://data.worldbank.org>

Отметим, что по доле экспорта в ВВП Белоруссия опережает все три страны. Структура экспорта Белоруссии в основном состоит – 33% сельскохозяйственная продукция плюс продукты питания, 15,2% транспортные средства<sup>292</sup>. За Белоруссией по объему экспорта в ВВП следует Казахстан, далее Россия и Армения.

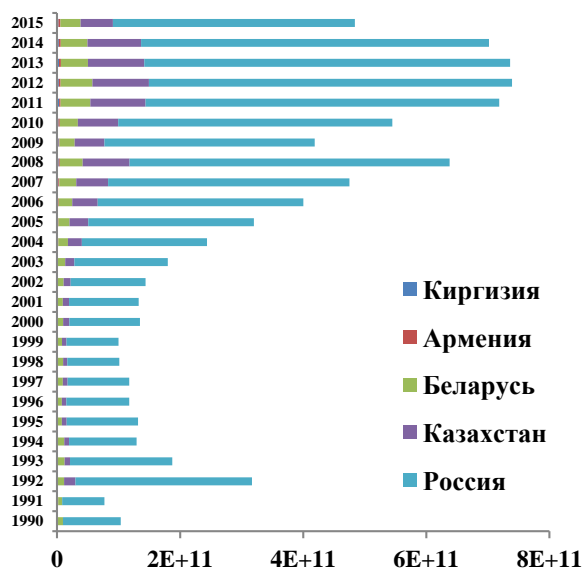


Рис. 3.52. Доля стран ЕАЭС в экспорте, в млрд. долл. США



Рис. 3.53. Доля стран ЕАЭС в импорте, в млрд. долл. США

Источник: База данных Всемирного Банка - World Development Indicators 2017 (WDI) - <http://data.worldbank.org>

<sup>292</sup> Официальный сайт Министерства Экономического Развития Российской Федерации: [www.ved.gov.ru](http://www.ved.gov.ru)

Тем не менее, рассматривая долевое участие стран ЕАЭС в общем экспорте и импорте интеграционного объединения, можно выделить лидерство России по показателям внешнеэкономической деятельности.

Здесь ключевым камнем преткновения становится именно разнородность внешнеэкономической политики стран ЕАЭС. Если учитывать тот факт, что валютная политика в валютной зоне ЕАЭС будет направлена на интересы, прежде всего, лидирующих по ВВП и экономическому росту государств (прежде всего Россия), то очевидно, что как монетарная, так и валютная политика будут направлены на стимулирование экспорта. При этом, могут пострадать интересы импортно-ориентированных стран, в частности, Армении.

С другой стороны, рассматривая удельный вес взаимной торговли между странами ЕАЭС в общем объеме внешней торговли, можно прийти к выводу, что за период существования ЕАЭС пока не достигнут высокий уровень взаимной торговли.

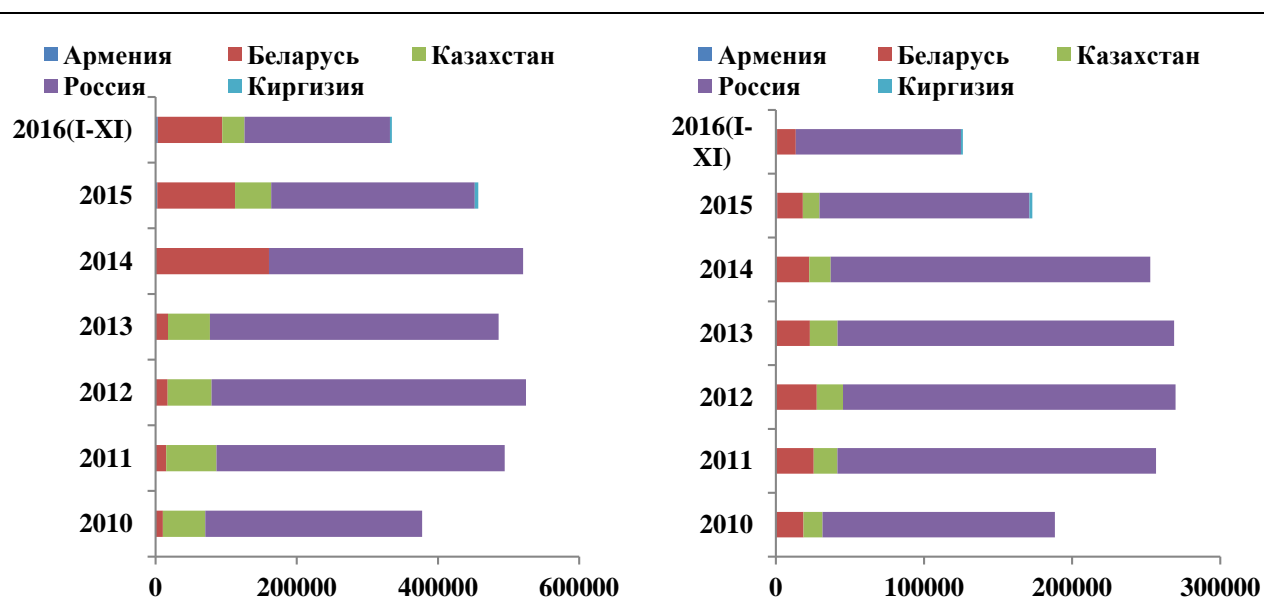


Рис. 3.54. Взаимная торговля стран ЕАЭС, экспорт, млн. долл. США

Рис. 3.55. Взаимная торговля стран ЕАЭС, импорт, млн. долл. США

Источник: База данных Евразийской экономической комиссии - <http://www.eurasiancommission.org/ru>

При этом, основным доминирующим игроком во внешнеторговой деятельности ЕАЭС является Россия, большая доля всех экспортно-импортных операций приходится именно на РФ.

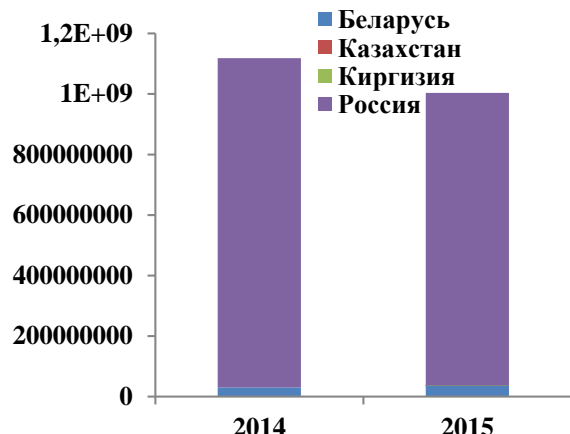
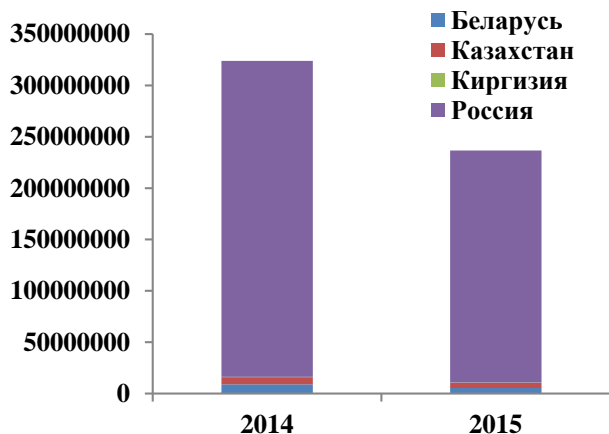


Рис. 3.56. Объемы экспортных поставок Республики Армения в государства – члены ЕАЭС, в тыс. долл. США, 2014-2015гг.

Рис. 3.57. Объемы импортных поставок Республики Армения в государства – члены ЕАЭС, в тыс. долл. США, 2014-2015гг.

Источник: База данных Евразийской экономической комиссии - <http://www.eurasiancommission.org/ru>

Очевидно, что экономические циклы стран ЕАЭС не совсем совпадают, то же самое можно сказать и о структуре экономик. Вместе с тем, опять же, возвращаясь к опыту Еврозоны, одним из доминирующих факторов внутренних шоков в данном валютном объединении, является разнородность фискальных политик. Отметим, что именно экономические циклы и их динамика определяют направленность фискального регулирования.

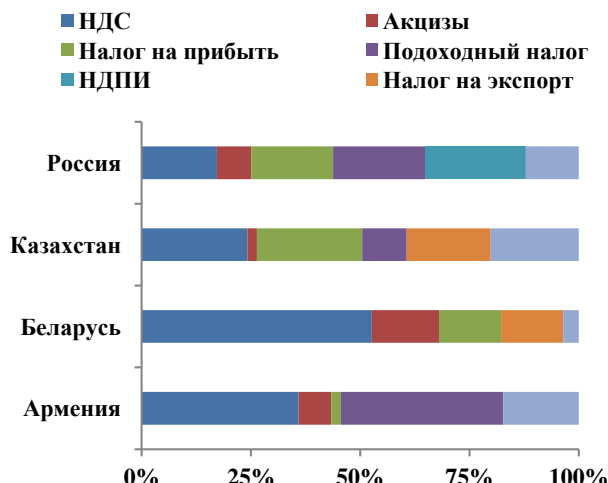
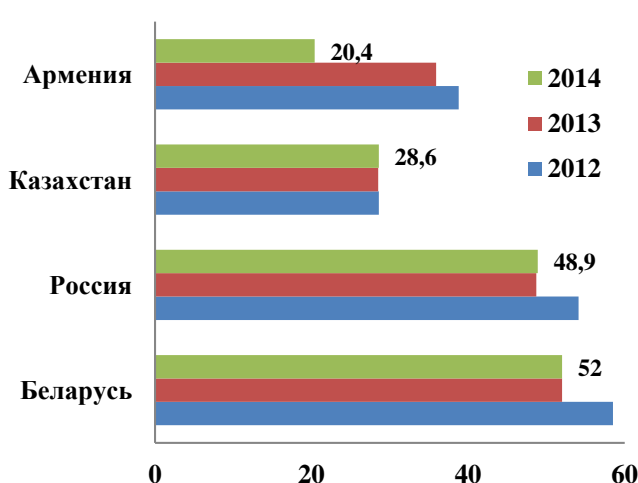


Рис. 3.58. Средняя ставка налогообложения, %, 2012 - 2014гг.

Рис. 3.59. Структура налоговых доходов в бюджетах стран ЕАЭС, 2015 г.

Источник: База данных Всемирного Банка - World Development Indicators 2017 (WDI) - <http://data.worldbank.org>

Источник: [www.armstat.am](http://www.armstat.am); [www.minfin.gov.kz](http://www.minfin.gov.kz); [www.minfin.gov.by](http://www.minfin.gov.by); [www.nalog.ru](http://www.nalog.ru)

Этим можно объяснить разнородность фискальных политик стран ЕАЭС. При этом, серьезные различия наблюдаются в ставках, налоговом бремени, а также и структуре налоговых доходов (см. рисунки 3.58- 3.59).

Вместе с тем, большую угрозу с точки зрения возможных кризисов в валютном союзе представляет собой состояние государственных бюджетов. При ближайшем рассмотрении бюджетного дефицита и государственного долга в странах ЕАЭС, становится ясно, что высокие значения по обоим показателям могут стать серьезным препятствием на пути валютной зоны на евразийском пространстве (см. рисунки 3.60-3.61).

Таким образом, с макроэкономической и фискальной точки зрения страны ЕАЭС пока не совсем готовы к созданию валютной зоны. Вместе с тем, более важное значение в формировании валютного союза имеет сбалансированность монетарного регулирования. В этой связи, рассмотрим денежно-кредитную политику стран ЕАЭС с точки зрения возможного объединения в валютную зону.

В качестве оценки ключевых факторов монетарной координации стран евразийского пространства нами были взяты некоторые показатели, схожесть которых позволит усилить интеграционную единицу и наоборот, большие отклонения от средних показателей по странам явятся серьезной помехой на пути успешной валютной интеграции.

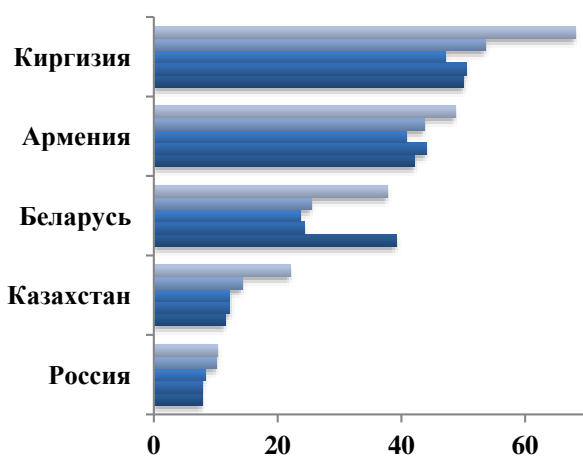


Рис. 3.60. Государственный долг, % от ВВП, 2011-2015гг.

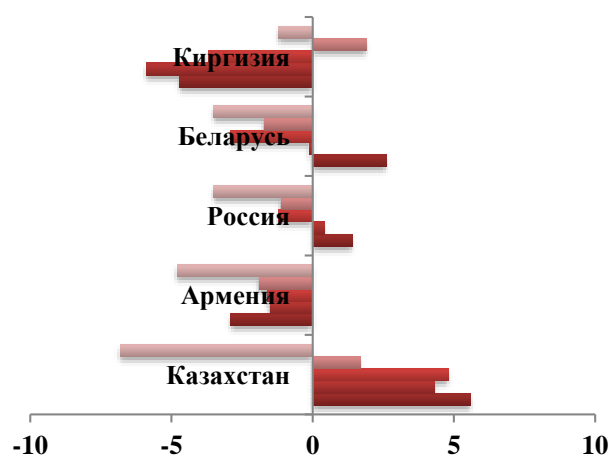


Рис. 3.61. Дифицит/профицит государственного бюджета, % от ВВП, 2011-2015гг.

Источник: База данных Евразийской экономической комиссии - <http://eurasiancommission.org/ru>

Прежде всего, обратимся к режимам монетарной и валютной политики стран евразийского интеграционного пространства. Нами были рассмотрены как страны, входящие

на данный момент в данное интеграционное объединение. Как мы можем видеть из таблицы 3.1, единства денежно-кредитного регулирования однозначно нет.

При этом важно будет отметить, что выбор режима денежно-кредитного регулирования обусловлен факторами макроэкономического развития страны, степени развития финансового сектора, имеющимися у центрального банка инструментами и множеством других, не менее значимых факторов, которые в совокупности определяют эффективность проводимой монетарной политики. Таким образом, разницей в проводимой странами денежно-кредитной политики, говорит, в первую очередь, о разнородности рассматриваемых экономик, что в свою очередь может стать препятствием на пути эффективной интеграции.

Что касается валютного регулирования, то здесь можно найти больше единства. За исключением Армении, все остальные страны, так или иначе, регулируют валютный курс. Впрочем, де-факто это делают все центральные банки рассматриваемых стран, что, в свою очередь, означает более высокую вероятность успешной адаптации к единой валюте стран-участниц. Вместе с тем, следует учесть также то, что среди рассматриваемых стран очевидным лидером по экономическому развитию, а также имеющихся ресурсов является Россия.

Таблица 3.1.  
Денежно-кредитная и валютная политика в странах ЕАЭС.

	Режим ДКП	Валютный режим
<b>Армения</b>	Таргетирование инфляции (Inflation targeting framework)	Плавающий курс (Floating)
<b>Беларусь</b>	Фиксирование валютного курса (Exchange rate anchor)	Режим стабилизированного курса (Stabilised arrangement)
<b>Казахстан</b>	Фиксирование валютного курса (Exchange rate anchor)	Режим с возможностью корректировки курса (Crawl-like arrangement)
<b>Россия</b>	Неопределено (Includes countries that have no explicitly stated nominal anchor, but rather monitor various indicators in conducting monetary policy)	Режим управляемого курса (Other managed arrangement)
<b>Киргизия</b>	Неопределено (Includes countries that have no explicitly stated nominal anchor, but rather monitor various indicators in conducting monetary policy)	Прочие режимы управляемого курса (Other managed arrangement)

Источник: составлено автором на основе базы данных МВФ ([www.if.org](http://www.if.org)).

Однако с точки зрения, скажем, экономических циклов, ответных действий центральных банков на внутренние или внешние шоки, остальные страны-участницы сильно отличаются от России. Исключением можно считать Казахстан, но опять же, нельзя говорить об эффективной координации денежно-кредитных политик этих стран. При этом,

рассматривая волатильность обменных курсов национальных денежных единиц стран-участниц можно сказать, что единства отнюдь не наблюдается. Наиболее ярко выделяется Россия и Армения, где колебания курса характеризуются резкими скачками и нестабильностью.

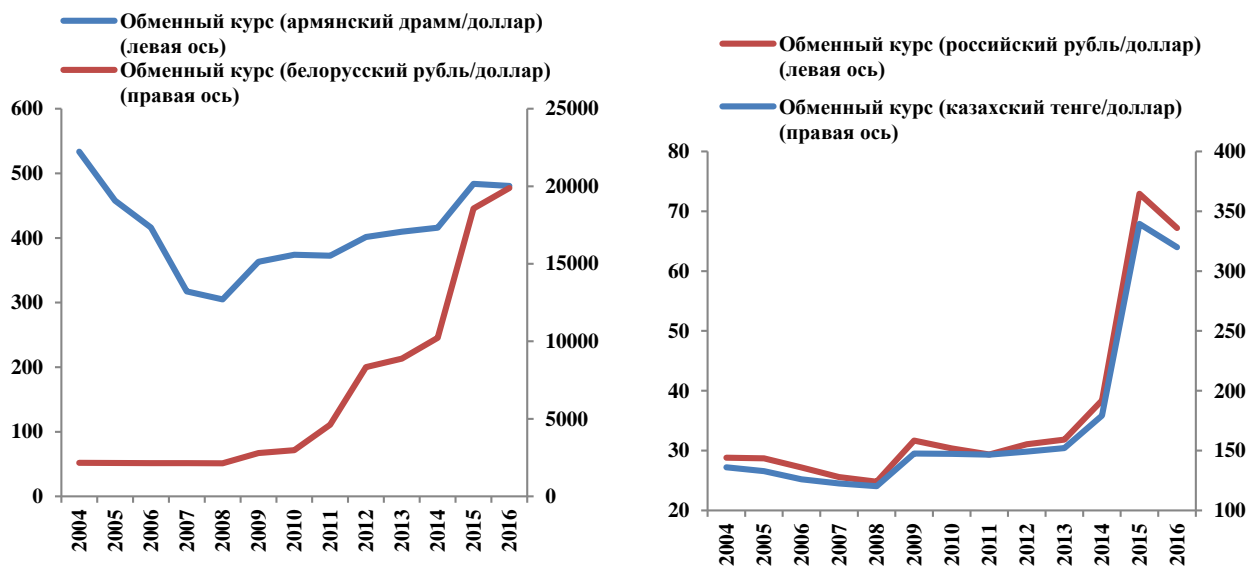


Рис. 3.62. Обменные курсы национальных денежных единиц стран ЕАЭС, 2004-2016 гг..

Источник: База данных Евразийской экономической комиссии - <http://eurasiancommission.org/ru>

Ключевым показателем эффективности денежно-кредитного регулирования считается уровень инфляции. В данном случае был взят за основу показатель Индекса потребительских цен, поскольку большинством центральных банков мира именно этот показатель берется за основной таргет. Рассматриваемые страны не являются в этом смысле исключением. Как мы можем видеть, несмотря на достаточно сильный разброс в начале рассматриваемого промежутка времени, начиная с 2005 года, странам удалось стабилизировать уровень цен и все значения приближаются к схожим показателям (см. рис. 3.63). Исключением является Беларусь, которая по сей день страдает от гиперинфляции, что, безусловно, снижает ее шансы на эффективную валютную интеграцию с другими странами-участницами.

Средний показатель уровня ИПЦ в странах-участницах по состоянию на 2015 год составил 9,2%, а без участия Беларуси - 8,1%. Схожий уровень цен является однозначно положительным фактором в интеграционных процессах. Однако, здесь следует также учесть общий уровень жизни, средние и минимальные зарплаты, ВВП на душу населения и другие показатели уровня благосостояния. В таком ракурсе близкие показатели уровня цен не отражают полную картину.

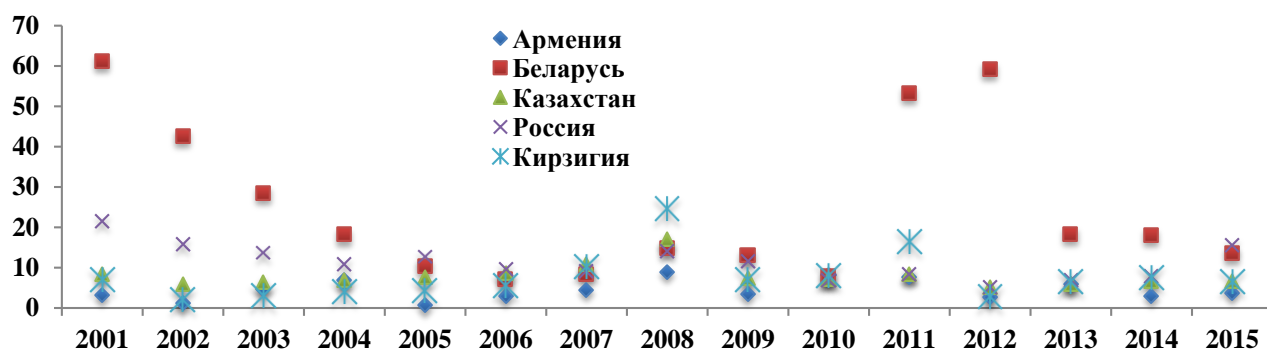


Рис. 3.63. ИПЦ, ежегодно, %, 2001-2015гг.

Источник: База данных Евразийской экономической комиссии - <http://eurasiancommission.org/ru>

В этой связи, следует рассмотреть также и основной инструментарий центральных банков, чем более они будут развиты, тем больше шансов на успешную интеграцию в монетарной и финансовой сфере.

С точки зрения поддержания стабильности денежного предложения и национальной валюты большое значение имеют международные резервы стран. Как было показано выше в работе, здесь выделяются явные лидеры - Россия и Казахстан<sup>293</sup>. Остальные страны обладают лишь критической массой международных резервов, что впоследствии не позволит этим странам успешно реагировать на возможные коллапсы на валютных рынках, вызванные как внутренними, так и внешними шоками.

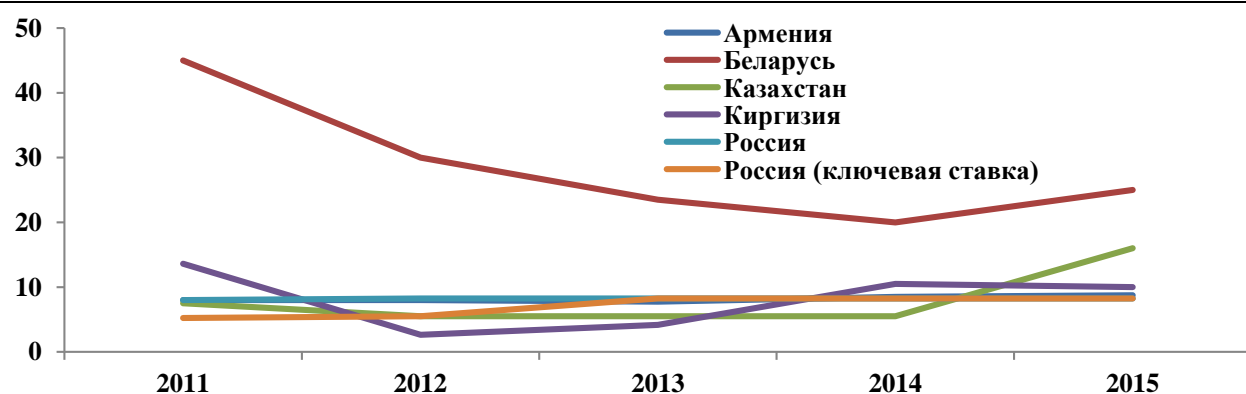


Рис. 3.64. Ставка рефинансирования (в процентах, на конец года), 2011-2015гг.

Источник: База данных Евразийской экономической комиссии - <http://eurasiancommission.org/ru>

<sup>293</sup> Примечание: для аналитики были взяты данные официальных сайтов центральных банков стран: <http://www.nationalbank.kz>; <https://www.cba.am/>; <http://www.nbrb.by/>; <http://www.cbr.ru>; <http://www.nbkr.kg>

Другим не менее важным инструментом центральных банков считается учетная ставка. Здесь также не наблюдается схожих показателей<sup>294</sup>. Значительный разброс в учетной политике центральных банков говорит о значительной разнице в осуществлении самой денежно-кредитной политики, что, в свою очередь, подтверждает тезис о том, что развитие экономики стран-участниц существенно различается.

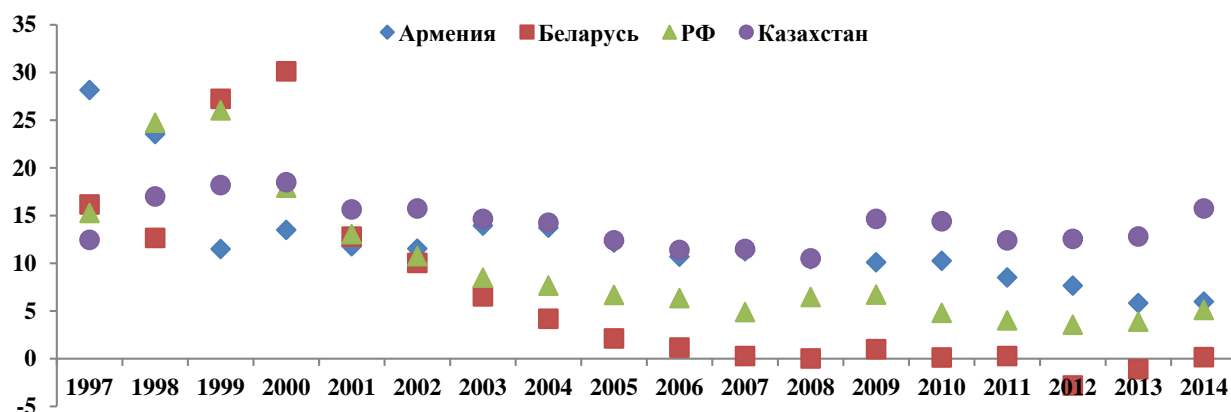


Рис. 3.65. Спрэд процентных ставок, %, 1997-2014гг.

Источник: Источник: База данных Всемирного Банка - World Development Indicators 2017 (WDI) - <http://data.worldbank.org>; НБК: <http://www.nationalbank.kz/>

Высокий уровень спреда процентных ставок также не говорит в пользу успешной валютной интеграции (см. рисунок 3.65).

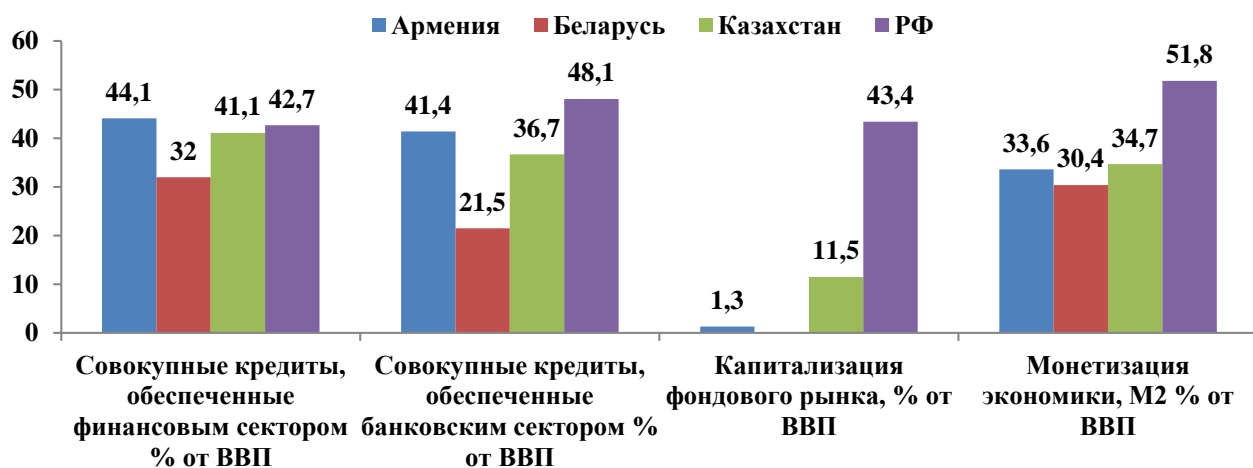


Рис. 3.66. Показатели развития финансового сектора в % от ВВП (2012г.)

Источник: База данных Всемирного Банка - World Development Indicators 2017 (WDI) - <http://data.worldbank.org>

<sup>294</sup> Примечание: для аналитики были взяты данные официальных сайтов центральных банков стран: <http://www.nationalbank.kz>; <https://www.cba.am/>; <http://www.nbrb.by/>; <http://www.cbr.ru>; <http://www.cbu.uz>, <http://www.nbt.tj>, <http://www.nbkr.kg>



Здесь следует указать на необходимость кардинальных мер по развитию финансового сектора стран, а также достижению макроэкономической стабильности экономик, что позволит снизить такие высокие показатели спреда процентных ставок, а также будет способствовать более эффективному развитию реального сектора.

В пользу этого аргумента говорят также рассмотренные в исследовании показатели развития финансового сектора. По уровню капитализации рынка лидером выступает Россия, на втором месте Казахстан. Остальные страны либо отличаются низкими показателями, либо вообще отсутствием статистики.

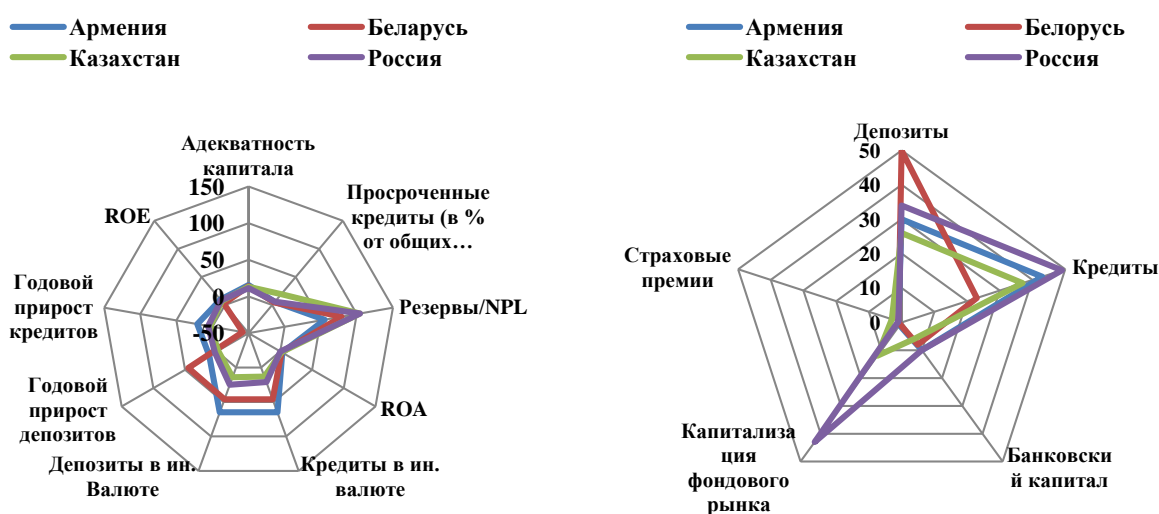


Рис. 3.67. Индикаторы стабильности финансовых систем, 2014г. Рис. 3.68. Индикаторы размера финансовых систем, 2014г.

Источник: <http://www.weforum.org/reports/global-competitiveness-report-2014-2015>

Однако, по уровню монетизации, страны показывают явную положительную тенденцию роста. С точки зрения монетарного регулирования это является обнадеживающим фактором, учитывая то, что операции на открытом рынке ценных бумаг на сегодня являются наиболее эффективным инструментарием монетарного регулирования. Другие показатели развития финансового сектора также указывают на некоторые продвижения в области развития институтов финансового посредничества. Однако, среди стран опять же наблюдается большой разброс между уровнями развития финансового сектора, что не может говорить в пользу монетарной координации между странами-участницами.

Все перечисленное требует более детального и более внимательного рассмотрения с целью нивелирования потенциальных рисков при возможной валютной и финансовой

интеграции на евразийском пространстве. Более того, настоящая картина не позволяет говорить об успешной валютной интеграции в ближайшее время.

В рамках данного исследования также была осуществлена оценка предпосылок валютной интеграции в рамках ЕАЭС и рассмотрены основные проблемы и перспективы интеграции на евразийском пространстве. Изучение интеграционных процессов на европейском пространстве дает возможность выделить список универсальных факторов, которые нужно учитывать при построении интеграционных процессов в других регионах, в частности, на евразийском пространстве. Среди таких факторов нужно отметить следующие: последовательность интеграционных процессов с выделением приоритетных проблем, которые необходимо решить на каждом этапе развития, важность налаживания действенных платежно-расчетных механизмов, необходимость наличия «интеграционного ядра», которое будет стимулировать углубление интеграции; наличие экономических и политических решений, а также четкой ориентации на интеграцию, важность сближения законодательства и либерализации подхода на рынки стран-членов экономического и валютного союза и относительно одинаковый уровень экономического развития.

Следовательно, в ЕАЭС объективно не существует основ для формирования наднациональных институтов интеграции, аналогичных тем, которые существуют в зоне евро. Следует признать: в ЕАЭС фактически нет никаких предпосылок для того, чтобы в обозримом будущем освоить все этапы финансовой интеграции, требуемые для формирования валютного союза. Его созданию объективно мешают многие факторы: невысокое развитие промышленного потенциала, различное социально-экономическое устройство государств, существенная доля третьих стран касательно внешнеэкономических связей. На этом фоне следование странами ЕАЭС Маастрихтских критериев конвергенции (основным из которых является понижение инфляции до 2%) является непосильной задачей.

Теоретически, даже если бы все страны Содружества решили формировать валютный союз и согласились бы привести свои основные макроэкономические показатели к необходимым параметрам, то эти параметры должны были бы соответствовать специфике переходной экономики. Если государство не в состоянии на долгосрочной перспективе следовать жестким макроэкономическим ограничениям, ему лучше не вступать в валютный союз, ни страны ЕАЭС не готовы к таким ограничениям. При этом следует отметить, что жесткие меры по борьбе с инфляцией лишь краткосрочно улучшают номинальные показатели, а фундаментальные макроэкономические параметры в основном остаются без изменений или могут даже усугубляться.

### **3.3.2. Оценка перспектив валютной интеграции в странах ЕАЭС: альтернативный подход**

Обзор макроэкономической политики стран ЕАЭС показал, что на сегодняшний день существует множество проблем, которые могут стать серьезным препятствием для создания эффективного валютного союза.

Различными авторами современной науки сделана попытка оценить готовность стран евразийского пространства к созданию валютной зоны (см. например: Дробышевский С.М., Полевой Д.И. (2004)(2009); Кнобель А.Ю., Миронов А.К. (2015); Котляров Н.Н., Алексеев П.В. (2014)). При этом, за основу анализа были взяты основные критерии теории оптимальной валютной зоны, которые предлагает Манделл и его последователи. Практически все авторы, так или иначе, приходят к выводу, что на данный момент страны ЕАЭС, в частности, и страны СНГ не готовы с экономической точки зрения к формированию валютного союза. Отметим, что рассмотренные исследования были проведены в различные временные промежутки, как до кризиса 2008-го года, так и после. Однако, выводы при этом, практически идентичные.

С целью не дублировать исследования и результаты рассмотренных авторов, в рамках данного исследования проведена попытка обратиться к вопросу о создании валютной зоны в странах ЕАЭС несколько под иным ракурсом.

За основу предложенного подхода была взята следующая гипотеза. Все проведенные ранее исследования на предмет создания валютной зоны на евразийском пространстве, исходят из предположения, что имеют дело с рыночными экономиками. Все авторы брали за основу теории западных школ, которые, в свою очередь, базируются на постулатах рыночной экономики. Однако, давно уже очевидно, что страны с переходной экономикой не подчиняются некоторым, если не сказать большинству законов рыночной экономики. Искажения, которые наблюдаются в странах с переходной экономикой, такие, как например, высокая концентрация рынка, неэффективное государственное регулирование, институциональная несостоятельность, в результате не позволяют составить объективную картину о макроэкономической сбалансированности экономик. Не говоря уже, о несовершенстве статистических данных, на которые, собственно, и опирается любая аналитика.

По этой причине, в данной работе были выделены некоторые особенности развития экономик стран ЕАЭС, только при нивелировании которых можно будет судить о

возможностях создания единой валютной зоны на территории евразийского экономического пространства.

### ***Инфляция и монополизация рынка***

Большинство авторов работ, посвященных валютным зонам, выделяют в качестве наиболее важного аспекта сходство уровня инфляции в странах-участницах валютного союза. Выше, в работе нами уже была рассмотрена динамика уровня цен в странах ЕАЭС. Анализ показал, что за исключением Белоруссии, остальные страны демонстрируют достаточно схожий уровень инфляции.

Таблица 3.2.  
Некоторые показатели эффективности рынков стран ЕАЭС.

	Goods market efficiency (Эффективность рынка товаров и услуг)	Intensity of local competition (Интенсивность внутренней конкуренции)	Extent of market dominance (Степень доминирования на рынке)	Effectiveness of anti-monopoly policy (Эффективность антимонопольной политики)	Trade barriers (Торговые барьеры)
Армения	4,6	4,8	3,9	3,6	4,6
Россия	4,2	5	3,8	3,5	5,8
Казахстан	4,4	4,6	3,7	3,5	5,8
Киргизия	4,2	4,2	3,5	3,2	5,6

Источник: The Global Competitiveness Report 2016–2017

Тем не менее, когда мы говорим об эффективности денежно-кредитного регулирования, мы, прежде всего, подразумеваем рыночный характер формирования ценовой конъюнктуры в экономике. Не секрет, что все страны ЕАЭС страдают достаточно высокой степенью концентрации рынка (см. таблица 3.2). Этот факт, в свою очередь, не может не отражаться на эффективности монетарного регулирования. Иными словами, если уровень цен, волатильность инфляции и, вообще, общие тенденции инфляционного фона зависят в большей степени от монополизации рынка, а не от монетарного регулирования, очевидно, что брать за основу показатели инфляции в странах ЕАЭС в качестве будущей базы для создания валютной зоны, как минимум, рискованно.

Таким образом, прежде чем говорить о согласованной денежно-кредитной политике в странах ЕАЭС и дальнейшем создании валютной зоны, необходимо разрешить институциональные проблемы в монетарном регулировании.

### ***Внеэкономическая деятельность***

Значительной проблемой евразийской интеграции является небольшая степень диверсификации импорта и экспорта товаров, то есть, по сути, потребления и производства,

при этом наиболее концентрированы или мало диверсифицированы. Судя по усредненным значениям индекса концентрации<sup>295</sup> за 2005–2014 гг., большинство государств – членов ЕЭП, СНГ и ЕврАзЭС уступают по степени диверсификации внешней торговли как в среднем странам с переходной экономикой, так и США и Еврозоне. Причиной низкой степени диверсификации внешней торговли государств региона СНГ/ ЕАЭС является небольшая конкурентоспособность продукции обрабатывающих отраслей индустрии и, соответственно, присутствие экспортно-сырьевой модели формирования национальных экономик. Так, часть металлов, минеральных продуктов, драгоценных камней и изделий из них в экспорте Казахстана в 2011 г. достигла 90,8%<sup>296</sup>, в экспорте России – 81,4%<sup>297</sup>, в экспорте Таджикистана – 64,4%<sup>298</sup>, в экспорте Киргизии – 58,1%<sup>299</sup>. Для Белоруссии сырьевая направленность экспорта характерна в минимальной степени среди всех государств ЕАЭС, хотя и у нее часть минеральных продуктов, металлов и изделий из них в общем объеме экспорта в 2011 г. составила 41,5%<sup>300</sup>. Такая ситуация не может благотворно сказываться на эффективности валютного союза в странах ЕАЭС.

#### ***Валютная политика и эластичность к внешним шокам<sup>301</sup>***

Одним из ключевых факторов успеха валютного союза считается эффективная валютная политика, основанная на принципах плавающего курса. Однако, как показывает опыт, развивающиеся страны редко строго придерживаются принципов плавающего обменного курса национальной валюты. При этом, вмешательство бывает зачастую довольно грубым и губительным для рыночных механизмов экономики. Иными словами, валютная политика де-юре и де-факто в переходных экономиках довольно часто различается.

В этой связи, в рамках данного исследования была дана оценка валютной политике стран ЕАЭС с точки зрения соответствия де-факто и де-юре проводимых валютных политик.

Одним из индикаторов вмешательства ЦБ на валютный рынок является так называемый Индекс опережения. В таблице 3.3 рассмотрены, рассчитанные в рамках данного исследования, Индексы опережения в странах ЕАЭС. Там, где значение индекса

<sup>295</sup> Индекс концентрации экспорта и импорта товаров рассчитывается Конференцией ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД) по методологии индекса Герфиндаля–Хиршмана на ежегодной основе и обратно пропорционален степени диверсификации экспорта и импорта товаров.

<sup>296</sup> Агентство Республики Казахстан по статистике; <http://www.stat.kz>

<sup>297</sup> Росстат; <http://www.gks.ru>

<sup>298</sup> Министерство иностранных дел Республики Таджикистан; <http://www.mfa.tj>.

<sup>299</sup> Национальный статистический комитет Кыргызской Республики; <http://www.stat.kg>

<sup>300</sup> Национальный статистический комитет Республики Беларусь; <http://www.belstat.gov.by>

<sup>301</sup> См. Подробнее: Восканян М.А., Сандоян Э.М., Мнацаканян Л. 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 н/Д: Изд-во «Содействие – XXI век», 2015. — 262 с.191-200 (РИНЦ)

больше единицы означает, что рост инфляции опережает рост валютного курса и, соответственно, что ЦБ относительно не вмешивается в установление валютного курса. В обратном случае, когда индекс опережения меньше единицы, означает, что рост валютного курса, в данном случае его обесценение, опережает рост инфляции и соответственно означает активное вмешательство.

Таблица 3.3.  
Индекс опережения валютного курса в странах ЕАЭС.

Валютный режим		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Армения</b>	Плавающий курс (Floating)	<b>1.1</b>	1.0	0.9	<b>1.1</b>	1.0	<b>1,1</b>	1,0	1,0
<b>Россия</b>	Режим стабилизированного курса (Stabilised arrangement)	<b>1.27</b>	0.95	0.96	<b>1.05</b>	<b>1.03</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	0,9
<b>Беларуссия</b>	Режим с возможностью корректировки курса (Crawl-like arrangement)	0.78	0.94	0.65	0.7	0.95	1,0	<b>1,5</b>	1,0
<b>Казахстан</b>	Режим управляемого курса (Other managed arrangement)	1.0	1.0	0.9	0.9	<b>1.2</b>	1.0	1.0	1.0
<b>Киргизия</b>	Прочие режимы управляемого курса (Other managed arrangement)	<b>1,2</b>	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Таким образом, валютная политика стран ЕАЭС на данный момент не соответствует в полной мере требованиям свободно плавающего валютного курса, а значит это может стать серьезным препятствием на пути создания эффективного валютного союза в рамках ЕАЭС.

Итак, обобщая вышесказанное можно резюмировать следующее:

Рассматривая общую макроэкономическую сбалансированность между экономиками ЕАЭС, мы пришли к выводу, что существует множество институциональных искажений в рыночных системах данных экономик, которые могут стать серьезным препятствием на пути к созданию валютного союза. В частности, фискальный дисбаланс как внутри экономик ЕАЭС, так и между фискальными системами стран может привести к негативным последствиям в случае создания валютной зоны.

Обзор денежно-кредитной политики стран-участниц евразийских интеграционных процессов указывает на ряд проблем, с которыми потенциально могут столкнуться денежные власти. Ключевыми проблемами можно считать следующее:

- Плохо контролируемая инфляция.
- Недостаточный объем международных резервов у большинства стран.
- Недостаточно хорошо развитая финансовая система стран.

- Отсутствие у центральных банков достаточного инструментария, который позволил бы эффективно осуществлять денежно-кредитную политику.
- Нестабильность на валютных рынках.
- Макроэкономическая нестабильность в экономиках.

Вместе с тем, рассматривая критерии, необходимые для создания эффективной валютной зоны, следует дополнить факторами, которые присущи странам с переходной экономикой, что позволит минимизировать риски, возможные при создании валютного союза в рамках ЕАЭС.

## **ГЛАВА 4.**

### **КОНЦЕПЦИЯ ПЕРЕСМОТРА ПОДХОДОВ К ВАЛЮТНОМУ РЕГУЛИРОВАНИЮ В РЕСПУБЛИКЕ АРМЕНИИ**

Исследование, которое представлено в предыдущих трех главах, доказывает основную гипотезу данной работы, а именно: неэффективная денежно-кредитная и валютная политика последние годы негативно сказались на экономическом росте, что обуславливает необходимость кардинального пересмотра подходов к монетарному и валютному регулированию в Армении. При этом, в работе доказана неэффективность денежно-кредитной политики в Армении в классическом ее понимании. Реализация таргетирования инфляции носит формальный характер и, в принципе, не соответствует заявленной политике. Более того, основные препятствия на пути эффективной реализации инфляционного таргетирования носят институциональный характер и требуют долгосрочного и стратегического подхода к решению. С одной стороны, высокий уровень концентрации рыночной власти на товарных рынках не позволяет рассчитывать на эффективность какой-бы то ни было стратегии денежно-кредитного регулирования. При этом, решение проблемы монополизированности экономики лежит в основе фискального регулирования и требует жесткого и кардинального подхода.

С другой стороны, отсутствие эффективной системы институтов финансового посредничества не позволяет Центральному Банку в полной мере использовать инструменты денежно-кредитного регулирования, что, в свою очередь, искажает политику реализации таргетирования инфляции. Все это ставит валютное регулирование во главе угла и обосновывает необходимость разработки альтернативного подхода к валютной политике ЦБ РА.

В этой связи, в рамках данной главы, автором осуществлена попытка дать детальную характеристику альтернативного подхода к валютному регулированию в условиях армянской экономики. При этом, предложенная концепция частично или полностью справедлива также для других стран с развивающимися рынками, в особенности, в рамках постсоветского пространства.



#### **4.1. Факторы денежно-кредитной и валютной политики в экономическом росте**

Одной из ключевых задач данного исследования является оценка роли денежно-кредитной и валютной политики в процессе достижения долгосрочных темпов экономического роста в Армении. Как было доказано выше, большая часть регулятивных механизмов (включая монетарную политику) искажена и неэффективно действует. Вместе с тем, в условиях развивающейся экономики, как правило, именно валютное регулирование может стать толчком для достижения долгосрочных темпов экономического роста.

В центре споров об оптимальных подходах к валютной политике стоит проблема вмешательства или невмешательства со стороны центральных банков на валютные рынки и в процесс формирования обменного курса национальной валюты.

С одной стороны, в большинстве развитых стран не наблюдается какой-либо значимой взаимосвязи валютного курса с инфляцией, что, как минимум с точки зрения монетарного регулирования, лишает смысла какое либо вмешательство со стороны центральных банков на валютные рынки. Вместе с тем, в развивающихся рынках, наряду со значительной взаимосвязью обменных курсов и инфляционных процессов, а также отсутствием эффективного инструментария у центральных банков, возникает неизбежность вмешательства в процессы формирования обменных курсов национальных валют, что существенно углубляет институциональную несостоятельность и искажения рыночных механизмов в экономике. Таким образом, проблема валютного регулирования наиболее остро стоит в развивающихся экономиках, к которым можно отнести и Армению. Анализ проведенный в работе покажет значительные искажения и неэффективность валютного регулирования в Армении, что, в том числе, и сказывается на инфляционных процессах в реальном секторе экономики.

На фоне глобализации мировых финансовых и валютных рынков, а также нестабильности мировых валют и связанных с этим последствий, появились сторонники фиксированных валютных курсов, основным аргументом которых является в первую очередь высокая степень влияния колебаний мировых валютных курсов на денежные системы стран мира, а также отсутствие приемлемой диверсификации на мировых валютных рынках.

Тем не менее, в рамках экономики Армении первостепенной является задача достижения и обеспечения стабильных и качественных темпов экономического роста. Однако, в предыдущих главах нами было доказано, что среди существующих механизмов макроэкономического регулирования, именно валютное регулирование выходит на первый план. В условиях отсутствия эффективной фискальной политики, связанной с высокой долей

теневому сектору и концентрации рынка и многих других проблем, носящих институциональный характер, а также фактической имитации таргетирования инфляции, именно валютная политика может стать толчком для экономического роста.

По сути, стимулировать экономический рост можно с помощью двух основных макроэкономических инструментов. С одной стороны, фискальной или налогово-бюджетной политикой, а с другой денежно-кредитной политикой. Безусловно, стимулирование экономического роста возможно благодаря институциональным реформам, которые повысят конкурентоспособность и предпринимательскую активность, а также будут способствовать реальному сектору.

С точки зрения налогово-бюджетного регулирования, Армения достаточно ограничена в своих маневрах по стимулированию экономического роста. Высокий уровень государственного долга, неэффективное налоговое администрирование, которое, в свою очередь, не позволяет пополнять доходную часть бюджета в достаточной мере, не позволяет в должной мере стимулировать экономический рост посредством фискальных инструментов. Следствием этого становится достаточно низкий уровень расходов государства, которые также через совокупный спрос могли бы стать толчком для экономического роста.

С другой стороны, денежно-кредитная политика последних двадцати лет направлена на жесткое сдерживание роста денежного предложения, что обусловлено риском высокого уровня инфляции. Все инструменты монетарной политики ЦБ РА направлены на ужесточение условий роста денежного предложения в стране, а значит, ведут к искусственному сдерживанию экономического роста. При этом, и валютная политика реализуется в этом направлении.

Здесь следует обозначить цену вопроса. Насколько стабильная, а точнее низкая инфляция является самоцелью для развивающейся экономики? И должна ли эта цель быть достигнута в ущерб экономическому росту. Интересно, что противники режима таргетирования инфляции, указывают в качестве основного недостатка данного режима именно этот аспект: когда центральный банк слишком сосредоточен на обеспечении стабильного и низкого уровня цен, тогда как вопросы общего макроэкономического роста отходят на второй план. В этом смысле Армении можно считать классическим примером ловушки инфляционного таргетирования.

Выше уже была рассмотрена политика таргетирования инфляции, в результате чего были выявлены основные элементы неэффективности проводимой ЦБ РА политики при реализации данного режима. Однако, проблема заключается не только в том, что само по

себе инфляционное таргетирование осуществляется в Армении неэффективно, а еще и в том, что попытка удержать инфляцию нерыночными методами приводит к торможению экономического роста, тогда как, по сути, монетарное регулирование, наоборот, должно стимулировать темпы экономического роста.

Как уже было рассмотрено выше, целевой ориентир, установленный ЦБ РА в рамках инфляционного таргетирования в Армении, был изначально достаточно низким. В то время как опыт развивающихся рынков, практикующих таргетирование инфляции, указывает на целевые ориентиры приблизительно в 7-10%<sup>302</sup>, ЦБ РА первоначально ориентировался на показатели, свойственные более развитым экономикам. Очевидно, что в том числе с точки зрения порогового значения инфляции, такой целевой ориентир не мог не сказаться на росте негативно<sup>303</sup>.

Здесь следует сказать, что проблема инфляционного таргетирования в Армении с точки зрения номинального якоря заключается не в том, что достигается или не достигается целевой ориентир, а в том, какой именно целевой ориентир выбран. В случае Армении показатель в  $4,5 \pm 1,5\%$ , а это достаточно низкий показатель, который не может способствовать росту экономики, особенно в условиях кризиса и чрезмерной чувствительности к внешним шокам.

Фактически целевой ориентир ставится выше других макроэкономических показателей, и его достижение становится приоритетнее, например, уровня жизни или экономического роста.

На рисунке 4.1 показана динамика поквартального изменения ИПЦ и реальных темпов роста ВВП в Армении. Как видно из рисунка, в целом, изменения уровня цен и реальных темпов роста ВВП совпадают.

С целью выявления взаимосвязи между волатильностью объёмов ВВП РА и ИПЦ в рамках данного исследования нами были использованы эконометрические пакеты для осуществления регрессионных анализов. На первом этапе анализа нами были использованы квартальные ВВП и квартальные изменения ИПЦ. Была осуществлена первичная статистическая обработка динамики ВВП. Во-первых, были прологарифмированы абсолютные величины ВВП, после чего было проведено сезонное сглаживание для

---

<sup>302</sup>См. подробнее: Восканян М.А. Режимы денежно-кредитной политики. (учебно-методическое пособие). Ер.: Изд-во «Экономист», 2009.

<sup>303</sup> См. подробнее: Восканян М.А. Долгосрочный экономический рост посредством достижения оптимального уровня инфляции в Армении. VII-ая Международная школа-семинар «Многомерный статистический анализ и эконометрика», Москва, 2008, Ст. 106-108; Оптимальный уровень инфляции как фактор долгосрочного экономического развития в Армении. Сборник научных трудов, Информационные технологии и управление» (6), Энциклопедия – Арменика», Ереван, 2009, Ст. 61-74

выявления реального тренда. Затем нами были использованы первые разности уже сезонно-сглаженных величин. Для устранения статистического шума был применен фильтр Ходрика-Прескота. Регрессионный анализ показал очень слабую взаимосвязь между этими индикаторами ( $R^2=0.0046$ ,  $GDP=-0.161CPI+0.076$ ). Кроме того,  $t$  статистика ЦПИ была получена низкого значения, что говорит о том, что данный фактор не значимый для ВВП (см. Приложение 12). Такие же результаты были получены с использованием другой методики, при которой были использованы изменения ВВП в процентах к соответствующему кварталу предыдущего года ( $R^2=0.004$ ,  $GDP=-0.0588CPI+0.0231$ ). Необходимо отметить, что нами был применен Chow breakpoint test, который показал необходимость выделения двух временных рядов: до и после второго квартала 2008 года, что можно объяснить внешним шоком для экономики Армении в период всемирного финансового кризиса. При этом, регрессионный анализ показал, что если до второго квартала 2008 года изменения ИПЦ отрицательно сказывались на изменениях в экономическом росте, то после указанного периода, коэффициент ИПЦ приобретает положительный характер.



Рис. 4.1. ИПЦ, рост в % и ВВП, реальные темпы роста, 2001-2016гг., ежеквартально\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - [www.cba.am](http://www.cba.am)

\* На рисунке выделены I и III кварталы.

Проведенный анализ доказывает, что с точки зрения достижения экономического роста сдерживание инфляции последние годы отрицательно сказывается на экономическом росте Армении, поскольку между этими двумя показателями наблюдается положительная связь. Причем наибольший урон с точки зрения ВВП нанесла политика ЦБ РА по сдерживанию инфляции в докризисный период. Этот факт в очередной раз доказывает то,

что укрепление обменного курса национальной валюты в этот период носило искусственный характер и политика «денежных властей» Армении была нацелена исключительно на сдерживание инфляции и укрепление курса и задача достижения экономического роста была проигнорирована. Ситуацию смягчил тот факт, что в этот период экзогенные факторы роста в виде инвестиций в строительный сектор и частные иностранные трансферты в страну повлекли за собой достаточно значимый экономический рост. Однако, наряду с этим, внутренние факторы роста были нивелированы, что после кризиса привело к такому резкому падению, и по сути тому, что за последние 7-8 лет экономика Армении так и не восстановилась.

С другой стороны, основная цель, а именно уровень цен в экономике, достигнута была не всегда. В этой связи, целесообразно рассмотреть эффективность воздействия инструментов денежно-кредитной политики на индекс цен с одной стороны, и на экономический рост с другой стороны (см. приложение 4-17). Выделим основные каналы, которые наиболее существенно и негативно сказываются на экономическом росте Армении, с точки зрения реализации таргетирования инфляции.

Основной акцент регрессионного анализа был направлен на два элемента: воздействие на экономический рост напрямую, и воздействие на денежные агрегаты, посредством которых проявлялось бы влияние на экономический рост.

#### *1. Ставка рефинансирования.*

Одним из главных инструментов денежно-кредитной политики является ставка рефинансирования.

На рисунке 4.2 рассмотрена динамика ставки рефинансирования за последние 15 лет. Как мы можем видеть, и как было доказано в предыдущих главах работы, ЦБ РА, начиная с 2005г., ведет сдерживающую монетарную политику.

В результате, жесткая процентная политика ЦБ РА негативно отражается на экономическом росте Армении. Сдерживая рост денежного предложения жесткой процентной политикой ЦБ РА снижает уровень денежных ресурсов, чем способствует замедлению темпов воспроизводства реального сектора.

Тем не менее, в данном случае, проведенный регрессионный анализ показал очень слабую связь между ставкой рефинансирования и ВВП, на что указывают плохие статистические показатели ( $R^2=0.014$ ,  $GDP=0.0055R+0.0224$ ) (см. приложение 14).

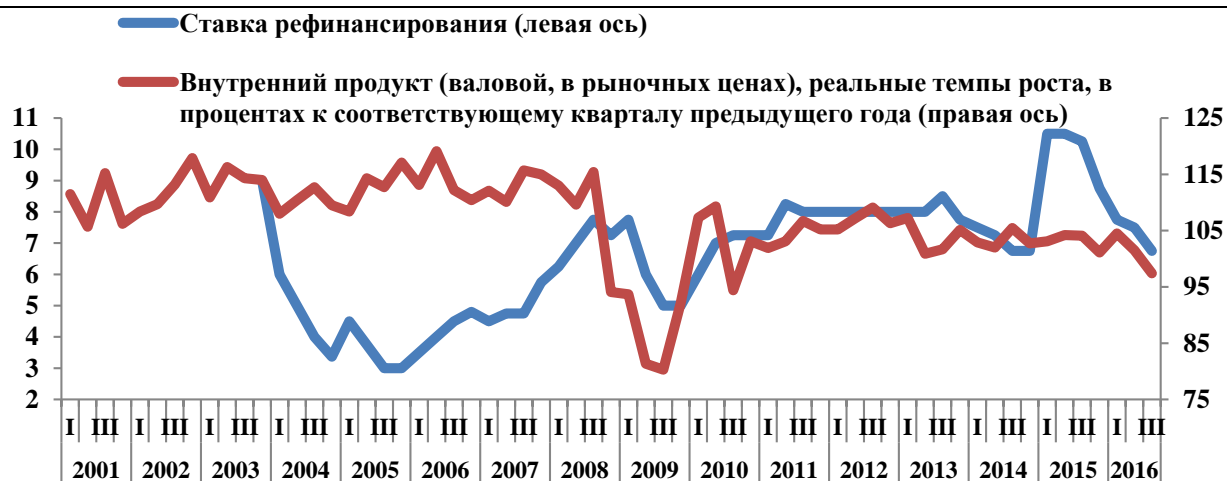


Рис. 4.2. Ставка рефинансирования ЦБ РА и ВВП, реальные темпы роста, 2001--2016гг., ежеквартально\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - [www.cba.am](http://www.cba.am)

\* На рисунке выделены I и III кварталы.

Учитывая слабую связь между ставкой рефинансирования и денежными агрегатами, такой расклад вполне объясним (см. приложение 5).

## 2. Ставка РЕПО

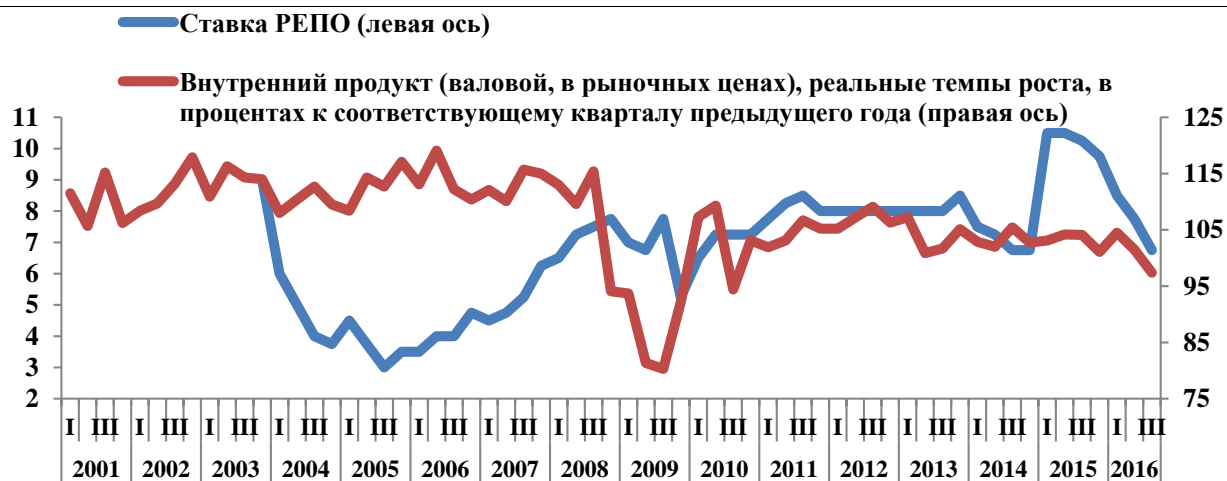


Рис. 4.3. Ставка РЕПО ЦБ РА и ВВП, реальные темпы роста, 2001-2016гг., ежеквартально\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - [www.cba.am](http://www.cba.am)

\* На рисунке выделены I и III кварталы.

В качестве еще одного инструмента денежно-кредитного регулирования, как правило, выступает ставка РЕПО. Как мы можем видеть, с точки зрения ставки РЕПО ЦБ РА также вел сдерживающую политику последние годы.

С другой стороны, если говорить о воздействии на денежные агрегаты, то такая взаимосвязь не обнаружена (см. Приложение 6). То есть, по сути, увеличение ставки РЭПО не имеет смысла, поскольку не имеет реального воздействия на денежное предложение и максимум может воздействовать на ликвидность банковского сектора, но никак не на сокращение денежных агрегатов или уровень цен.

### 3. Обязательная норма резервирования.

Увеличение обязательной нормы резервирования в начале 2015 года до 24% также способствовало резкому сокращению денежного предложения, в частности, через сокращение ликвидности банковской системы и ее возможности кредитовать реальный сектор, что в свою очередь, привело к рецессии в экономике Армении последние три года.

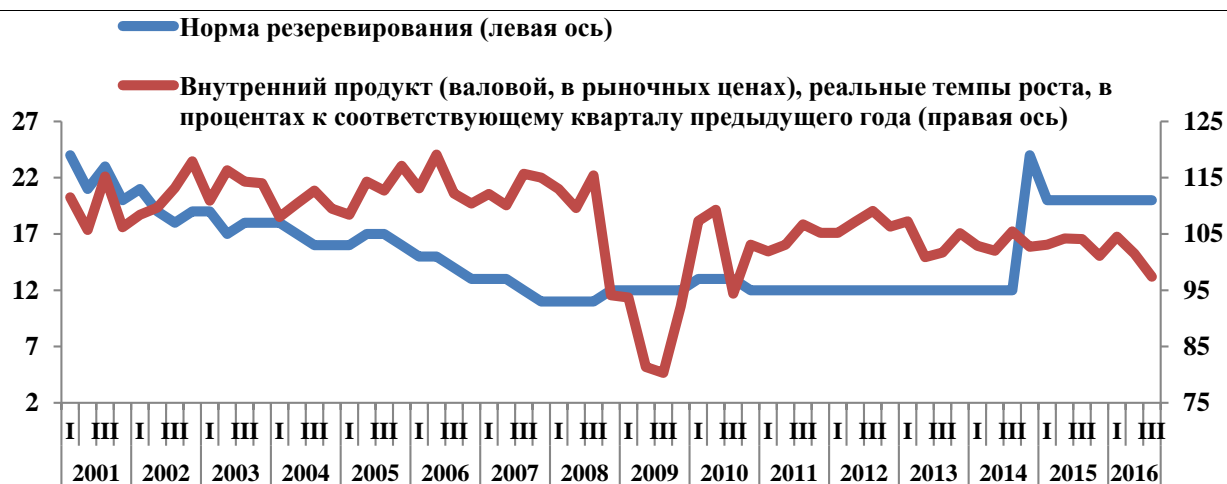


Рис. 4.4. Норма резервирования ЦБ РА и ВВП, реальные темпы роста, 2001-2016гг., ежеквартально\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - [www.cba.am](http://www.cba.am)

\* На рисунке выделены I и III кварталы.

Несмотря на то, что регрессионный анализ показал незначительную связь ( $R^2=0.001$ ,  $GDP=-0.00074NR+0.0247$ ) (см. приложение 7), следует сказать, что напрямую воздействие инструментов монетарного регулирования на экономический рост проследиваться не может. Однако, косвенное влияние очевидно, что доказывает явное наличие влияния изменений нормы резервирования на денежные агрегаты (См. приложение 15, 16). Причем, наибольшее влияние изменения в норме резервирования сказывается на денежных агрегатах M0 и M2X, то есть части денежного предложения в иностранной валюте, которая сосредоточена в банковской системе и наличность. Фактически, ужесточив требования к норме резервирования, ЦБ РА сократил объемы денежной массы, которые находились в

распоряжении банковской системы. При этом, учитывая, что с точки зрения уровня цен, указанные денежные агрегаты имеют незначительное влияние на изменение ИПЦ, то единственной целью такой политики было удержание обменного курса драма от обвала и существенного обесценения.

#### *4. Требования к адекватности капитала.*

Наконец, ужесточение требований к адекватности капитала с 2017 года, приведет к снижению конкуренции на рынке банковских услуг, а значит к увеличению процентных ставок, что также, в свою очередь, будет способствовать снижению темпов экономического роста<sup>304</sup>. Как было подробно рассмотрено выше в работе, банковская система не слишком охотно кредитует реальный сектор, как прямо, так и косвенно, скажем через потребительские кредиты, что обусловлено, прежде всего, общей макроэкономической нестабильностью. При этом, и реальный сектор, в силу высокого уровня процентных ставок тоже не слишком активно использует кредитные ресурсы банковской системы. Таким образом, банковская система слабо связана с реальным сектором экономики, а значит не способствует расширению воспроизводства в экономике Армении. Вместе с тем, последние два года, политика ЦБ РА с целью удержать уровень цен и обменный курс национальной валюты в пределах заданной величины, также была направлена на дестимулирование кредитной политики банковской системы, что привело к жестокой рецессии в экономике. Ужесточение требований к основному капиталу банков может только усугубить сложившуюся ситуацию.

Итак, как было показано выше, с точки зрения прямого воздействия на экономический рост, ни один из инструментов монетарной политики не имеет значимого влияния. С другой стороны, рассматривая воздействие инструментов ЦБ РА на денежную массу, выяснилось, что единственным результативным инструментом можно считать норму резервирования, и то лишь с точки зрения воздействия на наличную массу в стране или на денежный агрегат M2X. Таким образом, политика ЦБ РА с точки зрения реализации таргетирования инфляции не может считаться эффективной, поскольку основной инструмент инфляционного таргетирования неэффективен.

Тем не менее, поскольку некоторое воздействие на денежную массу изменения нормы резервирования ЦБ РА все таки имеет, то следует рассмотреть воздействие денежных агрегатов на основную цель ЦБ РА, а именно на целевой ориентир, а также рассмотреть степень воздействия изменений денежных агрегатов на экономический рост.

---

<sup>304</sup> См. подробнее Сандоян Э.М. [Подход к развитию политики резервных требований центральных банков](http://www.hjournal.ru/journals/journal-of-economic-regulation/2015-god/137-nomer-2/1144-podkhod-k-razvitiyu-politiki-rezervnykh-trebovanij-tsentralnykh-bankov.html) JournalofEconomicRegulation (Вопросы регулирования экономики)//Том 6 №2, 2015, стр.107-113//DOI: 10.17835/2078-5429.2015.6.2.107-113 – г.Ростов-на-Дону: <http://www.hjournal.ru/journals/journal-of-economic-regulation/2015-god/137-nomer-2/1144-podkhod-k-razvitiyu-politiki-rezervnykh-trebovanij-tsentralnykh-bankov.html>



По определению рост денежного предложения, через увеличение спроса и расходов должен приводить к расширению совокупного спроса. Однако, как было показано выше в данной работе, «денежные власти» Армении на протяжении всего периода реализации денежно-кредитной политики, особенно в рамках инфляционного таргетирования, сдерживали рост денежного предложения с целью сохранения уровня цен на достаточно низких позициях. В целом эта задача выполнена, за исключением некоторых периодов. Более того, нередки случаи дефляции. С точки зрения обеспечения роста в условиях развивающейся экономики периоды дефляции еще более негативно сказываются на экономическом росте.

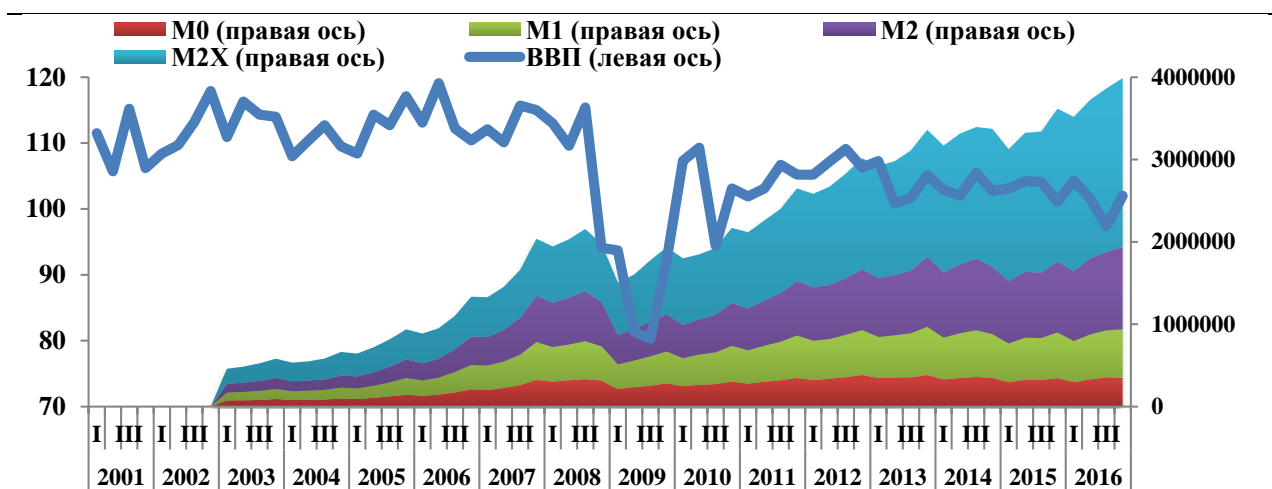


Рис. 4.5. Денежное предложение и ВВП, реальные темпы роста, 2001-2016гг., ежеквартально\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - [www.cba.am](http://www.cba.am)

Примечание: ВВП - Внутренний продукт (валовой, в рыночных ценах), реальные темпы роста, в процентах к соответствующему кварталу предыдущего года

\* На рисунке выделены I и III кварталы.

Тем не менее, возвращаясь к структуре и росту денежного предложения, мы можем наблюдать следующие парадоксальные тенденции. На рисунке 4.5 представлена структура денежного предложения и реальные темпы роста ВВП (в рыночных ценах), в процентах к соответствующему кварталу предыдущего года.

Как мы можем наблюдать, начиная с конца 2008 года не наблюдается роста наиболее ликвидных составляющих денежного предложения, а именно наличности и денежных средств до востребования, размещенных в банковской системе (M1). При этом,

прослеживается небольшой рост среднесрочных денег и уже значительный рост «долларовой»<sup>305</sup> массы.

Оставив в стороне тот факт, что, как минимум, последние десять лет Центральный Банк РА ведет активную борьбу с долларизацией, в том числе через значительные валютные ограничения, с точки зрения экономического роста, отсутствие какого-либо роста в драмовой части денежного предложения не может не сказываться негативно на экономическом росте.

При сопоставлении темпов прироста ВВП и денежных агрегатов обнаруживается более интересная картина (см. рис. 4.6). Во-первых, за исключением валютных среднесрочных сбережений, все остальные денежные агрегаты практически повторяют динамику друг друга. Причем, если в случае наличности и денег до востребования такая динамика объяснима тем, что в целом, это различные доходы населения, в наличной или безналичной форме, то в случае денежного агрегата М2, такая динамика не имеет логического объяснения.

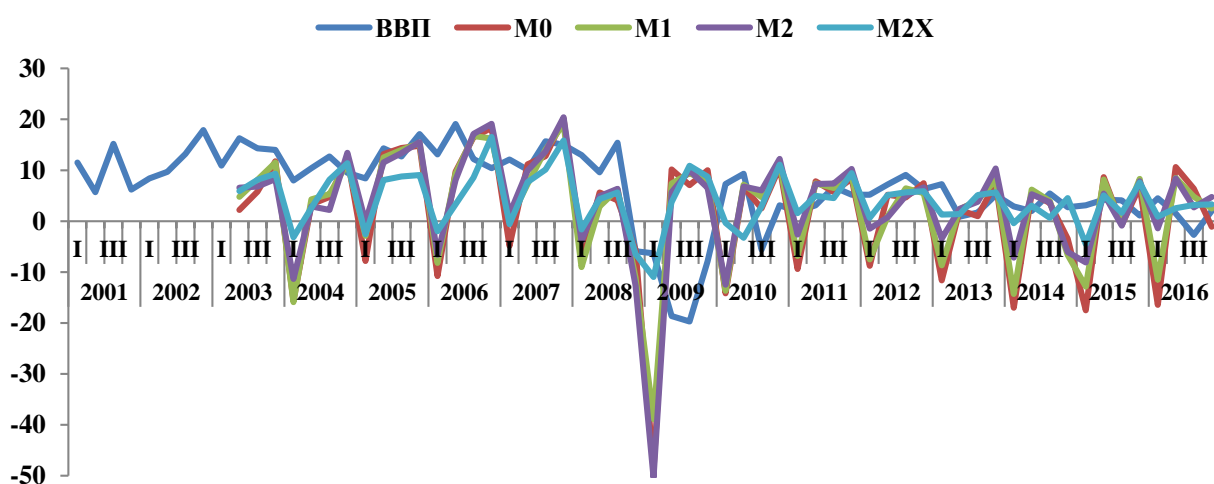


Рис. 4.6. Денежное предложение и ВВП, реальные темпы прироста, 2001-2016гг., ежеквартально\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - [www.cba.am](http://www.cba.am)

Примечание: ВВП - Внутренний продукт (валовой, в рыночных ценах), реальные темпы роста, в процентах к соответствующему кварталу предыдущего года.

\* На рисунке выделены I и III кварталы.

В рамках данного исследования была также рассмотрена взаимосвязь денежных агрегатов и ВВП. Полученные результаты представлены в таблице.

В случае денежных агрегатов была применена та же первичная статистическая обработка данных, что и в случае ВВП (см. приложение 8). Хотя, по результатам

<sup>305</sup>Примечание: среднесрочные сбережения в иностранной валюте.

проведенной регрессии видно, что связь не очень сильна между ВВП и денежными агрегатами, стоит отметить, что все денежные агрегаты являются значительными параметрами для ВВП. Интересно, что наибольшее влияние на ВВП имеет денежный агрегат M0, то есть наличный оборот, который в первую очередь формирует совокупный спрос, но также «имеет непосредственное влияние на инфляционное давление в экономике»<sup>306</sup>. То есть, сокращая наличную массу с целью сдерживания инфляции в стране, ЦБ РА сокращает также и ВВП. Следующим агрегатом, имеющим наибольшее воздействие на темпы роста ВВП является M2X, который, как известно, включает в себе валютные сбережения. В данном случае, валютная политика играет непосредственную роль. Как было показано в предыдущих главах, уровень долларизации все еще находится на достаточно высоком уровне, при этом, валютная политика ЦБ РА способствует снижению доверия к национальной денежной единице и тем самым усугубляет замедление темпов экономического роста.

Таблица 4.1.

**Результаты регрессионного анализа воздействия денежных агрегатов на ВВП РА.**

	R <sup>2</sup>	T-Statistic	P-value	Функциональное представление модели
Наличные деньги в обращении	0.371492	5.49	0	$GDP=0.278216M_0+0.016172$
M1	0.225786	3.856	0.0003	$GDP=0.386623M_1+0.011404$
M2	0.241178	4.026	0.0002	$GDP=0.341337M_2+0.010079$
M2X	0.311278	4.801	0	$GDP=0.656707M_{2X}-0.00516$

Источник: расчеты автора

Таким образом, сдерживая рост денежного предложения посредством основных инструментов монетарного регулирования, «денежные власти» способствуют сокращению потенциального валового продукта.

В рамках данного исследования был проведен регрессионный анализ воздействия изменений в денежном предложении на изменения в уровне цен. Результат оказался неожиданным.

Регрессия показала, что ни один из денежных агрегатов по отдельности не является значительным фактором для ИПЦ (см. приложение 10). При построении многофакторной модели, с учетом всех четырех денежных агрегатов, значимыми для изменений ИПЦ

<sup>306</sup> См. подробнее: Развитие финансового рынка как фактор неинфляционной монетизации экономики. Межвузовский сборник научных трудов «Проблемы экономики и трансформации образовательных систем», издательство РАУ, Ереван, 2007, 94-100 (в соавторстве с Карапетян Э.Г., Акопян Л.М.); Глубина финансового сектора как механизм снижения инфляционного давления на экономику. Сборник научных трудов «Информационные технологии и управление» (6), «Энциклопедия – Армения», Ереван, 2007, 152-165 (в соавторстве с Карапетян Э.Г., Акопян Л.М.).

оказались только денежные агрегаты M0 и M2X. Однако, учитывая, что между денежными агрегатами существует большая корреляция, возможно, что здесь есть проблема мультиколлинеарность, что может исказить значимость факторов.

Дальнейшее исследование, уже с учетом временных лагов, показало также неожиданные результаты. Как правило, в странах с развивающимся рынком, взаимосвязь денежного предложения и уровня цен бывает более ярко выражена, и не предполагает большого временного лага воздействия, поскольку в таких странах в большей части превалирует наличный оборот, а значит должно происходить непосредственное воздействие изменений в агрегате M0 на уровень цен. Однако, как показал регрессионный анализ, если в период 2004-2008гг. денежный агрегат M0 имел воздействие на инфляцию с временным лагом в 4 квартала, то в период 2008-2016гг. временной лаг увеличился до 8 кварталов. Причем в рамках исследования, нами также были проведены регрессионные анализы всего указанного периода, и никакой взаимосвязи обнаружено не было, в связи с чем, весь временной ряд был разделен на два периода. В основе такого разделения лежит гипотеза о том, что до кризиса в Армении наблюдался активный экономический рост, а период после кризиса характеризуется рецессией, что повлияло также на монетарные показатели, процесс формирования инфляционного давления и динамику роста денежного предложения.

Нами также было рассмотрено воздействие остальных денежных агрегатов на изменения в уровне цен. Регрессионный анализ показал, что в случае денежного агрегата M1 в период 2004-2008гг. наблюдается воздействие на инфляцию без временного лага, а уже в период 2008-2016гг. с временным лагом в 8 кварталов. Денежный агрегат M2 в период 2004-2008гг. отражался на инфляции с временным лагом в 4 квартала, а в 2008-2016гг. с временным лагом в 5 и 6 кварталов. Наконец, денежный агрегат M2X в период 2004-2008гг. воздействовал на инфляцию без временного лага, а уже в 2008-2016гг. воздействие на инфляцию проявляется с 3 по 6 лаг.

Таким, образом, если обобщить полученные результаты, мы обнаруживаем, что в период до кризиса наибольшее воздействие на изменение в уровне цен имели денежные агрегаты M0 и M2X, а в период после кризиса все рассмотренные агрегаты с достаточно с большим временным лагом воздействуют на изменения в уровне цен. Иными словами, если до кризиса жёсткая денежно-кредитная, а главное, валютная политика, были оправданы с точки зрения достижения целевого ориентира инфляционного таргетирования, то после кризиса такая политика оказалась лишена смысла. Более того, учитывая, что за последние 7 лет уровень концентрации товарного рынка значительно повысился, что было показано в

предыдущих главах работы, такая низкая эластичность уровня цен к изменениям в денежном предложении вполне объяснима.

Итак, как мы можем видеть, реализация инфляционного таргетирования со стороны ЦБ РА, не только носит формальный характер, что было доказано в предыдущих частях работы, но также ведет к сокращению темпов экономического роста.

Опять же, как было доказано в предыдущих главах, ЦБ РА на деле осуществляет валютное регулирование, жестко удерживая обменный курс национальной валюты на определенной отметке, что обуславливается тесной связью между колебаниями обменного курса и инфляции в экономике Армении.

Однако, нерыночный характер формирования как инфляции, так и обменного курса национальной валюты, обуславливают слабую и неоднозначную связь между этими двумя показателями. Вместе с тем, жесткая валютная политика со стороны ЦБ РА, которая также направлена на сдерживание роста денежного предложения, в свою очередь, имеет определенное воздействие на экономический рост в стране (см. приложение 16).

Рассмотрим, насколько валютный курс и ВВП взаимосвязаны в Армении.

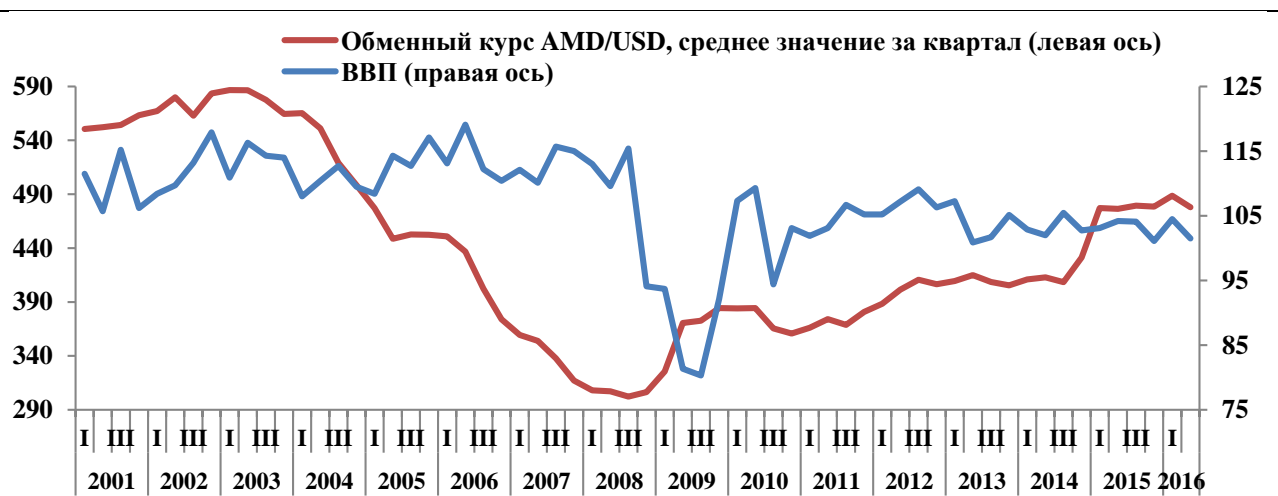


Рис. 4.7. Обменный курс драма и ВВП, реальные темпы прироста, 2001-2016гг., ежеквартально.

Источник: База данных Центрального Банка РА - [www.cba.am](http://www.cba.am)

Примечание: ВВП - Внутренний продукт (валовой, в рыночных ценах), реальные темпы роста, в процентах к соответствующему кварталу предыдущего года.

\* На рисунке выделены I и III кварталы.

Для обменного курса тоже была проведена первичная статистическая обработка и были взяты первые разности прологарифмированных величин. А также был применен фильтр Ходрика-Прескота. Правда регрессия не показала значимую взаимосвязь между ВВП

и обменным курсом, так как  $R^2=0.25(GDP=-0.47234NER+0.024431)$ , но это одна из малочисленных параметров для которого  $t$  статистика (-4,5) и  $p$ -value (0) показывают, что оно значимое для ВВП (см. приложение 12, 17).

С другой стороны, валютный курс является значительным фактором для денежных агрегатов  $M0$  и  $M2X$ , которые, в свою очередь, влияют на экономический рост.

Рассмотрим другие основные каналы воздействия валютной политики со стороны центрального банка на экономический рост.

### 1. Чистый экспорт.

Из классической экономической теории мы знаем, что протекционистская политика по отношению к экспортно-ориентированным отечественным компаниям с помощью механизмов валютного регулирования позволяет достичь более быстрых темпов экономического роста.

Выше мы уже рассматривали экспортно-импортные позиции Армении, и как стало ясно из результатов исследования, на протяжении практически всего периода существования независимой РА, экспорт постоянно сокращался и составлял в среднем треть от импорта. Вместе с тем, темпы роста ВВП всегда тесно связаны с темпами роста экспортных позиций экономики.

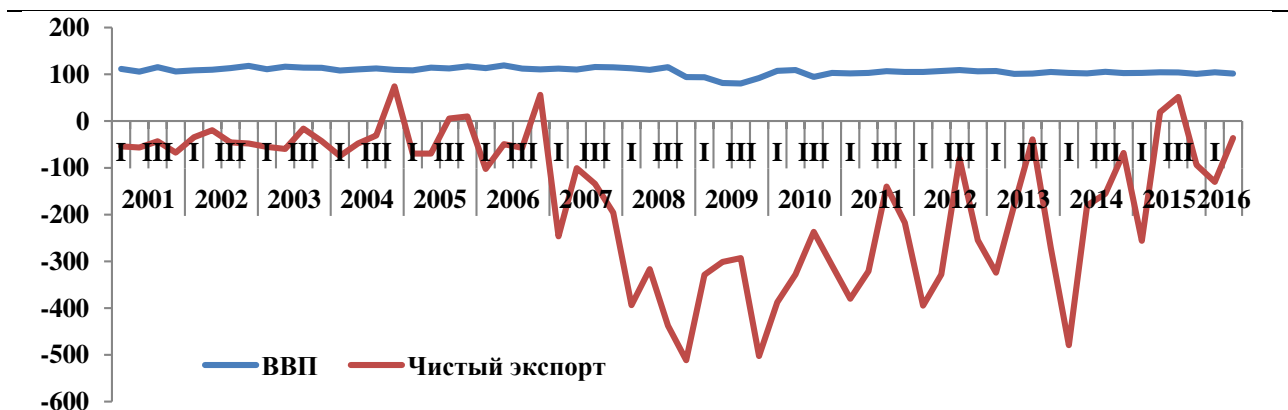


Рис. 4.8. Чистый экспорт и ВВП, реальные темпы прироста, 2001-2016гг., ежеквартально\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - [www.cba.am](http://www.cba.am)

Примечание: ВВП - Внутренний продукт (валовой, в рыночных ценах), реальные темпы роста, в процентах к соответствующему кварталу предыдущего года.

\* На рисунке выделены I и III кварталы.

Регрессионный анализ показал незначительную связь между ВВП и чистым экспортом так как  $R^2=0.15 (GDP=1.273822NX-0.02138)$ , но это значительный параметр для ВВП ( $p$ -value=0.0021), что и можно было ожидать, поскольку чистый экспорт является одним

из компонентов ВВП. В случае влияния валютного курса на чистый экспорт, регрессия не показала значительной связи ( $R^2=0.03$ ,  $NX=-0.91175NER+0.00808$ ), что означает что валютный курс не является значительным параметром для чистого экспорта (см. Приложение 9, 17).

## 2. Частные иностранные денежные трансферты

Известно, что Армения трансфертозависимая экономика. Трансферты обеспечивают весомую долю доходов, а значит через совокупное потребление имеют свое воздействие на ВВП.

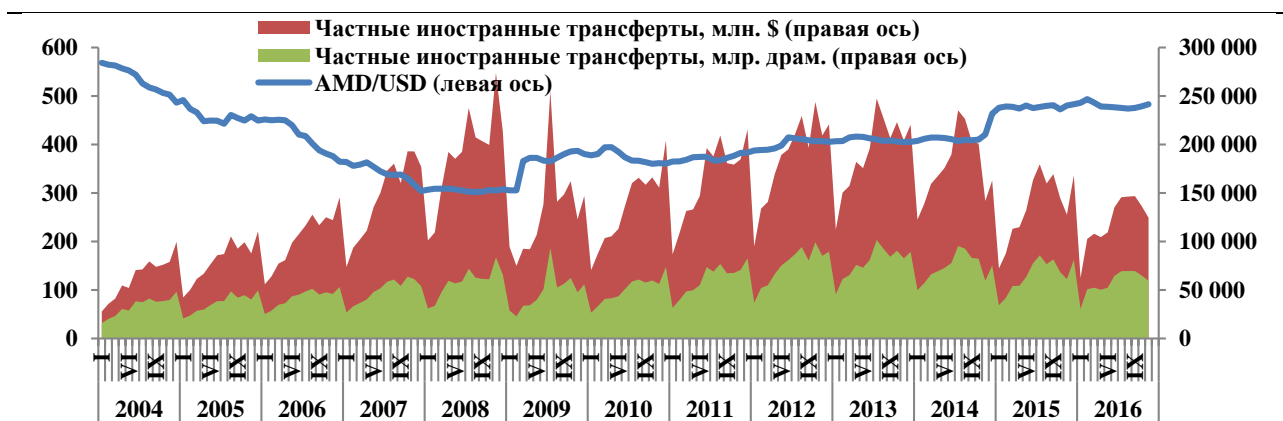


Рис. 4.9. Частные иностранные трансферты из и обменный курс драма, 2004-2016гг., ежемесячно\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - [www.cba.am](http://www.cba.am)

\* На рисунке выделены I, VI и IX месяцы.

Вместе с тем, валютная политика ЦБ РА в целом не способствует увеличению ВВП через трансферты, а скорее наоборот, ведет к сокращению трансфертов в драмовом выражении.

Укрепление обменного курса национальной валюты в период увеличения потоков иностранных денежных трансфертов в Армению не привело к увеличению доходов населения через этот канал, а значит не привело к более высоким темпам расширения совокупного спроса (см. рис.4.9). Иная валютная политика привела бы к обратному эффекту.

С другой стороны, учитывая, что весомая доля иностранных денежных трансфертов в Армению приходит именно из российской экономики, то очевидно, что изменения в экономическом росте России сказываются на нашей экономике посредством, например сокращения притоков трансфертов, что опять же отражается на совокупном спросе Армении, а значит сокращает экономический рост (см. рис.4.10).

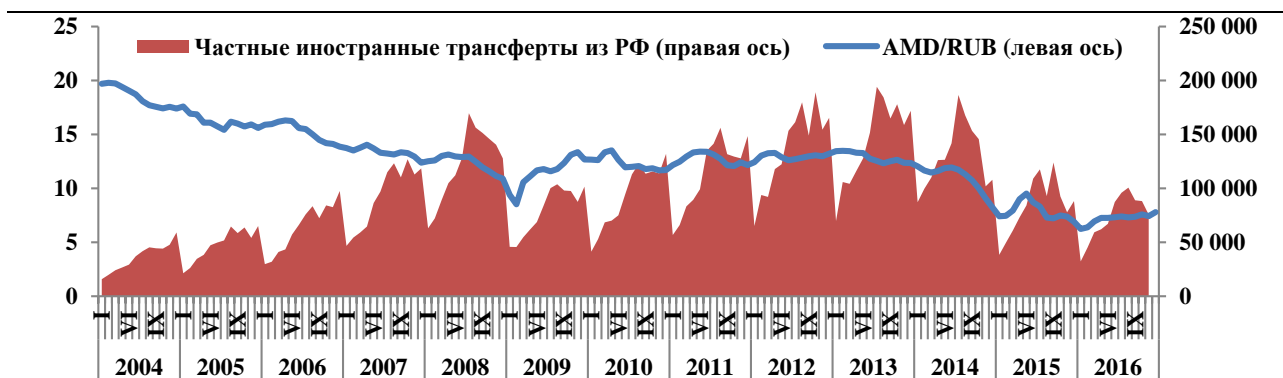


Рис. 4.10. Частные иностранные трансферты из РФ и обменный курс драма, 2004-2016гг., ежемесячно\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - www.cba.am

\* На рисунке выделены I, VI и IX месяцы.

Наконец в целом, рассматривая роль трансфертов в экономическом росте Армении, можно сказать, что валютная политика, направленная на обесценение обменного курса национальной валюты, способствовала бы увеличению совокупного спроса через доходы от иностранных денежных переводов в РА.

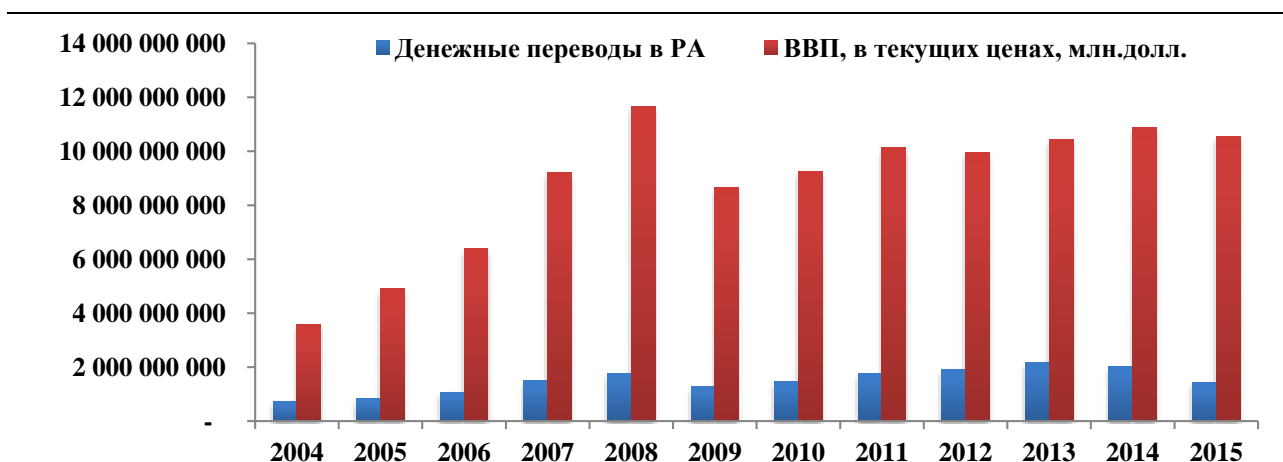


Рис. 4.11. Частные иностранные трансферты и ВВП, в млн.долл.США, 2004-2016гг..

Источник: База данных Центрального Банка РА - www.cba.am

Примечание: ВВП - Внутренний продукт (валовой, в рыночных ценах)

Учитывая проведенный выше анализ, мы также рассмотрели многофакторное воздействие на экономический рост. Непосредственное воздействие на ВВП имеют денежные агрегаты M0 и M2X, на которые, в свою очередь, влияют изменения в Норме резервирования, притоке частных иностранных трансфертов и изменения в обменном курсе национальной валюты. Отметим, что высокий коэффициент детерминации ( $R^2=0.846$ ,

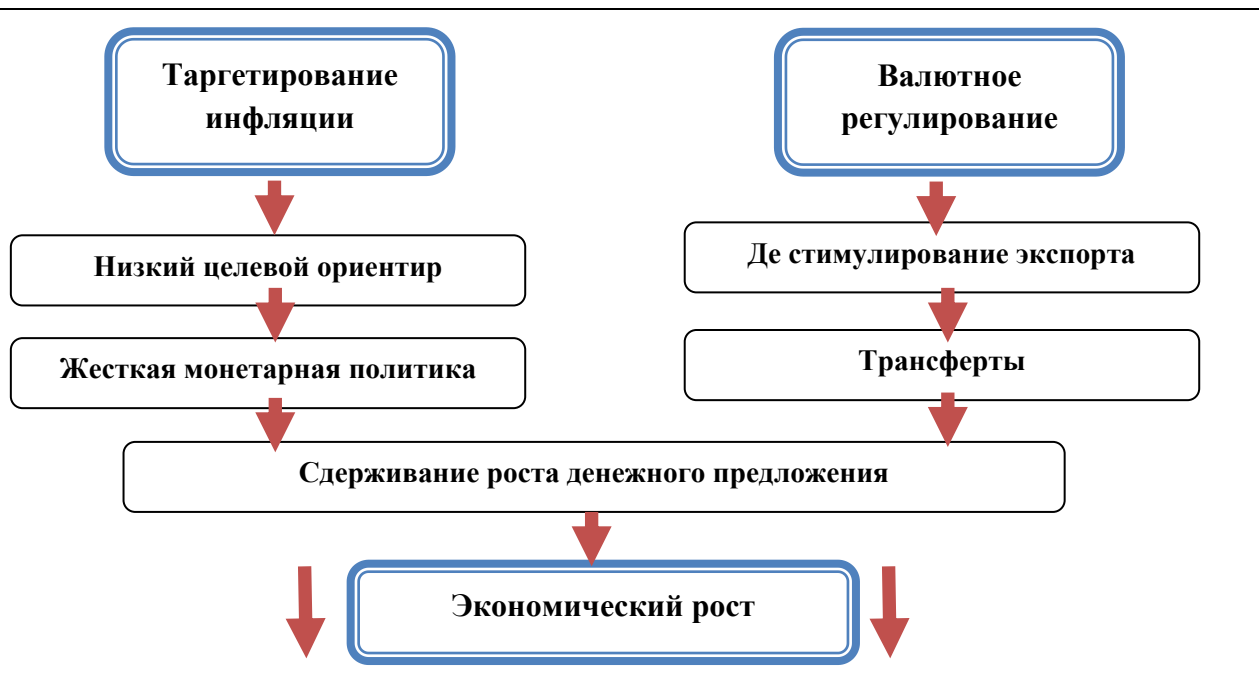


$GDP=0.13M_0-0.25M_{2X}-0.087NER+0.02988$ ) говорит о сильной связи между денежными агрегатами  $M_0$ ,  $M_{2X}$ , валютным курсом и ВВП страны.

Итак, обобщая вышесказанное, становится ясно, что с точки зрения достижения высоких темпов экономического роста, как денежно-кредитная политика ЦБ РА в рамках инфляционного таргетирования, так и валютное регулирование, приводят к сдерживанию роста экономики Армении (см. схему 4.1.). Этот факт обуславливает необходимость пересмотра подходов к монетарному регулированию в общем, и в валютному регулированию, в частности.

Необходимо признать недееспособность монетарного регулирования в Армении в рамках режима таргетирования инфляции. С любых позиций реализация инфляционного таргетирования носит лишь формальный характер и в целом не несет в себе эффективного воздействия на общую макроэкономическую среду. Более того, выбранный целевой ориентир наносит серьезный урон темпам экономического роста, что в условиях кризиса и сильной подверженности внешним шокам со стороны других экономик, еще больше усугубляет падение темпов экономического роста.

Схема 4.1. Роль монетарной и валютной политики в экономическом росте Армении.



Источник: составлено автором

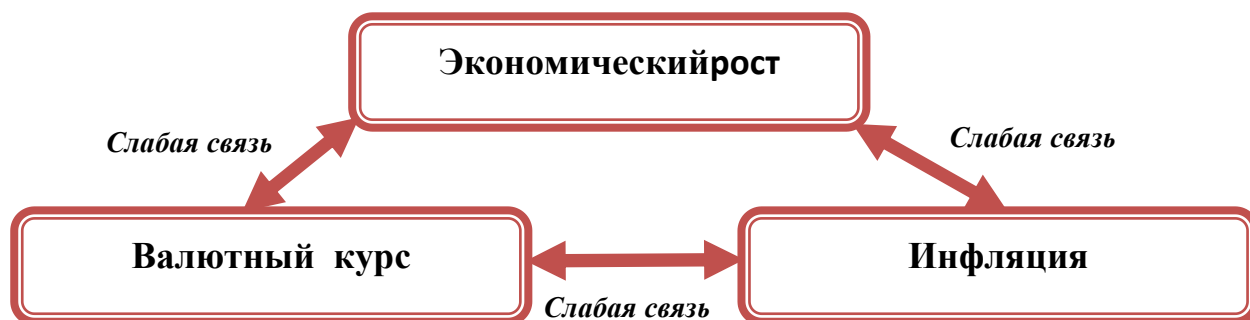
При этом, если де-факто единственным действенным инструментом в монетарном регулировании является валютная политика, то необходимо признать такое первенство и с

юридической точки зрения, а, именно, определиться с режимом валютного регулирования, который бы соответствовал реальному направлению валютной политики в Армении.

Какой в таком случае должна быть политика по валютному регулированию? Наиболее приемлемым подходом к валютному регулированию может стать выбор в пользу плавающего валютного курса, совмещенный с конвергенцией с валютной политикой России, поскольку, как было доказано выше, внешние шоки со стороны именно российской экономики значительно отражаются на нашей экономике.

При этом, стоит сказать, что в условиях развивающейся экономики применение классических режимов как монетарного, так и валютного регулирования не эффективно. Поэтому следует признать недееспособность классических подходов к денежно-кредитной политике.

Схема 4.2. **Взаимосвязь экономического роста, валютного курса и инфляции (случай Армении).**



Источник: составлено автором

На схеме 4.2. обобщены результаты проведенного выше анализа. Как мы можем видеть, применяя эконометрический анализ можно прийти к выводу, что в Армении все три элемента схемы мало связаны друг с другом, что говорит прежде всего о не рыночном характере формирования как инфляции, так и валютного курса. Как было показано выше в работе, учитывая степень монополизации экономики Армении, процесс формирования инфляционного фона достаточно искажен. А с точки зрения формирования валютного курса, опять же, как было показано выше, чрезмерное вмешательство «денежных властей» на валютный рынок, искажает картину с точки зрения валютного курса.

## 4.2. Подход к выбору политики валютного регулирования в Армении с точки зрения гармонизации с валютной политикой Банка России

Как было показано в предыдущих главах, экономика Армении, будучи малой открытой экономикой, сильно подвержена внешним шокам. При этом, основным каналом внешних шоков, которые имеют влияние на армянскую экономику, является именно экономика России. Выше в работе были представлены основные каналы воздействия экономики России на армянскую экономику, при этом был проведен регрессионный анализ, доказывающий данное воздействие.

Тем не менее, макроэкономическая политика последних десяти, если не больше лет, с точки зрения монетарного и валютного регулирования была практически не скоординирована с подходами к регулированию со стороны Банка России. Несмотря на то, что «денежные власти» и России, и Армении вели политику по активному вмешательству в формирование обменных курсов национальной денежной единицы, направленность политики ЦБ РА в корне отличалась от политики Банка России.

В рамках данного исследования предпринята попытка оценить потери в экономическом росте в Армении вследствие отсутствия гармонизации валютного регулирования со стороны ЦБ РА с валютной политикой Банка России.

В первую очередь, рассмотрим идеальный случай, при котором ЦБ РА вел бы абсолютно скоординированную с Банком РФ валютную политику. Как мы можем видеть на рисунке, координируя обменный курс драма исходя из волатильности рубля, произошло бы соразмерное обесценение драма на протяжении последних семнадцати лет.

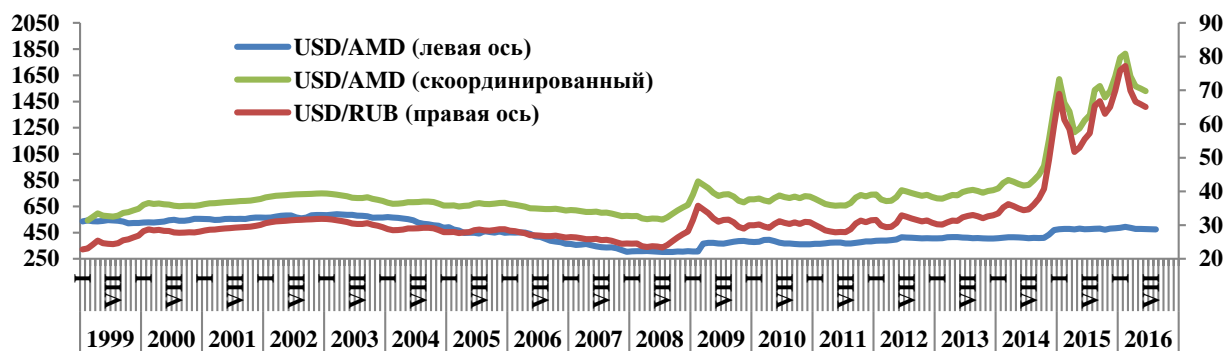


Рис.4.12. Сценарий валютной политики ЦБ РА, в случае координации с валютной политикой Банка России с 1999г. по 2016г., ежемесячно\*

Источник: Официальный сайт Банка России - [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru); Официальный сайт ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am); расчеты автора.

\*На рисунке выделены I и VII месяцы.

Тем не менее, справедливости ради стоит сказать, что в целом, тенденция изменений курса драма и рубля с 1999г. по середину 2008г. в принципе схожа, но имеет различную направленность. Однако, начиная с середины 2008г. валютная политика Армении в определенной степени гармонизирована с политикой по регулировании курса рубля в России. Учитывая, что до 2008г. на валютном рынке Армении резких скачков и кризисов не наблюдалось, а после указанного периода произошло два валютных кризиса, в первую очередь связанных с валютными кризисами в РФ, то стоит рассмотреть эти два периода по отдельности.

Как мы можем видеть, динамика изменений драма и рубля в целом действительно немного схожа. Однако, можно заметить, что если рубль за рассматриваемый период незначительно обесценился, то драм, наоборот, претерпел серьезное укрепление. То есть общий тренд валютной политики носит противоположный характер (см. рис. 4.13).

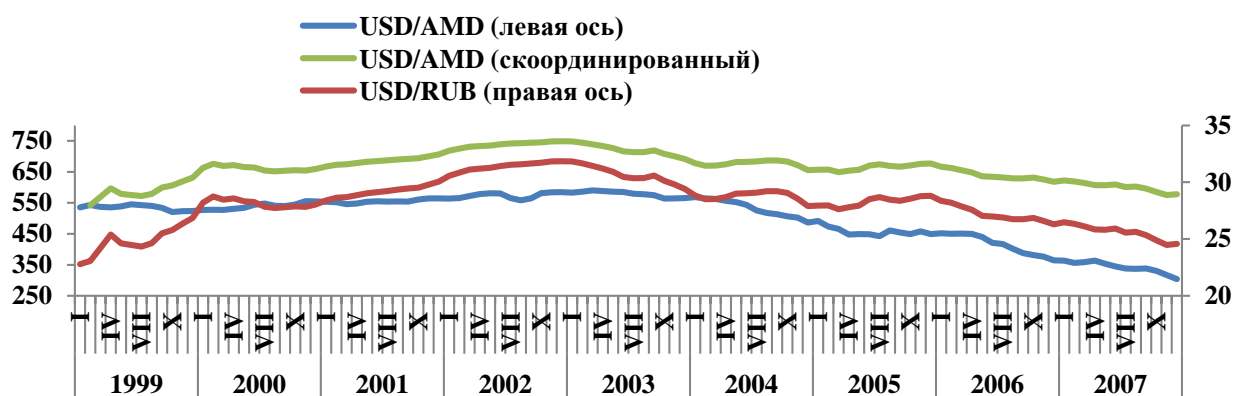


Рис.4.13. Сценарий валютной политики ЦБ РА, в случае координации с валютной политикой Банка России с 1999г. по 2007г., ежемесячно\*.

Источник: Официальный сайт Банка России - [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru); Официальный сайт ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am); расчеты автора

\* На рисунке выделены I, IV, VII и X месяцы.

Начиная с 2008 года валютная политика ЦБ РА, вплоть до 2014 года практически согласована с валютной политикой Банка России. Однако, в период после валютного кризиса в 2014г. и в России и в Армении наблюдается значительное отклонение в валютном регулировании ЦБ РА от политики, по координации с валютной политикой Банка России. Иными словами, если после валютного кризиса 2014г. Банк России отпустил курс рубля в свободное плавание, что повлекло за собой значительное обесценение национальной денежной единицы, то политика ЦБ РА продолжала быть направлена на жесткое регулирование курса и удержание позиций на драма на низкой позиции (см. рис. 4.14).

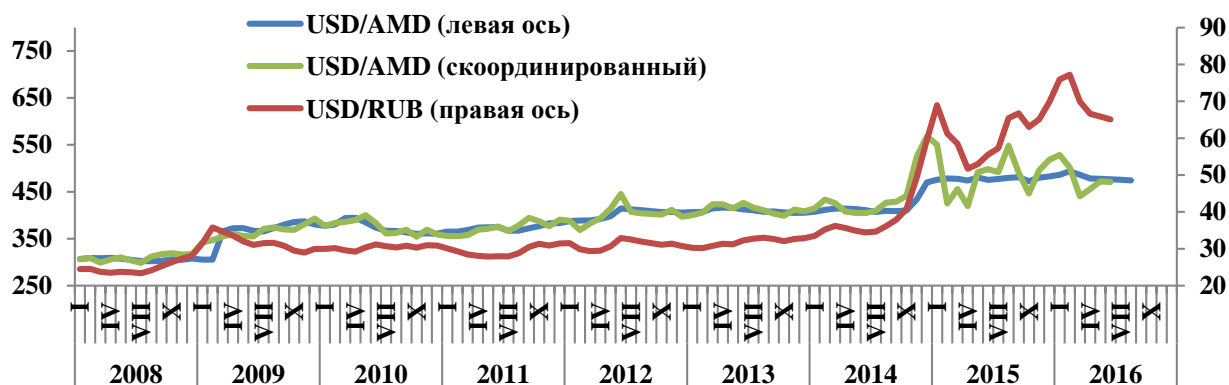


Рис.4.14. Сценарий валютной политики ЦБ РА, в случае координации с валютной политикой Банком России с 2008г. по 2016г., ежемесячно\*.

Источник: Официальный сайт Банка России - [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru); Официальный сайт ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am); расчеты автора

\* На рисунке выделены I, IV, VII и X месяцы.

Фактически, после входа в состав ЕАЭС, ЦБ РА перестал гармонизировать свою валютную политику с политикой Банка России.

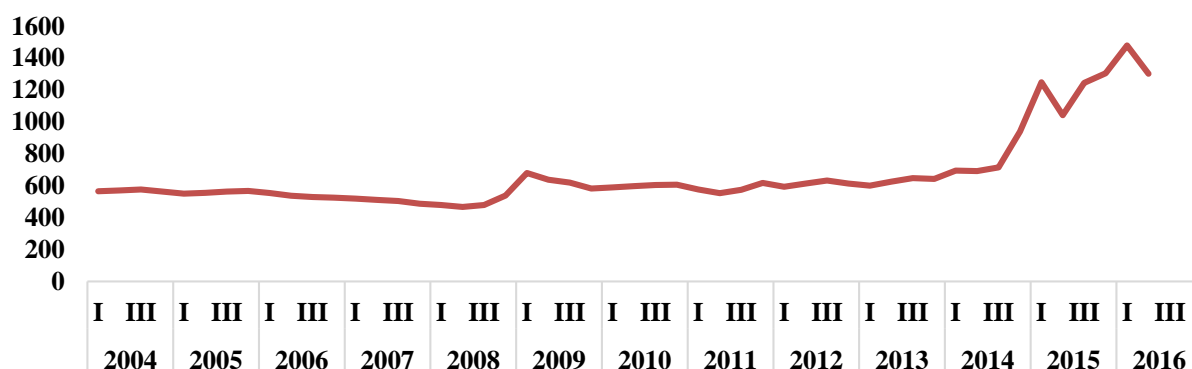


Рис. 4.15. Сценарий валютной политики ЦБ РА, в случае координации с валютной политикой Банка России с 2004г. по 2016г., динамика обменного курса дама по отношению к доллару, ежеквартально\*.

Источник: Официальный сайт Банка России - [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru); Официальный сайт ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am); расчеты автора

\* На рисунке выделены I и III кварталы.

Рассмотрим возможные изменения обменного курса под другим ракурсом. Учитывая, что настоящий бум экономического роста наблюдается с 2004 года, и именно в этот период наблюдается сильное укрепление обменного курса национальной валюты, важно будет

оценить возможные потери в потенциальном ВВП экономики Армении, с учетом отсутствия координации валютной политики ЦБ РА с валютной политикой Банка России (см. рис.4.15).

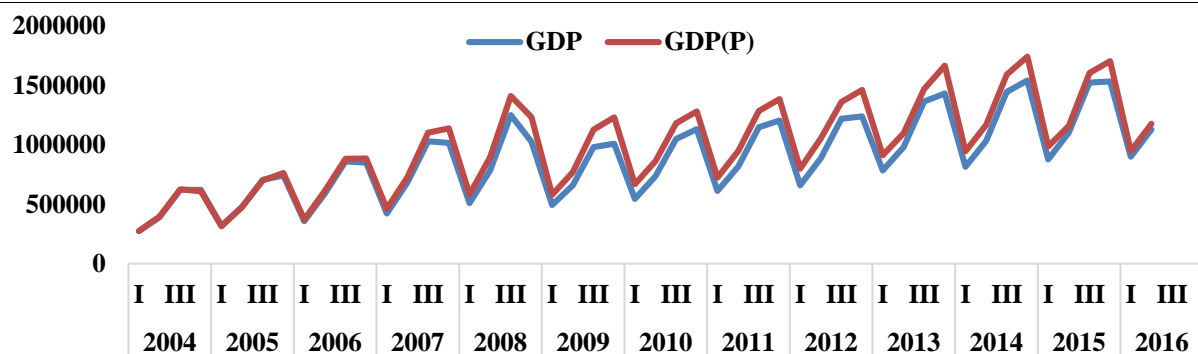


Рис. 4.16. Фактический и потенциальный ВВП РА, с учетом координации с валютной политикой Банка России с 2004г. по 2016г., ежеквартально (AMD)

Источник: Официальный сайт ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am); расчеты автора

\* На рисунке выделены I и III кварталы.

Учитывая проведенный в предыдущем параграфе анализ, можно прийти к выводу о том, что валютный курс имеет существенное влияние на экономический рост в Армении. В этой связи, в рамках данной работы был рассчитан потенциальный ВВП с учетом возможной координации волатильности обменного курса драма с изменениями обменного курса рубля, начиная с 2004г. Результаты поквартального расчета потенциального ВВП Армении представлены на рис. 4.16. Как мы можем видеть, координируя валютную политику Армении с валютной политикой Банка России, Армения могла выиграть с точки зрения достижения более высоких темпов экономического роста.

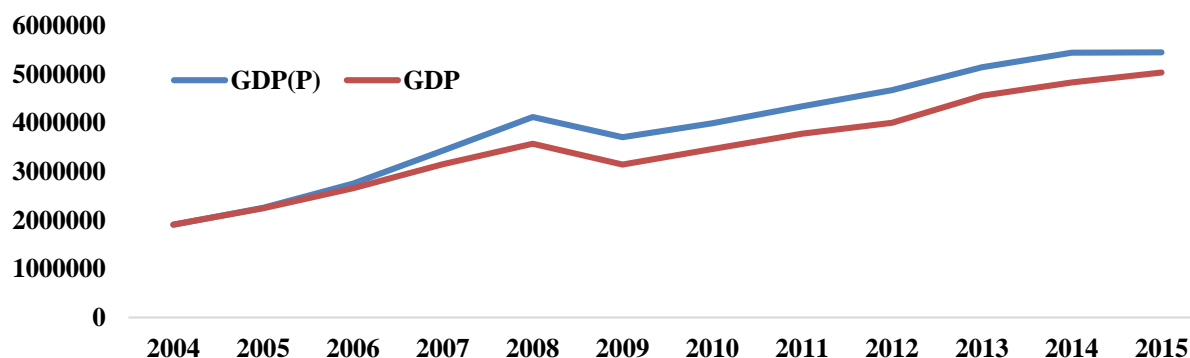


Рис. 4.17. Фактический и потенциальный ВВП РА, с учетом воздействия чистого экспорта в случае координации с валютной политикой Банка России с 2004г. по 2016г., ежегодно (AMD)

Источник: Официальный сайт ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am); расчеты автора

Кроме того, учитывая основные факторы, значимые в Армении с точки зрения экономического роста, нами был рассчитан потенциальный ВВП с учетом воздействия чистого экспорта в случае координации с валютной политикой Банком России с 2004г. по 2016г. в ежегодном разрезе (см. рис. 4.17). Как мы можем видеть, потери с ВВП достаточно весомые.

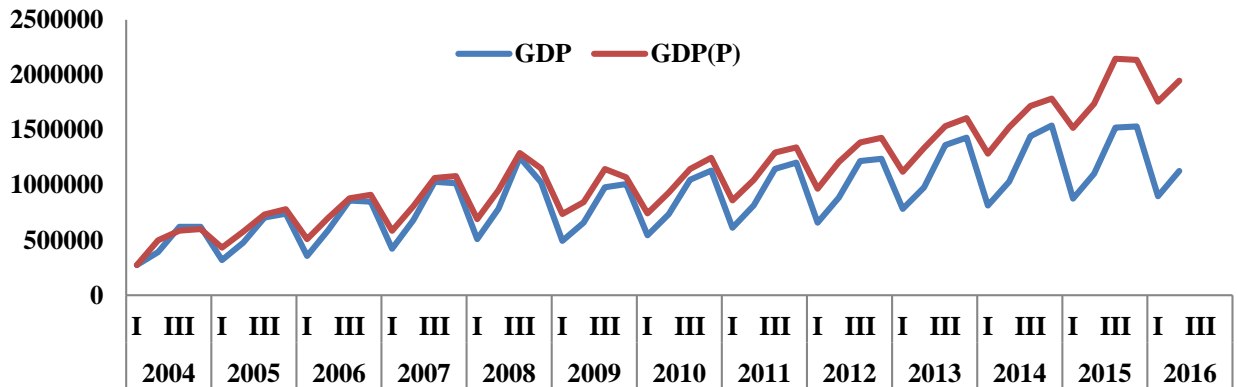


Рис. 4.18. Фактический и потенциальный ВВП РА, с учетом воздействия роста потребления в случае координации с валютной политикой Банка России с 2004г. по 2016г., ежеквартально (AMD)

Источник: Официальный сайт ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am); расчеты автора

\* На рисунке выделены I и III кварталы.

Еще одним весомым фактором формирования ВВП РА является совокупное потребление. На рисунках 4.18 и 4.19 проиллюстрирован потенциальный ВВП Армении, с учетом воздействия роста потребления в случае координации с валютной политикой Банком России с 2004г. по 2016г. в ежеквартальном и ежегодном разрезе.

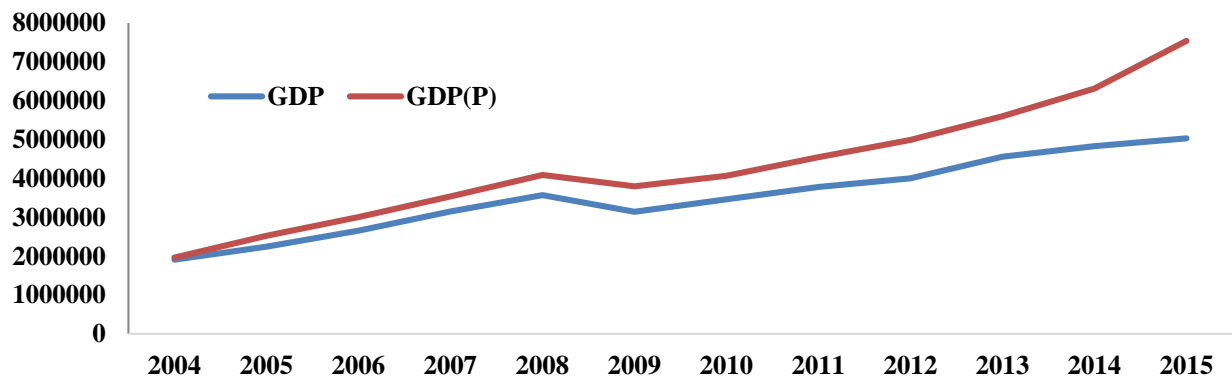


Рис. 4.19. Фактический и потенциальный ВВП РА, с учетом воздействия роста потребления в случае координации с валютной политикой Банка России с 2004г. по 2016г., ежегодно (AMD)

Источник: Официальный сайт ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am); расчеты автора

Ежегодный расклад ВВП с точки зрения возможной координации валютной политики ЦБ РА с валютной политикой Банка России указывает на значительные потери в достижении экономического роста в Армении за последние 12 лет. Отметим, что еще более значимые потери наблюдаются в период после 2014 года, когда Армения вступила в ЕАЭС, и произошел существенный кризис на валютном рынке России, а затем и Армении.

Иными словами, отказавшись от жесткого регулирования курса драма в этот период, Армения могла бы выиграть с точки зрения экономического роста.

Наконец, рассматривая потенциальный ВВП РА с учетом воздействия всех вышеперечисленных факторов в случае координации с валютной политикой Банка России с 2004г. по 2016г. в ежеквартальном и ежегодном разрезе, мы можем констатировать, что валютная политика на протяжении последних лет нанесла достаточно ощутимый ущерб экономике Армении, с точки зрения экономического роста (см. Рис.4.20 и 4.21).

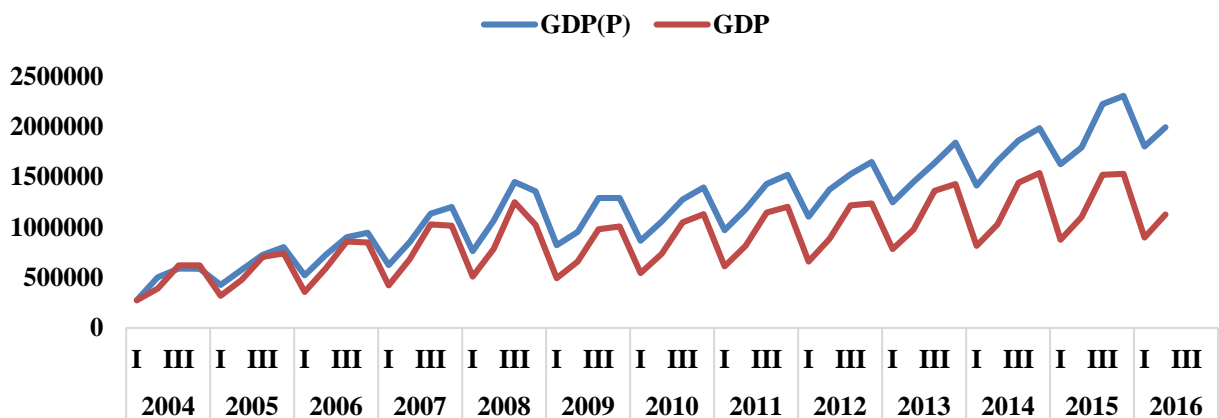


Рис. 4.20. Фактический и потенциальный ВВП РА, с учетом воздействия роста потребления и чистого экспорта в случае координации с валютной политикой Банка России с 2004г. по 2016г., ежеквартально

Источник: Официальный сайт ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am); расчеты автора

\* На рисунке выделены I и III кварталы.

Ежегодный расклад только доказывает ранее озвученный тезис о необходимости координации валютного регулирования в Армении, с учетом валютной политики Банка России (см. рис. 4.21).

На основе проведенных выше расчетов, в рамках данного исследования были построены несколько сценариев для экономического роста Армении с учетом влияния экономики России посредством валютного канала.



Прогнозы ВВП РА были построены с учетом роста потребления (рассматривались воздействие трансфертов и валютного курса) и чистый экспорт (рассматривалось воздействие валютного курса). При этом, валовое накопление было взято за константу.

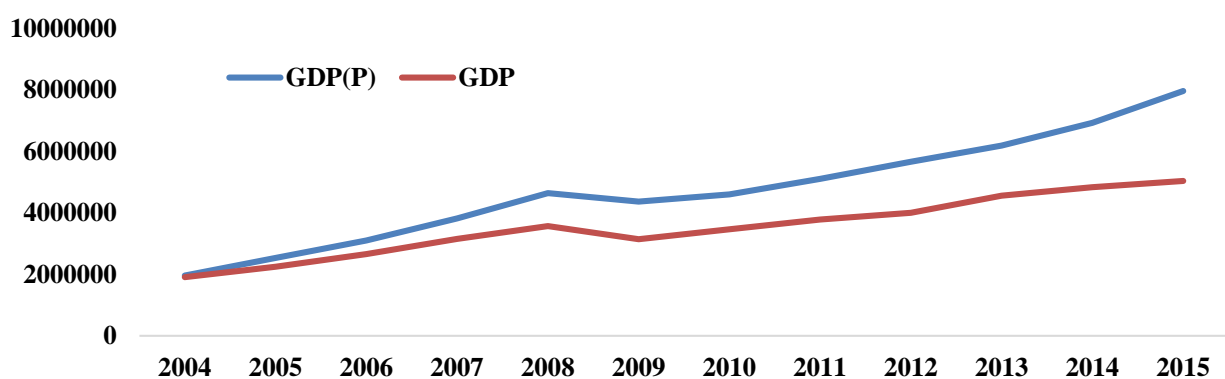


Рис. 4.21. Фактический и потенциальный ВВП РА, с учетом воздействия роста потребления и чистого экспорта в случае координации с валютной политикой Банка России с 2004г. по 2016г., ежегодно

Источник: Официальный сайт ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am); расчеты автора

На рисунках 4.22 и 4.23 проиллюстрированы построенные сценарии изменений ВВП РА с учетом развития событий на мировом рынке нефти и той или иной политикой ЦБ РА в отношении валютного регулирования.

Были рассмотрены шесть вариантов развития событий на валютном рынке России, с учетом изменений цен на нефть на мировых рынках:

**Сценарий 1:** цены на нефть растут на 7% ежеквартально, ЦБ Армении ведет гармонизированную валютную политику с Россией.

**Сценарий 2:** цены на нефть снижаются на 7% ежеквартально, ЦБ Армении ведет гармонизированную валютную политику с Россией.

**Сценарий 3:** цены на нефть не изменяются, ЦБ Армении ведет гармонизированную валютную политику с Россией.

**Сценарий 4:** цены на нефть растут на 7% ежеквартально, ЦБ Армении ведет не гармонизированную валютную политику с Россией.

**Сценарий 5:** цены на нефть снижаются на 7% ежеквартально, ЦБ Армении ведет не гармонизированную валютную политику с Россией.

**Сценарий 6:** цены на нефть не изменяются, ЦБ Армении ведет не гармонизированную валютную политику с Россией.

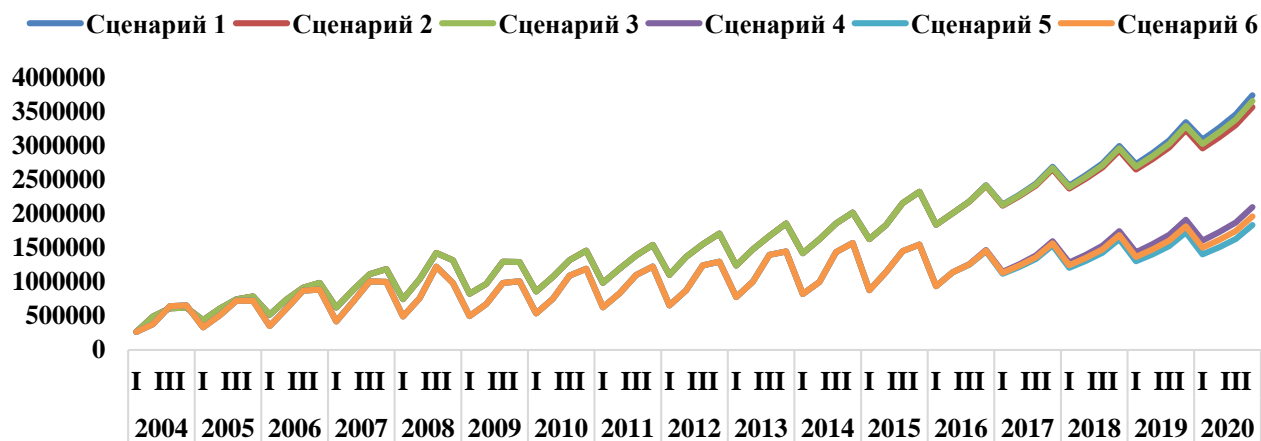


Рис. 4.22. Прогноз поквартального ВВП РА при прочих равных условиях с 3 квартала 2016 по 4 квартал 2020).

Источник: Официальный сайт Банка России - [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru); Официальный сайт ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am); расчеты автора

\* На рисунке выделены I и III кварталы.

Как мы можем видеть, как в поквартальном, так и в годовом разрезе гармонизированная с Банком России валютная политика ЦБ РА при всех возможных сценариях развития событий на валютном рынке России с учетом изменений цен на нефть приводит к значительному росту ВВП. С другой стороны, отсутствие гармонизации валютных политик РА и РФ приводит к значительно более низким показателям в экономическом росте Армении.

Сложившаяся ситуация требует кардинального пересмотра подхода к денежно-кредитной политике ЦБ РА в общем, и к валютной политике в частности. Такой подход должен, в первую очередь, подразумевать приоритетность достижения высоких темпов экономического роста в общей концепции макроэкономического регулирования, и с учетом этого соответствие направленности денежно-кредитной и валютной политики общей стратегической задаче государственного регулирования.

В таком ракурсе реализовывать инфляционное таргетирование в рамках коридора  $4 \pm 1,5$  и жесткой валютной политики неприемлемо. Тем более, что де-факто инфляционное таргетирование в условиях высокой концентрации рынка и отсутствия каких-либо эффективных инструментов денежно-кредитной политики невозможно.

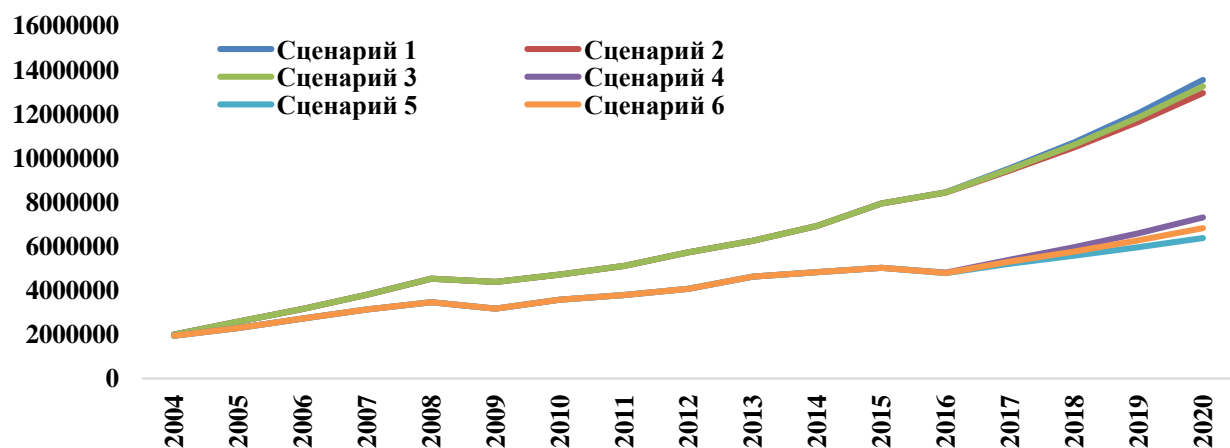


Рис. 4.23. Прогнозы годовой ВВП РА при прочих равных условиях с 3 квартала 2016 по 4 квартал 2020).

Источник: Официальный сайт Банка России - [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru); Официальный сайт ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am); расчеты автора

Необходимо признать приоритетность инструментов валютного регулирования в случае отсутствия других эффективных инструментов денежно-кредитной политики, и осуществлять валютную политику с точки зрения приоритетности достижения высоких и качественных темпов экономического роста, стимулируя экспортные позиции страны, а также совокупный спрос.

### **4.3. Концепция модернизации валютного регулирования**

Итак, проведенный в работе анализ выявил необходимость модернизации подходов к денежно-кредитному и валютному регулированию в Армении. Было доказано, что проводимое до сих пор монетарное регулирование привело к значительному снижению темпов экономического роста.

В этой связи, ниже представлены основные элементы предложенной концепции по модернизации подходов к денежно-кредитному и валютному регулированию.

#### **Элемент 1. Таргетирование инфляции**

Как уже было отмечено в работе, инфляционное таргетирование в Армении реализуется лишь формально, и многие из факторов, которые этому способствуют, лежат в общей макроэкономической и институциональной среде, находящихся вне зоны воздействия денежно-кредитной политики. Однако, сама политика инфляционного таргетирования находится как раз непосредственно в ведении Центрального Банка, и некоторые ее элементы требуют кардинального пересмотра.

##### *- целевой ориентир и выбор номинального якоря*

В работе представлен подробный анализ реализации политик таргетирования инфляции в Армении. При этом, было также доказано, что сдерживание инфляционного фона негативно сказывается на экономическом росте страны в различных проявлениях. Опыт большинства стран с развивающимися рынками доказывает, что заниженная инфляция не может стимулировать экономический рост, и наоборот, одним из наиболее эффективных способов достижения более высоких темпов экономического роста в краткосрочной перспективе является уровень инфляции, находящийся на пороговом значении. Безусловно, в каждой стране такое пороговое значение различно.

Выше было доказано, что в экономике Армении присутствует значимая связь между ростом ВВП и изменениями в уровне цен. Наряду с этим, динамика изменения уровня цен носит нестабильный характер. Вместе с тем, акцент монетарного регулирования должен, в первую очередь, быть сделан не столько на достижении низких темпов инфляции, сколько на достижении стабильной и предсказуемой динамики уровня цен, которая, в свою очередь, передавала бы соответствующие импульсы реальному сектору, чем способствовала бы положительным инфляционным ожиданиям.

Множество исследований на тему взаимосвязи инфляции и экономического роста доказывают, что пороговое значение инфляции для развивающихся стран колеблется в пределах 10-12% ежегодного роста. Вместе с тем, целевой ориентир в рамках таргетирования

инфляции в Армении последние восемь лет установлен в пределах коридора  $4 \pm 1,5\%$ . Тем самым, ЦБ РА ставит во главу угла именно низкие темпы изменения уровня цен, что, как было доказано выше, противоречит основной цели макроэкономического регулирования, а именно достижению высоких темпов экономического роста.

Такой целевой ориентир денежно-кредитной политики соответствует скорее развитым экономикам, с устоявшейся экономикой и эффективными институтами монетарного регулирования. Увеличение цен в таких странах ведет к «перегреву» экономики, тогда как в развивающейся экономике темпы роста инфляции в 3-4% могут быть губительны для экономического роста.

В связи с вышесказанным, автор предлагает повысить порог целевого ориентира инфляционного таргетирования до 10-12 %, что будет больше соответствовать реальному ценовому фону в стране, а также позволит в краткосрочной перспективе стимулировать темпы экономического роста. Таким образом, Центральному Банку РА удастся выйти из «ловушки инфляционного таргетирования» и избежать противоречия возникшего между целевым ориентиром и достижением высоких темпов экономического роста.

Кроме того, следует пересмотреть сам целевой ориентир. На сегодняшний день, в качестве номинального якоря ЦБ РА использует очищенный показатель ИПЦ. Опыт большинства стран, реализующих политику таргетирования инфляции доказывает, что чем более центральные банки используют очищенный показатель ИПЦ при установлении целевого ориентира, тем менее эффективно монетарное регулирование в целом<sup>307</sup>. Автор рекомендует взять за основу общий показатель ИПЦ, который позволил бы проводить более прозрачную денежно-кредитную политику, а значит, способствовать повышению доверия к «денежным властям» и формированию положительных инфляционных ожиданий со стороны реального сектора.

*- инфляция ожиданий*

Современные теории монетарного регулирования уже давно не ставят во главу угла монетарный фактор формирования инфляции. Последние десятилетия доказали, что рост денежного предложения, в большинстве своем, не отражается на уровне цен в краткосрочной перспективе. В этой связи, центральные банки мира в большинстве своем, осуществляя денежно-кредитную политику опираются больше на немонетарные факторы формирования

---

<sup>307</sup> См. подробнее: Восканян М.А., Режимы денежно-кредитной политики. (учебно-методическое пособие). Ер.: Изд-во «Экономист», 2009; Восканян М.А., Манукян Д.Э. Некоторые аспекты политики таргетирования инфляции: международный опыт и монетарная политика Армении. Деньги и кредит. 9/2011. Ежемесячный научно-практический журнал. Москва. © «Деньги и кредит», 2011. Стр. 57-59 (в соавторстве с Манукян Д.Э.) (РИНЦ)

инфляции, а именно, на ожидания со стороны реального сектора в отношении будущего инфляционного фона. При этом, учитывая тот факт, что «денежные власти» в развитых экономиках отличаются высокой степенью доверия со стороны населения, эффективность реализации монетарного регулирования не оспаривается. В то же время, стоит также отметить, что высокий уровень доверия к Центральному Банку является одним из ключевых факторов и условий для успешной реализации таргетирования инфляции.

Однако развивающиеся рынки в этом смысле значительно отличаются от развитых стран. Здесь проблема доверия к властям, в том числе и к Центральному банку стоит очень остро, и Армения не является в этом исключением.

С 2005 года Центральный Банк Армении рассчитывает индекс доверия потребителей, в основу которого положены поквартальные опросы населения. Индекс доверия потребителей рассчитывается как среднеарифметическое от индекса текущей ситуации (среднее от суммы крупных покупок прошлого квартала, изменения прибыли, а также текущей экономической ситуации в стране) и индекса будущей ситуации (среднее от суммы предстоящих покупок в следующем квартале, ожидания изменения прибыли и занятости).

Основной целью опроса является оценка отношения потребителей относительно текущей и будущей экономической ситуации в стране. В анкету включены 6 вопросов, на основе трех из которых рассчитывается индекс доверия потребителей, отражающий текущую ситуацию, а на основе остальных трех – индекс, отражающий будущую ситуацию. Сам индекс изменяется в пределах от 0 до 100. Нулевое значение индекса показывает понижение, 100 – рост, а 50 – стабильное положение, т.е. количество людей, ожидающих рост и спад, равно.

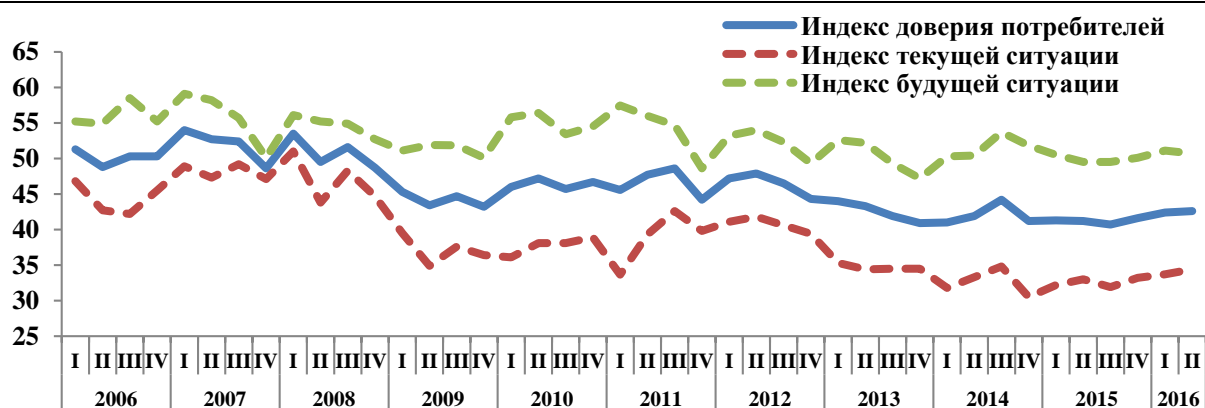


Рис.4.24 Изменение индекса доверия потребителей, включая индекс текущей ситуации, и индекса будущей ситуации ЦБ РА, ежеквартально.

Источник: Официальный сайт ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am)

На рис.4.24 представлена динамика Индекса доверия населения за весь период осуществления таргетирования инфляции в Армении.

Как мы можем видеть из рисунка, на протяжении всего периода реализации таргетирования инфляции в Армении наблюдается снижение уровня доверия к «денежным властям». При этом, следует также отметить, что Индекс текущей ситуации значительно ниже Индекса будущей ситуации, что говорит о негативном фоне инфляционных ожиданий со стороны реального сектора в целом, и домохозяйств, в частности. Более того, разрыв между этими двумя индексами с каждым годом увеличивается, что также негативно сказывается на общем Индексе доверия к центральному банку.

Таким образом, основной инструмент воздействия на реальный сектор с целью снижения инфляционного давления в виде инфляции ожиданий, носит обратный характер, а значит, является ключевым препятствием к успешной реализации инфляционного таргетирования.

Наконец, рассчитываемый Индекс не учитывает нерыночность формирования цен в стране, а значит не до конца отражает реальную картину негативных ожиданий со стороны реального сектора.

В этой связи, Центральному Банку РА следует проводить последовательную и прозрачную политику по увеличению доверия со стороны реального сектора, что, в свою очередь, позволит увеличить показатель целевого ориентира без угрозы неконтролируемого инфляционного давления в экономике.

*- независимость ЦБ РА*

Выше в работе были рассчитаны индексы независимости Центрального Банка РА, согласно которым в Армении наблюдается достаточно высокий уровень независимости «денежных властей». Однако, следует признать, что рассчитанные показатели носят скорее формальный характер, нежели соответствуют реальному отражению картины.

На протяжении всего периода реализации таргетирования инфляции, ЦБ РА активно вмешивался в валютную политику с целью удерживать рост цен. При этом, как известно, высокая инфляция является не только проблемой денежно-кредитного регулирования, но также всегда негативно отражается на показателях государственного бюджета. Постоянное увеличение цен обязывает государственные органы перманентно индексировать расходы бюджета, а учитывая высокий уровень государственного долга и низкую эффективность налогового администрирования в Армении, очевидно, что такая индексация была бы проблематичной. Таким образом, Центральный Банк РА косвенно решает задачи

фискального регулирования, что по сути, означает низкую степень независимости «денежных властей».

Разумеется, это относится также к величине внешнего долга, приобретенного за последние девять лет. Удерживая обменный курс национальной валюты на низком уровне по отношению к доллару, «денежные власти» решают также задачу внешнего долга, что тоже несомненно является элементом вмешательства фискального регулирования в денежно-кредитную политику.

Наконец, стоит отметить также выгоды импорта за последние годы, благодаря активной политике Центрального Банка по укреплению обменного курса национальной валюты. Учитывая импортозависимость экономики Армении, политика по укреплению драма по отношению к доллару позволила реальному сектору, сосредоточенному на импорте продукции в Армени, усилить свои позиции на рынке.

Таким образом, Центральному Банку Армении следует кардинально пересмотреть свои позиции по отношению к целям и задачам фискального регулирования и сосредоточиться на решении задач, которые приоритетны именно для монетарного регулирования.

*- методика расчета ИПЦ<sup>308</sup>*

Наконец, не в последнюю очередь, необходимо пересмотреть подход к методике расчета ИПЦ. Как и в большинстве стран мира, Национальная статистическая служба Республики Армения использует подход к расчету Индекса потребительских цен (далее ИПЦ) согласно классическим международным стандартам. Однако, практика развивающихся рынков указывает на то, что существующие международные стандарты расчета ИПЦ практически не берут в расчет степень дифференциации доходов населения. Если в условиях развитой экономика проблема бедности населения и низких доходов в большей мере уже решена, то развивающиеся страны отличаются высокой степенью поляризации доходов.

Причем, следует отметить, что методики расчета уровня бедности в развитых и развивающихся странах существенно рознятся. А поскольку это аспект отражается на расчете минимальной потребительской корзины, лежащей в основе расчетов ИПЦ, то уровень бедности и методики ее расчета также должны приниматься во внимание при расчете уровня цен на основе потребительской корзины.

---

<sup>308</sup> См. подробнее: Восканян М.А., Манукян Д.М. Методика расчета Индекса Потребительских цен в РА. 21-ый ВЕК Информационное-аналитический журнал. 4(33), 2014. 142с. Ст.118-140; Восканян М.А., Манукян Д.М. Проблема расчета ИПЦ в Армении: альтернативный подход. Развитие современных проблем. Сборник научных трудов конференции Т I / Т 770 АГЭУ. - Ер.: Тнтсагет, 2015, 772с. Стр. 753-760 .



Стоит отметить еще один аспект. Большинство работ, посвященных данной проблематике, отражают лишь доходную часть бюджета домохозяйств, тогда как в зависимости от уровня доходов, на самом деле кардинально может отличаться и расходная часть бюджета, которая, в свою очередь, имеет непосредственное отношение к методике расчета Индекса Потребительских Цен.

В рамках данной работы, а также на основе проведенных в процессе научной деятельности исследований<sup>309</sup> по данной проблематике, автором был выделен ряд проблем и недостатков, относящихся к методике расчета потребительской корзины Армении, и на основе которых были предложены следующие выводы:

- Методика сбора и анализа информации по уровню цен на товары и группы товаров характеризуется рядом недостатков. В частности, ежегодно, со стороны НСС РА<sup>310</sup> проводится опрос населения на предмет структуры потребления и доходов. Однако подход к выборке опрашиваемого населения не включает в себя уровень доходов, а значит, не может отражать объективную картину распределения доходов и потребления в стране.
- Учет цен на некоторые товары и услуги, включенные в ИПЦ, вызывает определенные сомнения на предмет объективности. Автор полагает, что процедуру учета цен на товары и услуги, включенные в ИПЦ следует осуществлять более транспарентно.
- Следует пересмотреть долю непродовольственных товаров в общей потребительской корзине. Наши исследования указывают на необъективность выбранного подхода к расчету суммы непродовольственных товаров и услуг в потребительской корзине.
- Как известно, ИПЦ рассчитывается на основе потребительской корзины и с учетом весов, которые присуждаются каждому товару и затем группе товаров. При этом, информация о распределении весов в потребительской корзине является закрытой и не поддается разглашению. Однако, следует отметить, что мировая практика, а также международные стандарты требует открытой публикации такой информации. В этой связи, автор предлагает повысить уровень прозрачности и достоверности статистической информации, касающейся в данном случае методики расчетов ИПЦ, с целью повышения доверия населения к публикуемым статистическим данным, а в последующей перспективе к общей политике Центрального банка.

---

<sup>309</sup> См. подробнее: Восканян М.А., Манукян Д.М. Методика расчета Индекса Потребительских цен в РА. 21-ый ВЕК Информационное-аналитический журнал. 4(33), 2014. 142с. Ст.118-140; Восканян М.А., Манукян Д.М. Проблема расчета ИПЦ в Армении: альтернативный подход. Развитие современных проблем. Сборник научных трудов конференции Т I / Т 770 АГЭУ. - Ер.: Тнтсагет, 2015, 772с. Стр. 753-760 .

<sup>310</sup> Национальная Статистическая Служба Республики Армения

- Учитывая высокий уровень бедности, а также сильное расслоение населения по уровням доходов, автор предлагает ввести несколько различных индексов потребительских цен, расчеты которых будут основаны на различной структуре потребления, исходя из уровня доходов.
- Необходимы также методологические изменения при расчете ИПЦ. В наибольшей мере эти изменения должны коснуться удельных весов товаров и услуг, с учетом комбинированного, эконометрического и статистического подходов.

## **Элемент 2. Финансовая система**

Институты финансового посредничества важны не только с точки зрения достижения экономического роста, но также и с точки зрения эффективности денежно-кредитной политики. Выше в работе были выявлены основные проблемы развития институтов финансового посредничества в Армении с точки зрения трансмиссионного механизма монетарного регулирования.

В этой части работы мы попытаемся предложить рекомендации по усовершенствованию политики по развитию институтов финансового посредничества с целью повышения эффективности монетарного регулирования, а также достижения более высоких и долгосрочных темпов экономического роста.

### *- финансовый мегарегулятор*

Как известно функции финансового мегарегулятора на сегодняшний день в Армении находятся в ведении ЦБ РА. Однако, опыт множества успешных с точки зрения как экономического развития, так и развития институтов финансового посредничества указывает на необходимость отделения функций, которые должны быть в ведении Центрального Банка и функций надзора, которые должны строиться больше по принципу саморегулирования. В этой связи, с учетом также рекомендаций Базельского комитета, следует пересмотреть подход к реализации надзорных функций со стороны государства по отношению к институтам финансового посредничества.

В частности, необходимо развивать и ужесточать механизмы банковского регулирования и надзора, а именно необходимо законодательно запретить участие банков в операциях на открытых ранках (спекулятивные операции на валютном рынке). Более того, необходимо пересмотреть подходы к борьбе с высоким уровнем долларизации, который наблюдается в Армении на протяжении всего периода существования драма. Жесткая и искусственная политика (например, процентная) в отношении вложений в иностранной

валюте не только не повышает степень доверия населения к национальной денежной единице, но также и способствует увеличению рисков в банковской системе.

Жесткая политика в отношении нормы резервирования также увеличивает риски в банковской системе. Необходимо отказаться от действующей политики по обязательному резервированию в зависимости от валютных обязательств и перейти к резервированию обязательств в соответствующей валюте. Это позволит создать дополнительный спрос на национальную валюту как внутри банковской системы, так и вне ее, а также исключит валютные и процентные риски.

*- развитие институтов финансового посредничества*

Учитывая превалирование банковского сектора среди других секторов финансовой системы в Армении, необходимо проводить целенаправленную политику по развитию других, не банковских институтов финансового посредничества, которые бы способствовали формированию на рынке капитала спроса на долгосрочные и среднесрочные финансовые активы, а также обеспечили бы диверсификацию вложений в финансовую систему.

В Армении практически не развиты финансовые институты, формирующие «длинные деньги». В частности, пенсионная реформа в ее нынешней интерпретации совершенно неэффективна.

В этой связи, необходимо пересмотреть механизмы пенсионного страхования, в том числе, делая акцент на формировании корпоративных пенсионных фондов. При этом, нельзя допускать оттока капитала посредством вложений Пенсионных фондов на зарубежных рынках. Альтернативой этому должны стать национальные финансовые ресурсы, которые будут направлены на развитие реального сектора страны, а значит, обусловят увеличение темпов экономического роста в долгосрочной перспективе.

Необходимо также развивать рынок страховых инструментов, в частности не развито медицинское страхование, имущественное страхование и многие другие виды страхования.

*- законодательные изменения*

Согласно статье 200 Конституции Республики Армения<sup>311</sup> от 5 июля 1995 года с изменениями 2005 года и 2015 года «Основной целью Центрального банка являются обеспечение стабильности цен и финансовой стабильности».

Отметим, что поправка 2005г., внесенная в Конституцию РА относительно обязательств центрального банка по обеспечению стабильности цен, во-первых, не говорит о необходимости достижения именно низкого уровня цен, а во вторых, вынуждает

---

<sup>311</sup> Конституция Республики Армения с изменениями. Принята 06.12.2015

Центральный банк стать заложником собственного целевого ориентира. В этой связи, нам представляется корректным пересмотреть этот пункт в Конституции РА, дабы обеспечить возможность для «денежных властей» осуществлять более гибкую денежно-кредитную политику.

Поправка 2015г. добавила к обязательствам Центрального Банка РА также обеспечение финансовой стабильности<sup>312</sup>. По мнению автора, формулировка «финансовой стабильности» включает в себя стабильность всех элементов финансовой системы, а значит, например стабильности государственных финансов и государственного бюджета. В этой связи, возникает противоречие между статьей 200 п.1 (Национальным банком Республики Армения является Центральный банк. Центральный банк при осуществлении отведенных ему Конституцией и законом функций независим), и статьей 200 п.2 (Основной целью Центрального банка являются обеспечение стабильности цен и финансовой стабильности), поскольку предполагается, что в функции Центарльного Банка РА входит решение задач по обеспечению стабильности государственного бюджета. Более того, в Законе о Центральном Банке РА<sup>313</sup> также предусмотрен пункт относительно независимости ЦБ РА от государственных органов, что опять же противоречит отмеченной статьей в Конституции РА. Таким образом, автор предлагает или уточнить формулировку «финансовая стабильность», или пересмотреть необходимость и актуальность сделанной поправки.

Кроме того, учитывая неэффективность реализации режима инфляционного таргетирования, а также рецессию, которая наблюдается в экономике Армении последние девять лет, на взгляд автора, следует пересмотреть основные приоритеты и цели «денежных властей» в пользу достижения экономического роста. Безусловно, в идеале задача достижения экономического роста не должна быть в функционале Центрального Банка. Однако, в мировой практике есть такие примеры, когда в качестве основной стратегической цели Центрального Банка выступает именно экономический рост (например США). В пользу такого выбора говорит также приоритетность достижения высоких, стабильных и главное долгосрочных темпов экономического роста в развивающейся экономике, находящейся в кризисе последние годы. В таких условиях, все направления макроэкономической политики, включая денежно-кредитное регулирование, должны быть направлены на достижение именно отмеченной выше цели. Более того, автор полагает, что указанную стратегическую цель следует включить в Конституцию РА, а также в Закон РА о ЦБ РА.

---

<sup>312</sup> Конституция Республики Армения с изменениями. Принята 06.12.2015

<sup>313</sup> Закон Республики Армения о Центральном Банке Республики Армения. Статья 1 п. 5.

Наконец, Статья 4 п.2 Закона РА и ЦБ РА «Если другие задачи Центрального банка противоречат его основной задаче, Центральный банк отдает приоритет основной задаче и руководствуется необходимостью ее реализации» фактически вынуждает ЦБ РА в ущерб, в том числе, и экономическому росту вести на протяжении многих лет жесткую денежно-кредитную политику. Интересно также, что в том же законе в Статье 4 п.1 «Основной задачей Центрального банка является обеспечение стабильности цен в Республике Армения. В целях реализации своей основной задачи Центральный банк разрабатывает, утверждает и осуществляет программы денежно-кредитной политики», а в статье 14 п.4 (а) задача ЦБ РА представлена в следующей формулировке «обеспечение стабильности цен путем денежно-кредитной политики и *предотвращение (сдерживание) инфляции*». Иными словами, помимо того, что в Законе РА о ЦБ РА присутствуют две различные формулировки задач Центрального Банка, вторая формулировка фактически обуславливает необходимость ведения жесткой денежно-кредитной политики, в том числе и в ущерб экономическому росту. На взгляд автора, данная статья должна быть пересмотрена и уточнена, с учетом предложенных выше корректировок.

### **Элемент 3. Валютная политика**

Все предыдущие части работы анализируют и доказывают неэффективность валютного регулирования в Армении. Вместе с тем, доказано, что проводимая политика по удерживанию обменного курса национальной валюты в рамках установленного де-факто коридора наносит неоспоримый ущерб экономическому росту.

#### *- плавающий курс*

В предыдущих частях данного труда доказано, что Центральный Банк РА активно вмешивался в процесс формирования обменного курса национальной валюты. Однако, как показала практика, такое вмешательство нанесло значительный ущерб экономике Армении.

Согласно классификации МВФ<sup>314</sup>, Армения включена в список стран, реализующих политику «Регулируемый плавающий валютный курс с не установленным заранее горизонтом валютного курса (managed floating with no predetermined path for the exchange rate)», которая в свою очередь предполагает:

«Органы финансовой политики пытаются удержать обменный курс возле долгосрочного тренда без официально установленного целевого ориентира или без предусмотренного диапазона колебаний. Индикаторами для коррекции обменного курса могут быть показатели платежного баланса, объем золотовалютных резервов, степень

---

<sup>314</sup> Assessing macroprudential policies in a financial stability framework. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2014. Special topic of the Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions, 2014 issue.

развитости соседних государств, конъюнктура валютного рынка и т.д. Вмешательство со стороны денежных властей может быть прямое или косвенное»<sup>315</sup>.

Фактически, данный режим валютного регулирования предполагает возможность Центрального Банка РА активно, как прямо, так и косвенно, вмешиваться на валютный рынок, с целью формирования определенного курса. Причем, как указано выше, речь идет о поддержании долгосрочного тренда.

В этой связи, автор предполагает целесообразность пересмотра установленного на данный момент тренда динамики обменного курса национальной валюты в пользу выгод с точки зрения достижения высоких темпов экономического роста.

*- гармонизация валютной политики в рамках ЕАЭС*

В контексте вхождения в ЕАЭС, страны евразийского экономического пространства подвержены большому взаимовлиянию экономик. Более того, все эти страны объединяет высокая зависимость от волатильности валютного курса. Однако, рассматривая валютные политики стран ЕАЭС, бросается в глаза отсутствие всякой гармонизации валютного регулирования со стороны центральных банков, что очевидно приносит негативные последствия для всех экономик ЕАЭС, и Армении, в частности.

В работе доказано, что отсутствие гармонизации валютной политики Армении с тенденциями на валютном рынке России негативно сказывается на экономическом росте Армении. В этой связи, автор предлагает пересмотреть тренд изменений обменного курса драма с учетом гармонизации с валютной политикой Банка России.

*- стимулирование экспортных позиций*

При этом, направленность валютной политики должна в первую очередь стимулировать экспортные позиции страны, которые, в свою очередь, лежат в основе успеха на пути достижения высоких темпов экономического роста. Иными словами, динамика драма должна быть направлена не на искусственное укрепление и сдерживание на таких позициях, а наоборот, обесценение. При этом, автор осознает, что в краткосрочной перспективе обесценение драма может привести к нестабильности ценового фона в стране, а также проблемам, связанным с внешним долгом.

Однако, в долгосрочной перспективе, такая позиция в отношении валютного курса приведет к экономическому росту, а значит, стабилизации с точки зрения как инфляционного давления, так и решения задач, связанных с государственным бюджетом. При этом, нельзя не упомянуть, что как раз задачи, связанные с государственным бюджетом

---

<sup>315</sup> Assessing macroprudential policies in a financial stability framework. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2014. Special topic of the Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions, 2014 issue.

или фискальным регулированием, в целом ни коим образом не должны относиться к функциям Центрального банка, что как было показано выше, закреплено как в Конституции РА, так и в Законе РА о ЦБ РА.

#### **Элемент 4. Экономический рост**

*- приоритетность достижения долгосрочного экономического роста*

Наконец, необходимо принять, законодательно закрепить и реализовать на практике приоритетность достижения высоких темпов экономического роста в реализации как денежно-кредитной, так и валютной политики в Армении. Такой опыт существует в мировой практике и в условиях замедления темпов экономического роста, которое наблюдается в экономике Армении последние восемь лет.

## **ВЫВОДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ**

Опыт последних кризисов в мировой экономике доказывает приоритетность именно монетарных механизмов в общем макроэкономическом регулировании, как в качестве превентивных мер, так и в роли нивелирования последствий локальных или мировых кризисов. Именно инструменты денежно-кредитной политики способны в краткосрочной перспективе сглаживать резкие колебания экономики, поскольку воздействие на реальный сектор со стороны центральных банков происходит посредством наиболее быстро действенных инструментов, а именно, процентной ставки и валютного курса.

В частности, когда речь идет о развивающихся экономиках, валютное регулирование выходит на первый план. Высокая степень зависимости от внешних рынков в условиях малой открытой экономики, характеризующейся институциональной несостоятельностью, делает валютную политику первостепенной задачей как монетарной, так и макроэкономической политики в целом. В этом смысле Армения не является исключением.

Характеристика макроэкономических показателей в Армении указывает на множество нерешенных и искажающих рыночные механизмы проблем. Институциональная несостоятельность экономики лишает макроэкономическое регулирование основных инструментов воздействия на экономический рост. В результате, выход из «ловушки» развивающейся экономики становится еще более сложным. Если условно разделить все макроэкономические регуляторы на фискальные и монетарные, то опыт Армении доказывает, что фискальные механизмы регулирования не приносят необходимых результатов, поскольку большая часть искажений находится именно в среде воздействия налогово-бюджетной политики. По этой причине, на наш взгляд, наиболее приемлемыми механизмами повышения благосостояния в Армении в сложившейся ситуации могут стать инструменты денежно-кредитной политики, особенно в условиях кризиса и рецессии, которая наблюдается на протяжении последних почти десяти лет.

В результате проведенного выше исследования, автором были сформулированы выводы и рекомендации, которые позволили бы повысить эффективность монетарной и валютной политики ЦБ РА с точки зрения достижения высоких и стабильных темпов экономического роста в долгосрочной перспективе в Армении.

### ***Выводы***

**I.** Начальным этапом работы стало исследование и оценка эффективности денежно-кредитной политики ЦБ РА с момента получения независимости Республики Армения.



Проведенный анализ денежно-кредитной политики Армении за период с 1991 по 2005 гг. показал, что политика таргетирования денежных агрегатов потеряла свою эффективность и перед «денежными властями» Армении стала острой необходимостью пересмотра основных механизмов и подходов к монетарному регулированию и переход на другие возможные в сложившихся условиях режимы денежно-кредитной политики. В связи с этим, органами монетарного регулирования Армении было принято решение о переходе на режим инфляционного таргетирования. С начала 2006 года, основной целью Центрального банка Армении стало обеспечение показателя инфляции в размере максимум 3%, как целевого ориентира политики ТИ. Затем номинальный якорь был изменен два раза и по состоянию на 2017г. он составляет  $4 \pm 1,5\%$  ежегодного изменения цен в экономике.

**II.** Поскольку переход на режим таргетирования инфляции, без наличия соответствующего инструментария (сформировавшихся финансовых институтов, эффективной модели прогнозирования инфляции, стабильной динамики колебаний валютного курса, доверия со стороны общественности к органам финансовой политики и т.д.), который позволил бы ЦБ обеспечить стабильность национальной валюты, и контролировать уровень цен на заданном уровне невозможен, можно считать реализацию инфляционного таргетирования в Армении лишь формальной. Данный вывод был сделан на основе анализа, проведенного в работе, на предмет наличия в экономике и финансовой системе Армении необходимых предпосылок для осуществления политики таргетирования инфляции.

Осуществленный анализ показал, что транспарентность денежно-кредитной политики Армении не может считаться достаточной, в особенности касательно экономической открытости. Одним из недостатков и препятствий эффективного осуществления политики таргетирования инфляции целесообразно считать недостоверность и неточность статистической информации, а также практическое отсутствие каких-либо аналитических исследований национальной экономики со стороны независимых экспертов. В качестве рекомендации, отметим, что для преодоления недостоверности и закрытости статистической информации необходимо пересмотреть основы деятельности статистических служб, как на законодательном, так и на исполнительном уровне.

Обязательным условием реализации режима таргетирования инфляции считают независимость Центрального банка страны. Согласно расчетам, проделанным в работе, по индексу Цукермана степень независимости органов финансовой политики Армении составляет 0,880. Общий GMT- индекса в Армении равен 9 баллам из 16 возможных

(политическая независимость - 4 баллов из 9 возможных; экономическая независимость - 5 баллов из 7 возможных).

В качестве таргетируемого показателя в Армении был установлен общий уровень цен, выраженный индексом потребительских цен на уровне 4%. Вместе с тем, множество проведенных эмпирических исследований оптимального уровня цен для развивающейся экономики выявили, что наиболее подходящим уровнем инфляции для стран с экономикой переходного периода можно считать 10-12%. По видимому, выводы по поводу порогового значения инфляции для развивающихся стран следует учесть в установлении целевого ориентира. Однако, добавим, что органы финансовой политики, решившие «отпустить» уровень инфляции до какого то порогового значения, должны в полной мере обладать всем необходимым инструментарием для его управления, то есть ЦБ должен быть в состоянии управлять установленным целевым ориентиром полноценно.

Горизонтом таргетирования в Армении был установлен год. На сегодняшний день центральный банк также устанавливает номинальный якорь денежно-кредитной политики в среднесрочной перспективе, на три года. В качестве минуса такого выбора следует отметить, что слишком короткие сроки установленного ориентира лишают экономических субъектов возможности опираться на долгосрочную политику органов финансовой политики относительно инфляционных процессов. Поэтому, реальный сектор не только теряет интерес к прогнозам и ориентирам монетарной политики, но и усиливает свое недоверие к органам финансовой политики. Это, в свою очередь, отрицательно сказывается на результатах последующей денежно-кредитной политики.

В общем и целом, анализ денежно-кредитного регулирования ЦБ РА выявил несостоятельность проводимой политики, как с точки зрения достижения стабильного уровня цен, так и экономического роста в долгосрочной перспективе. На сегодняшний день, денежно-кредитная политика в Армении не только не достигает стабильности на денежном рынке, но и во многом тормозит темпы экономического роста, жестко сдерживая рост денежного предложения, а значит, способствует дефициту финансовых ресурсов, необходимых экономике для воспроизводства и дальнейшего роста.

Инфляционное таргетирование не реализуется в полной мере, искажены основные механизмы денежно-кредитной политики, не работает эффективно передаточный механизм монетарной политики, модель прогнозирования инфляции в рамках таргетирования инфляции не оправдывает себя и не отражает реальную картину инфляционного фона в экономике.

**III.** Залогом успеха монетарной и валютной политики является высокая степень развития финансовой системы. С этой точки зрения, в Армении также наличествуют значительные проблемы. По сути, не выполняются две ключевые функции финансовой системы: эффективное перераспределение финансовых ресурсов и проводника денежно-кредитного регулирования. В исследовании доказано, что на сегодняшний день финансовая система Армении наряду с однобоким развитием, не способна абсорбировать финансовые ресурсы с целью дальнейшего перераспределения в реальный сектор экономики, а значит, не способствует экономическому развитию страны. Кроме того, слабая связь с реальным сектором и наличием множества искажений (например, высокая долларизация, высокие процентные ставки и др.) не позволяют денежно-кредитной политике эффективно воздействовать на достижение номинального якоря, а значит, не позволяют достигнуть необходимых темпов экономического роста.

Неразвитость институтов финансового посредничества снижают и искажают эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Проведенные автором исследования доказывают отсутствие или недостаточную степень развития большинства каналов трансмиссии монетарного регулирования в Армении. В результате в распоряжении «денежных властей» остается только один инструмент воздействия на реальный сектор, выраженный валютным каналом.

**IV.** Вместе с тем, валютная политика носит жесткий характер и не соответствует заявленному режиму валютного регулирования, что в первую очередь обусловлено отсутствием других возможных инструментов монетарного регулирования у ЦБ РА при достижении номинального якоря денежно-кредитной политики. Учитывая значительное укрепление драма в период 2003-2009гг. автором были рассмотрены ключевые факторы, которые, как правило, сопровождают и обуславливают укрепление обменного курса национальной валюты. В результате анализа было выявлено, что укрепление драма в рассматриваемый период было обусловлено, прежде всего, вмешательством на валютный рынок со стороны ЦБ РА, что доказывает нерыночный характер формирования обменного курса национальной валюты в Армении. Более того, валютная политика на последние 20 лет нанесла неоспоримый ущерб экономике в целом, экспортным позициям в частности. Жесткое регулирование обменного курса национальной единицы искажает денежно-кредитную политику и ее воздействие на реальный сектор.

**V.** Нерыночные механизмы валютного регулирования привели к двум значительным кризисам на валютном рынке Армении. В работе рассмотрены два кризиса на валютном

рынке Армении в период 2009г. и 2014г., в результате чего были выявлены ключевые факторы повлекшие за собой резкую волатильность на валютном рынке в эти периоды. Исследование автора доказывает тесную взаимосвязь волатильности обменного курса драма от волатильности обменного курса рубля и вообще от общих тенденций в экономике России, что обосновывает вывод о необходимости координации валютной политики Армении в соответствии с валютной политикой России, тем более, в контексте интеграционных процессов в рамках ЕАЭС.

**VI.** В рамках данного исследования также был проведен анализ валютной интеграции в рамках ЕАЭС и рассмотрены основные проблемы и перспективы интеграции на евразийском пространстве. Изучение интеграционных процессов на европейском пространстве дает возможность выделить список универсальных факторов, которые нужно учитывать при построении интеграционных процессов в других регионах, в частности, на евразийском пространстве. Среди таких факторов нужно отметить следующие: последовательность интеграционных процессов с выделением приоритетных проблем, которые необходимо решить на каждом этапе развития, важность налаживания действенных платежно-расчетных механизмов, необходимость наличия «интеграционного ядра», которое будет стимулировать углубление интеграции; наличие экономических и политических решений, а также четкой ориентации на интеграцию, важность сближения законодательства и либерализации подхода на рынки стран-членов экономического и валютного союза и относительно одинаковый уровень экономического развития.

В этом контексте, макроэкономическая сбалансированность экономик стран-участниц ЕАЭС характеризуется наличием множества институциональных проблем, которые могут стать существенной помехой на пути создания единой валютной зоны. Так, по примеру ЕС, высокий уровень государственного долга и бюджетного дефицита в странах ЕАЭС может усилить риски связанные с созданием валютного интеграционного объединения.

Рассмотренные в работе критерии соответствия стран потенциальному созданию единой валютной зоны обосновали нецелесообразность создания валютного союза на данном этапе. Кроме того, автором были предложены дополнительные критерии, которые учитывают специфику развивающихся экономик.

**VII.** Рассмотренная денежно-кредитная политика в рамках таргетирования инфляции в Армении указывает на негативное воздействие на экономический рост в стране, которое в то же время сопровождается неэффективным использованием инструментов монетарного регулирования. Таким образом, в работе доказана «ловушка» таргетирования

инфляции, когда «денежные власти», игнорируя проблему достижения высоких темпов экономического роста и в ущерб экономическому развитию страны, устанавливают слишком низкие целевые ориентиры денежно-кредитной политики и тем самым сдерживают потенциальный рост экономики.

**VIII.** В работе также рассмотрено воздействие валютной политики на темпы экономического развития в Армении, оценена степень негативного и положительного, в том числе и с точки зрения необходимости гармонизации с валютной политикой Банка России. За последние семь - восемь лет, экономика Армении потеряла достаточно большой объем ВВП только по причине жесткого валютного регулирования, направленного на укрепление обменного курса национальной валюты и сдерживание денежного предложения, с целью недопущения инфляционного давления.

**IX.** Автором рассчитаны потенциальные потери и выгоды в ВВП Армении в случае координации или не координации валютной политики Армении с политикой в отношении валютного регулирования со стороны Банка России на основе чего были построены различные сценарии для потенциального экономического роста, в зависимости от сценариев развития российской экономики.

**X.** В результате полученных результатов, в работе разработан новый подход к механизму валютного регулирования со стороны ЦБ РА с целью достижения более высоких и эффективных темпов экономического роста.

#### ***Рекомендации***

**I.** В сложившихся условиях, реализация таргетирования инфляции невозможна. В этой связи, «денежным властям» Армении следует пересмотреть подходы к выбору режима денежно-кредитной политики, и последовав примеру России и Казахстана остановиться на неопределенном режиме монетарного регулирования до момента стабилизации на денежном рынке и развитии институтов финансового посредничества до необходимого уровня.

**II.** Однако в случае продолжения реализации политики инфляционного таргетирования, ЦБ РА следует пересмотреть номинальный якорь денежно-кредитной политики Армении с точки зрения стимулирования экономического роста. Учитывая опыт развивающихся стран с точки зрения «порогового» значения инфляции, оптимальным уровнем целевого ориентира в рамках инфляционного таргетирования может стать 8-12% ежегодного роста цен.

Пересмотреть следует так же как сам показатель, используемый в качестве целевого ориентира (так называемый очищенный показатель ИПЦ), так и саму методику расчета ИПЦ,

с целью более объективной характеристики инфляционного фона в экономике, а значит более реалистичных механизмов регулирования колебаний роста цен в реальном секторе.

Следует также повышать уровень доверия к монетарной политике и «денежным властям», что позволит использовать канал инфляционных ожиданий в качестве инструментария денежно-кредитного регулирования.

**III.** Необходимо кардинально пересмотреть подход к развитию и расширению институтов финансового посредничества, поскольку без наличия последних нет смысла говорить об эффективной денежно-кредитной политике в рамках режима таргетирования инфляции. Необходимо развивать различные сектора финансовой системы, с целью достижения большей диверсификации перераспределения финансовых ресурсов, а также обеспечения более эффективного трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

**IV.** Необходимо начать процесс по координации и гармонизации валютной политики Армении с политикой валютного регулирования в странах ЕАЭС, в особенности с политикой Банка России, поскольку волатильность экономики России в наибольшей степени имеет свое воздействие на экономику Армении.

**V.** Необходимо реализовывать валютное регулирование, прежде всего, с точки зрения стимулирования экспортных позиций отечественного производителя на внешних рынках, а также достижения более высоких темпов экономического роста в долгосрочной перспективе.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

### I. Научные статьи и книги

1. Ա.Թավադյան Դրամավարկային քաղաքականությունը տնտեսական անվտանգության տեսանկյունից. «21-րդ ԴԱԸ», թիվ 6 (64), 2015թ. էջ. 80-88
2. Ա.Թնիկյան Դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության մեխանիզմները տնտեսության և գործարար միջավայրի վրա // «21-րդ ԴԱԸ», թիվ 1 (41), 2012թ. էջ. 94-95
3. Ազարյան Անաստաս Արսենի «Տնտեսական աճի և բարեկեցության հարաբերության հիմնախնդիրը և զարգացման միտումները ՀՀ» Ատեն. տնտ. գիտ.թեկնածու ն./08.00.01 181 – էջ Երևան 2004
4. Հարությունյան Վլադիմիր Լիպարիտի «Հարկաբյուջետային քաղաքականությունը և նրա հիմնահարցերը ՀՀ» ն. /08.00.03 (դոկտորական) Երևան 2004
5. Սալնազարյան Աշոտ Բորիսի «Արժեթղթերի շուկայի ներդրումային գործարարությունները և արդյունավետությունը // ՀՀ օրինակով/» /08.00.03 (դոկտորական) Երևան 2003
6. Багратян Г.А. Мегээкономика и глобальные экономические проблемы: Учебно-методическое пособие. - Ер.: Издательство РАУ, 2013. - 252 стр.
7. Барро Р. «Инфляция и экономический рост», Квартальный бюллетень Банка Англии, май , 1995 г.
8. Белинская Я. Валютный курс и ограничение инфляции // Экономист. 2006. № 4. С. 75—80.
9. Бурнусузян М.А. Исследование связей между обменным курсом национальной валюты и другими макроэкономическими показателями на примере Республики Армения // Автореферат диссертации на соискание ученой степени к.э.н. 2014
10. Восканян М.А. «Долларовая» инфляция в Армении: истоки и последствия. Многомерный статистический анализ и эконометрика. / Труды VIII-й Международной школы-семинара. / Под ред. С.А.Айвазяна. / Цахкадзор, 2012 г. – М.: ЦЭМИ РАН, 2012.- 216с. С.127-128.
11. Восканян М.А. «Долларовая» инфляция в Армении: последствия для благосостояния населения. Проблемы повышения конкурентоспособности национальной экономики. Материалы международной научной конференции./ АЭГУ: - Ер.: Тнтсагет, 2012, 582 С. - Стр. 311-316

12. Восканян М.А. Валютная политика Армении: миф и реальность. “Евразийский экономический обзор. Eurasian Economic Review”, №3/2011, стр. 98-103 (рус. яз.), 104-108 (англ. яз.)
13. Восканян М.А. Денежно-кредитная политика в условиях кризиса: опыт Армении. Экономика Российской Федерации и Республики Армения в условиях мирового экономического кризиса: проблемы и перспективы развития. Материалы международной научной конференции (25-26 марта 2010г.). – Ер., Тнтесает, 2010.-480. Ст.327-333.
14. Восканян М.А. Денежно-кредитная политика ЦБ РА: 20 лет реформ. Сборник статей международной научной конференции, посвященной 500-летию армянского книгопечатания и 65-летию основания СНО ЕГУ, Том 4. Гуманитарные науки: экономика, социология. - Ереван. Изд. ЕГУ, 2013. - 344 С. - Стр. 243-250
15. Восканян М.А. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности А 00.03. - «Финансы, денежное обращение и кредит» на тему «Проблемы инфляционного таргетирования в денежно-кредитной политике (на примере Республики Армения)». 2008г.
16. Восканян М.А. Долгосрочный экономический рост посредством достижения оптимального уровня инфляции в Армении. VII-ая Международная школа-семинар «Многомерный статистический анализ и эконометрика», Москва, 2008, Ст. 106-108
17. Восканян М.А. Институциональные аспекты монетарной политики: иллюзия или необходимость? Банковское дело, № 4 (220) 2012. Журнал о практике и теории банковского бизнеса. ISSN N 2071-4904/ Изд. ООО “Капитал-инфо”/2012. С. 95. Стр. 43-48
18. Восканян М.А. Координация монетарного регулирования в контексте евразийской валютной интеграции. Мировая экономика за 25 лет [Текст] : сб. ст. Междунар. науч.-практ. конф. (Екатеринбург, 9 октября 2015 г.) / [отв. за вып. А. А. Мальцев ; ред. кол. : В. А. Мальцева, Ал. А. Мальцев, О. А. Гайтерова] ; М-во образования и науки Рос. Федерации, Урал. гос. экон. ун-т. – Екатеринбург : [Изд-во Урал. гос. экон. ун-та], 2015. – 177 с. Стр. 20-26
19. Восканян М.А. Кризисы на валютном рынке Армении: истоки и последствия. Научно-аналитический журнал «Управленец». №2/60, 2016г. Изд. УрГЭУ - С. 97. Стр. 10-15 (РИНЦ, EBSCO PUBLISHING (USA))
20. Восканян М.А. Независимость и транспарентность денежно-кредитной политики Армении. Межвузовский сборник научных статей, Актуальные проблемы развития экономики РА II, Ереван, “Экономист”, 2008, 100-104



21. Восканян М.А. О некоторых проблемах в денежно-кредитной политике Армении в контексте мирового финансового кризиса. Третья Годичная научная конференция (5-10 декабря 2008г.): Сборник научных статей: В 2ч. Ч.1. социально-гуманитарные науки.-Ер.: Изд-во РАУ, 2009.-649. Ст. 395-404.
22. Восканян М.А. Оптимальный уровень инфляции как фактор долгосрочного экономического развития в Армении. Сборник научных трудов, «Информационные технологии и управление» (6), Энциклопедия – Армения», Ереван, 2009, Ст. 61-74
23. Восканян М.А. Оценка перспектив валютной интеграции в странах ЕАЭС: альтернативный подход. Актуальные вопросы экономической теории и практики в условиях глобальных вызовов: коллективная монография / Под общ. ред. доктор эконом.наук, проф. Ж.Я. Аубакировой. – Алматы: Қазақ университеті, 2015. – 243 с. ISBN 978-601-04-1592-8 Стр. 133-139
24. Восканян М.А. Перспективы посткризисного развития экономики республики Армения. VII Международная Кондратьевская конференция «Контур экономики будущего», тезисы участников конференции. Международный фонд Н.Д. Кондратьева, Научный редактор – Бондаренко В. М. Москва, 22-23 ноября 2010 г. – 272. Ст. 55-57.
25. Восканян М.А. Проблема взаимосвязи инфляции и валютного курса: опыт Армении. УДК 004:338 (063) ББК 32.973+65.9 (5К) С 10 .Материалы Международной научно-практической конференции «Информационная экономика в формате G-Global». 9-10 октября, 2014г. Караганды - 2014г. 511с. – С 371-374. ISBN 978-601-7313-68-5.
26. Восканян М.А. Проблемы и перспективы создания валютной зоны в рамках ЕАЭС. Вестник РАУ, гуманитарные и общественные науки. Изд. РАУ (7), №3, Ереван, 2015, С. - 144. Стр. 95-111 (РИНЦ)
27. Восканян М.А. Проблемы и перспективы денежно-кредитного и валютного регулирования в Армении. Монография / Ер.: Изд-во РАУ, 2016. С. 242
28. Восканян М.А. Проблемы и перспективы формирования институтов финансового посредничества на примере Армении. Евразийская экономическая интеграция. Научно-аналитический журнал №1(14), февраль 2012. Ст. 93-102
29. Восканян М.А. Проблемы и перспективы формирования институциональной среды развития системы финансового посредничества в странах с развивающейся и переходной экономикой. Научно-аналитический журнал «Управленец». №5(45), сентябрь-октябрь 2013г. Изд. УрГЭУ - С. 78. Стр. 58-63. (РИНЦ)

30. Восканян М.А. Режимы денежно-кредитной политики. (учебно-методическое пособие). Ер.: Изд-во «Экономист», 2009.
31. Восканян М.А. Таргетирование инфляции как оптимальный режим денежно-кредитной политики: опыт Армении. Научно-аналитический журнал «Управленец». №11-12(27-28), ноябрь-декабрь 2011г. Изд. УрГЭУ – С. 80. Ст. 12-19. (РИНЦ)
32. Восканян М.А. Трансмиссионный механизм монетарной политики Армении в условиях инфляционного таргетирования. Сборник научных трудов «Информационные технологии и управление» (6), «Энциклопедия – Арменика», Ереван, 2007
33. Восканян М.А., Карапетян Э.Г., Акопян Л.М. Глубина финансового сектора как механизм снижения инфляционного давления на экономику. Сборник научных трудов «Информационные технологии и управление» (6), «Энциклопедия – Арменика», Ереван, 2007, 152-165
34. Восканян М.А., Манукян Д.Э. 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.)/[отв. за вып. М.В.Фёдоров, Э.В. Пешина, В.П. Иваницкий]. – Екатеринбург: Изд-во Урал. гос. эк. ун-та, 2011. – Секция 4. Пространственные формы организации государственно-частного партнерства. – 201с. – Ст. 48-52.
35. Восканян М.А., Манукян Д.Э. Выбор валютного режима в контексте глобализации мировой финансовой системы: случай Армении. Сборник научных трудов международной конференции “Становление демократии на постсоветском пространстве: проблемы и перспективы”.-Ер.:ЛИНУШ, 2010.- 460. Ст. 236-245.
36. Восканян М.А., Манукян Д.Э. Некоторые аспекты политики таргетирования инфляции: международный опыт и монетарная политика Армении. Деньги и кредит. 9/2011. Ежемесячный научно-практический журнал. Москва. © «Деньги и кредит», 2011. Стр. 57-59 (РИНЦ)
37. Восканян М.А., Мартиросян А.К. Валютная политика в условиях армянской экономики. Сборник научных трудов «Информационные технологии и управление» (6), «Энциклопедия – Арменика», Ереван, 2008, 157-170
38. Головнин М.Ю. Долларизация в переходных экономиках России и стран Центральной и Восточной Европы ... М.: Вершина, 2003. - 251с.

39. Дарбинян А.Р., Сандоян Э.М. Пути модернизации системы экономического регулирования в Армении. Бюлетень Міжнародного Нобелівського економічного форуму. 2011. № 1 (4). Стр. 100-106.
40. Доклад о росте Стратегии устойчивого роста и инклюзивного развития комиссия по росту и развитию. Издано для Всемирного банка Издательство «Весь Мир» Москва 2009.
41. Дробышевский С., Козловская А., Левченко Д., Пономаренко С., Трунин П., Четвериков С., Сравнительный анализ денежно-кредитной политики в переходных экономиках. Москва, июль, 2003г. С.-227
42. Дынникова О.В. Макроэкономические перспективы укрепления рубля и валютная политика. Научный доклад. М. 2000, 34 с.
43. Илларионов А.. Реальный валютный курс и экономический рост. [http://iea.ru/article/publ/vopr/2002\\_2.pdf](http://iea.ru/article/publ/vopr/2002_2.pdf)
44. Кадочников П.А., Последствия введения стабилизационных мер, основанных на фиксации номинального обменного курса, Москва, Май 2001 г., ст.15-16
45. Карачадаг Ч., Дуттагупта Р., Фернандес Г.и Ишии Ш., От фиксированного курса к плавающему: нет причин для опасений. Основные аспекты перехода стран к плавающему валютному курсу. Финансы & развитие декабрь 2004.
46. Картаев Ф.С. Моделирование влияния валютного курса рубля на динамику ВВП. // Автореферат диссертации на соискание ученой степени к.э.н. М. 2009, с. 3
47. Колосюк Н.А. Причины азиатского финансового кризиса // Известия Восточного института. №7. 2003, с. 42-47
48. Кудрин А. реальный эффективный курс рубля: проблемы роста. "Вопросы экономики", № 10, 2006. с. 4-18, Дубовский С. В. Прогнозирование инфляции и обменного курса рубля в российской нестационарной экономике. М., 2001. 40. с.
49. Левченко Д.В., Таргетирование инфляции: международный опыт и Россия. А.А. Хандруев (общ. рук-во), Москва, 2000, 53 - С.
50. Леттер, Тони. Выбор режимов валютного курса/Пер. с англ. С.Романова/ Справочники о деятельности центральных банков, номер 2, Центр по изучению деятельности центральных банков Банка Англии. Лондон, Банк Англии, 1996,- 45 с.
51. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. Л. Н. Красавина, Т. И. Алибегов и др.; Под ред. Л.Н. Красавина. М.:Финансы и статистика 2006, стр. 34
52. Моисеев С., «Инфляционное таргетирование: международный опыт и российские перспективы». «Вопросы экономики» №9, 2000. ст. 88-105.

53. Моисеев С.Р. «Денежно-кредитная политика: теория и практика». Учебное пособие. Москва. Экономист. 2005. ст. 213
54. Моисеев С.Р., «Денежно-кредитная политика: теория и практика. Учебное пособие. Москва . Экономист.2005. – 652 – С.
55. Моисеев С.Р., Взлет и падение монетаризма, «Вопросы экономики №9, 2002, ст.92-104
56. Моисеев С.Р., Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики, Финансы и кредит. №18, 2002, ст.38-51
57. Сандоян Э.М. Пути модернизации системы экономического регулирования в Армении Бюллетень международного Нобелевского экономического форума: Сборник научных трудов. – Днепропетровск: Днепропетровский институт экономики и права, 2011. N 1(4).
58. Сандоян Э.М. Институциональная модель социально-экономического развития Теория и практика институциональных преобразований в России, Сборник научных трудов под ред. Б.А. Ерзкяна. Вып. 19., ЦЭМИ РАН, 2011
59. Сандоян Э.М. О необходимости коренной модернизации системы государственного регулирования экономики в РА. Международная научно-практическая конференция “Современные проблемы инновационной экономики в развивающихся странах 17-18 октября 2013 года”, сборник научных статей том I Ереван Издательство РАУ
60. Сандоян Э.М. О необходимости пересмотра норматива регулирования открытой валютной позиции в банковских системах стран с переходной экономикой Кондратьевские чтения «Модернизация Российской экономики: уроки прошлого, шансы и риски»/ Тезисы участников Чтений. Международный фонд Н. Д. Кондратьева.-М: МФК
61. Сандоян Э.М. О необходимости пересмотра подходов к государственному регулированию финансового рынка в странах СНГ Альтернативы экономического роста: инновационное и эволюционное развитие российской экономики: материалы III научных чтений профессоров-экономистов и докторантов. Ч.2, Екатеринбург, 2-4 февраля 2010г. – Екатеринбург: Изд-во УГЭУ, 2010
62. Сандоян Э.М. Подход к развитию политики резервных требований центральных банков Journal of Economic Regulation (Вопросы регулирования экономики)//Том 6 №2, 2015, стр.107-113//DOI: 10.17835/2078-5429.2015.6.2.107-113 – г.Ростов-на-Дону: <http://www.hjournal.ru/journals/journal-of-economic-regulation/2015-god/137-nomer-2/1144-podkhod-k-razvitiyu-politiki-rezervnykh-trebovanij-tsentralnykh-bankov.html>
63. Сандоян Э.М. Проблемы денежно-кредитного регулирования в Республике Армения в условиях евразийской экономической интеграции Сборник тезисов докладов

Международная научная конференция 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”” //3-4 марта 2016, стр.592-597 – г.Москва

64. Сандоян Э.М., Айвазян С.А., Бротский Б.Е., Восканян М.А., Манукян Д.Э. Макроэконометрическое моделирование экономик России и Армении. I. Особенности макроэкономической ситуации и теоретическое описание динамических моделей. Научно-практический журнал Прикладная Эконометрика. №30(2) 2013. ISSN 199307601. ООО "Синергия ПРЕСС". 143 с. - С. 3-26. (РИНЦ, SCOPUS)

65. Сандоян Э.М., Айвазян С.А., Бротский Б.Е., Восканян М.А., Манукян Д.Э. Макроэконометрическое моделирование экономик России и Армении. II. Агрегированные макроэконометрические модели национальных экономик России и Армении. Научно-практический журнал Прикладная Эконометрика. №31(2) 2013. ООО "Синергия ПРЕСС". 143 с. - Стр. 7-32. (РИНЦ, SCOPUS)

66. Сандоян Э.М., Восканян М.А. Проблемы денежно-кредитного регулирования в Республике Армения в условиях Евразийской экономической интеграции. Воспроизводство России в XXI веке: диалектика регулируемого развития. К 80-летию выхода в свет книги Дж. М. Кейнса«Общая теория занятости, процента и денег»: сборник тезисов до-кладов / под ред. Р.М. Нуреева, М.Л. Альпидовской. – М.: Финансо-вый университет, 2016. – 740 с. ISBN 978-5-7942-1336-2 Стр. 592-597 (РИНЦ)

67. Сандоян Э.М., Восканян М.А. Режим таргетирования инфляции в денежно-кредитной политике стран с переходной экономикой. Межвузовский сборник научных трудов «Проблемы экономики и трансформации образовательных систем», издательство РАУ, Ереван, 2007, Ст. 178-192

68. Сандоян Э.М., Восканян М.А., Барсегян М., Мнацакян Л. “Theory of Communicating Vessels”: The Problem of Currency Regulation. Journal Transition Studies Review. Vol 21, No 1 (2014) "Transition Studies Review" ISSN online 1614-4015 / ISSN print 1614-4007. PP. 113-131

69. Сандоян Э.М., Восканян М.А., Мнацакян Л. 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 н/Д: Изд-во «Содействие – XXI век», 2015. — 262 с.191-200 (РИНЦ)

70. Сандоян Э.М., Восканян М.А., Мнацаканян Л.А. Денежно-кредитная и валютная политика в Армении: угрозы и перспективы в контексте интеграции в ЕАЭС. Вестник РАУ, гуманитарные и общественные науки. Изд. РАУ, №1, Ереван, 2016, С. -140. Стр. 52-63 (РИНЦ)
71. Сандоян Э.М., Восканян М.А., Мнацаканян Л.А. Оценка взаимовлияния инфляции и валютного курса в Армении. Восьмая Годичная научная конференция (2-6 декабря 2013г.). Сборник научных статей: Социально-гуманитарные науки. Часть II. - Ер.: Изд-во РАУ, 2013. - 344с. Ст. 63-70
72. Сандоян Э.М., Восканян М.А., Мнацаканян Л.А., Барсегян М.Г. Проблемы и тенденции валютной ликвидности на финансовом рынке Армении в контексте развития армяно-российских торгово-экономических отношений. Девятая Годичная научная конференция (3-8 декабря 2014г.): Сборник научных статей: Социально-гуманитарные науки. Часть II. – Ер.: Изд-во РАУ, 2015. – 390с. Стр. 53-64
73. Сандоян Э.М., Карапетян Э.Г., «Выбор оптимальной модели д.к.п. в странах с переходной экономикой», Армения, // «Экономика и финансы», 2005г., № 4-5(52-53), - Ереван 2005, сс.98-105 ( на арм.).
74. Сандоян Э.М. О проблемах модернизации регулирования финансовых систем в постсоветских странах в контексте глобального финансового кризиса 2008 года Журнал ЭФИ: “Экономика, финансы, исследования”. – Астана: Изд-во АО «Институт Экономических исследований» МЭБП РК, 2009. N1
75. Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России. 1998–2002. М., 2003.
76. Adams, Charles, and Daniel Gros (1986): "The Consequences of Real Exchange Rate Rules for Inflation: Some Illustrative Examples". IMF Staff Papers, Vol. 33, pp.439-76.
77. Agenor, Pierre and Peter Montiel (1999), Development Macroeconomics, 2nd ed., Princeton University Press, Princeton, N.J.
78. Aghion, P., Bacchetta, P., Ranciere, R. and Rogoff, K. Productivity Growth and the Exchange Rate Regime: The Role of Financial Development. NBER Working Paper Series, 23, 2005. p.1-27.
79. Aigbokhan B.E., (1991). “The Naira Exchange Rate Depreciation and Domestic Inflation”. The Indian Journal of Economics, 71:507-517.

80. Alberto Giovannini. Exchange rates and traded goods prices. *Journal of International Economics*, 1988, vol. 24, issue 1-2, pages 45-68.
81. Alesina A., Barro R., Tenreyro S. (2002). Optimal Currency Areas // NBER Working Paper. № 9072.
82. Allen, Mark, and others "A Balance Sheet Approach to Financial Crisis," IMF Working Paper, 2002. — 02/210 (Washington: International Monetary Fund) P. -34.
83. Alogoskoufis, G.S. (1992), "Monetary accommodation, exchange rate regimes and inflation persistence", *Economic Journal* 102, 461-80.
84. Alogoskoufis, George S & Lockwood, Ben & Philippopoulos, Apostolis, 1992. "Wage Inflation, Electoral Uncertainty and the Exchange Rate Regime: Theory and UK Evidence," *Economic Journal*, Royal Economic Society, vol. 102(415), pages 1370-94, November.
85. Amartya Lahiri, Rajesh Singh, Carlos A. Vegh Optimal Exchange Rate Regimes: Turning Mundell-Fleming's Dictum On Its Head. NBER Working Paper No. 12684. November 2006; Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation, june 2002; - <http://www.nber.org/papers/w8963.pdf>
86. Andrew K. Rose and T.D. Stanley (2005). A Meta-Analysis of the Effect of Common Currencies on International Trade JEL Classification Number: F34
87. Anna and von Thadden, Leopold, On the (In)Effectiveness of Fiscal Devaluations in a Monetary Union (August 31, 2012). FEDS Working Paper No. 2012-71. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2195201> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2195201>
88. Annicchiarico B., Rossi L. Monetary Policy in a New Keynesian Model with Endogenous Growth. *Università degli studi di Pavia*, # 167 (02-12), 2012, p. 11
89. Aristotelous, K., Fountas, S. (2012), What is the Impact of Currency Unions on FDI Flows? Evidence from Eurozone Countries. *South-Eastern Europe Journal of Economics*, 2, 87-98
90. Azemar, Celine, Rodolphe Desbordes, and Jean-Louis Mucchielli, "Do Tax Sparing Agreements Contribute to the Attraction of FDI in Developing Countries?," *International Tax and Public Finance*, 2006, Forthcoming.
91. B. S. Bernanke, M. Gertler . Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission // *Journal of economic perspectives*, vol. 9, N. 4, 1995, pp. 27-28
92. Bailliu, J., Lafrance, R. and Perrault, J.F. Does Exchange Rate Policy Matter for Growth? *International Finance*, 6(3), 2003. p.381-414.
93. Ball, L and G. Mankiw. Relative-Price Changes as Aggregate Supply Shocks, *Quarterly Journal of Economics*, 1995, pp.161-193.

94. Bannerjee A.D., Mestre R, (1998). Error Correction Mechanism Tests for Co integration in Single Equation Framework. *Journal of Time Series Analysis*, 19: 207–283
95. Barnes M. Threshold Relationships Among Inflation, Financial Market Development and Growth. <http://www.economics.adelaide.edu.au/mbarnes/tpg-294.pdf>
96. Barro and Gordon. 1983. Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics* 12: 101-121.
97. Barro, Robert J., and David B. Gordon, 1983, „Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy,“ *Journal of Monetary Economics* 12: 101--121
98. Barro, Robert J.,1995,„Inflation and Economic Growth”, *Bank of England Quarterly Bulletin*,pp.166-76
99. Begg, David, 1998, „Disinflation in Central and Eastern Europe: The Experience to Date,“ in Carlo Cottarelli and György Szapary eds., *Moderate Inflation: The Experience of the Transition Economies* (Washington DC: IMF).
100. Bencivenga, Valerie R., and Bruce D. Smith,1991, “Financial Intermediation and Endogenous Growth,” *Review of Economic Studies*, Vol.58, pp.195-209.;
101. Berger, Helge, Jan-Egbert Sturm, and Jakob de Haan, 2000, „An Empirical Investigation into Exchange Rate Regime Choice and Exchange Rate Volatility,“ *CESifo Working Paper No. 263*.
102. Bergin, Paul R. and Lin, Ching Yi (2010) *The dynamic effects of currency union on trade*. Working Paper. Coventry: Department of Economics, University of Warwick. CAGE Online Working Paper Series, Volume 2010 (Number 11).
103. Bertolla G. (1989). Factor Flexibility, Uncertainty and Exchange Rate Regimes: Discussion // A European Central Bank. *Perspectives on Monetary Unification After Ten Years of the EMS*.
104. Bijan B. Aghevli, Mohsin S. Khan, Peter Montiel. *Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues*. International Monetary Fund, 15.05.1991
105. Bohm, H. and Funke, M. Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter for Investment? *CESifo Working Paper*, 578, 2001. p.1-25.
106. Boldin, Michael D., “A New Era for Inflation or Will Inflation Pick Up Before This Expansion Ends?,” 1998. Unpublished paper, Conference Board.
107. Boyd, John H., Ross Levine, and Bruce D. Smith. *Inflation and Financial Market Performance*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working Paper 573D, October 1996.
108. Boyd, John H., Ross Levine, and Bruce D. Smith. *Inflation and Financial Market Performance*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working Paper 573D, October 1996.



109. Boyer, Robert S., 1978, „Optimal Foreign Exchange Market Intervention,“ *Journal of Political Economy*: 1045--1055
110. Bruno M., Easterly W. “Inflation Crises and Long-Run Growth”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 41, no.1 (February 1998): pp. 3-26.
111. Bullard, James, and John Keating, 1995, “The Long-Run Relationship Between Inflation and Output in Postwar Economies,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 36, pp. 477-96.
112. C. I. Plosser. *Economic Growth and Monetary Policy: Is There a New Normal?* The George Washington University and Princeton University’s Griswold Center for Economic Policy Studies, Philadelphia, 2014, pp. 5-7
113. Cagan, Phillip, 1956, “The Monetary Dynamics of Hyperinflation,” in Milton Friedman (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money* University of Chicago Press
114. Calvo, Guillermo A. and Carmen M. Reinhart. "Fear Of Floating," *Quarterly Journal of Economics*, 2002, v107(2, May), 379-408
115. Canetti, E., & Greene, J. E. (1991). *Monetary growth and exchange rate depreciation as causes of inflation in African countries: An empirical analysis*. IMF Working Paper, No. 91/67. International Monetary Fund
116. Canofari Paolo, Marini Giancarlo, Piersanti Giovanni. *The sustainability of monetary unions. Can the Euro survive?* Paper provided by Department of Communication, University of Teramo in its series wp.comunite with number 0094. Oct 2012
117. Cecchetti S., Ehrmann M. *Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers’ Preferences and Outcomes*. Central Bank of Chile. 2002. p. 266.
118. Chhiber A., Shafik N.S., (1990). “Exchange Rate Reform, Parallel Markets and Inflation in Africa: The Case of Ghana”. *World Bank Working Papers*, WPS 427, May.
119. Choudhri, E.U. and D.S. Hakura, (2006), “Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter?” *Journal of International Money and Finance*, 25, pp. 614-639
120. Coats, W. (2000) *Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of the Czech Republic*, ed. by. CNB and IMF.
121. Collins, M.S. *On Becoming More Flexible: Exchange rate Regime in Latin America and the Caribbean*, *Journal of Development Economics*, 51, 1996, p. 117-138.
122. Collins, Susan M. (1996). “On Becoming More Flexible: Exchange Rate Regimes in Latin America and the Caribbean,” *Journal of Development Economics*, Vol. 51, pp. 117-38

- 123.Cooper, R. (1999) Exchange Rate Choices, mimeo. Harvard University.
- 124.Corden W. (1973). The Adjustment Problem // European Monetary Unification and Its Meaning for the United States. Washington: The Brookings Institution. P. 159–184.
- 125.Coricelli, F., B. Égert, and R. MacDonald (2005), «Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the Empirical Evidence» (unpublished). <http://www.iue.it/FinConsEU/ResearchActivities/CreditConsMacro2005/Papers/Egert.pdf>
- 126.Craig S. Hakkio, 1992. "Monetary transmission channels in major foreign industrial countries: a comment," Research Working Paper 92-12, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- 127.Cukierman A., The Economics of Central Banking, in: Holger W. (ed.), Macroeconomic Policy and Financial Systems, Proceedings of the December 1995 Tunis Congress of the International Economic Association, The Macmillan Press, 1996, p. 25.
- 128.David C. Parsley, Shang-Jin Wei. Convergence to the Law of One Price Without Trade Barriers or Currency Fluctuations. The Quarterly Journal of Economics (1996) 111 (4): 1211-1236.doi: 10.2307/2946713
- 129.De Grauwe, P. and Schnabl, G. Exchange Rates Regimes and Macroeconomic Stability in Central and Eastern Europe. CESifo Working Paper, 1182, 2004. p.1-34.
- 130.de Grauwe, Paul (2003) Economics of monetary union 5th, Oxford University Press, Oxford, UK. ISBN 9780199256518
- 131.de Grauwe, Paul (2006) On monetary and political union *CESifo Forum*, 4. 3-10. ISSN 1615-245X
- 132.Dellmo, Hans (1996): “Relationships between Swedish Producer Prices and Import Prices and the CPI”. Working Paper No. 29, Sveriges Riksbank
- 133.Dreyer, Jacob S., 1978, „Determinants of Exchange-Rate Regimes for Currencies of Developing Countries: Some Preliminary Results,“ *World Development*, Vol. 6 (April), pp. 437--445
- 134.Edwards, Sebastian, 1996, „The Determinants of the Choice Between Fixed and Flexible Exchange-rate Regimes,“ NBER Working Paper No. 5756.
- 135.Eichengreen, Barry, (1994), *International Monetary Arrangements for the 21st Century* (Washington DC: Brookings Institution);
- 136.Elbadawi I.A., 1990. “Inflationary Process, Stabilization and Role of Public Expenditure in Uganda”. Mimeo, July, World Bank, Washington D.C.
- 137.Engel, Charles and John Rogers (2001), “Violating the law of one price: Should we make a federal case out of it?”, *Journal of Money, Credit and Banking* 33: 1-15

- 138.Engel, Charles. 1993. "Real Exchange Rates and Relative Prices: An Empirical Investigation." *Journal of Monetary Economics*, vol. 32, no. 1, August 1993, pp. 35-50.
- 139.English W. Inflation and Financial Sector Size. Op. cit.
- 140.Feinberg, Joel (1986). *Harm to Self. The Moral Limits of the Criminal Law (Volume 3)*, Oxford: Oxford University Press. Feinberg, Joel (1989). "Autonomy," in Christman, ed. (1989), pp. 27–53.
- 141.Filardo, A. J. (1998), "New evidence on the output cost of fighting inflation", *Economic Review*, 83(3): 33-61, 3rd Quarter.
- 142.Fischer, Stanley, (2001), „Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?“ mimeo, IMF..
- 143.Fleming J. (1971). On Exchange Rate Unification // *Economic Journal*. № 81. P. 467–488.
- 144.Francesco Giavazzi and Alberto Giovannini. Monetary Policy Interactions under Managed Exchange Rates. *Economica*, 1989, vol. 56, issue 222, pages 199-213;
- 145.Francis X. Diebold, and Glenn D. Rudebusch (1991), "Forecasting output with the Composite Leading Index: A real time analysis," *Journal of the American Statistical Association*, 86 , 603 – 610.
- 146.Friedman M. "The Lag in Effect of Monetary Policy" // *Journal of Political Economy*, Vol. 69, No.5, 1961, pp. 457-460.
- 147.Friedman M. "The Role of Monetary Policy" // *The American Economic Review*, Vol. 58, No. 1, 1968, pp.12.
- 148.Friedman, Milton (1953) "The Case for Flexible Exchange Rates" in *Essays in Positive Economics* (Chicago, University Press).
- 149.Froot, K. and K. Rogoş (1995), *Perspectives on PPP and Long-run Real Exchange Rates*, in: Grossman, G. and K.S. Rogoş (eds.), *Handbook of International Economics Vol. 3*, Elsevier-North Holland.
- 150.Garofalo, P. Exchange Rate Regimes and Economic Performance: The Italian Experience. *Banca D'Italia Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche*, 10, 2005, p.1-50.
- 151.Ghosh A., Gulde A.-M., Ostry J., Wolf H. Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter? // NBER Working Paper, № 5874, 1997; Vesela Yordanova Todorova Comparative analysis of the criteria in the choice of an exchange rate regime. *Economics and Organization* Vol. 3, No 2, 2006, pp. 179 - 187
- 152.Ghosh, A. & Phillips, S. (1998). *Inflation, Disinflation and Growth*. IMF Working Paper WP/98/68 (Washington, DC: International Monetary Fund).

153. Ghosh, A.R., Ostry, J.D., Gulde, A.M. and Wolf, H.C. Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth? IMF Economic Issues, 2, 1997. p.1-19.
154. Gillman, M. and M.N. Harris (2004). Inflation, Financial Development and Growth in Transition Countries. Monash University, Australia, Working Paper 23/04, November.
155. Goldstein, M. Managed Floating Plus. Washington DC: Institute for International Economics, Policy Analyses in International Economics. 2002
156. Greenwood, Jeremy, and Boyan Jovanovic, 1990, "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income," Journal of Political Economy, Vol.98, pp.1076-1107.
157. Grilli V., Masciandaro D., Tabellini G., Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies
158. Guembel, Alexander and Oren Sussman (2004) "Optimal Exchange Rates" Journal of the European Economic Association 2-6, 1242-1274.
159. Gylfason, T. Fix or Flex? Alternative Exchange Rate Regimes in an Era of Global Capital Mobility, North American Journal of Economics and Finance, 11(2), 2000 p. 173-189.
160. Heller, H. Robert, 1978, „Determinants of Exchange Rate Practices,“ Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 10 (August): 308--321
161. Henderson D., (1979), „Financial Policies in Open Economies,“ American Economic Review 69(2);
162. Henderson, Dale W., 1979, „Financial Policies in Open Economies,“ American Economic Review 69(2): 232--39
163. Hiromasa Fukuda, "The theory of Optimum Currency Areas", Keio University 2002
164. Hong, S.H. and Phillips, Peter C. B., Testing Linearity in Cointegrating Relations with an Application to Purchasing Power Parity (December 2005). Cowles Foundation Discussion Paper No. 1541. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=868489>
165. Honohan P., Lane P.R., (2003). Divergent Inflation Rates in EMU. Economic Policy, 37: 359-94.
166. Husain A., Mody A., Rogoff K. S. Exchange rate regime durability and performance in developing versus advanced economies // NBER working paper. 2004. 47 pp.
167. Ingram, J. C., (1969), Comment: "The Currency Area Problem", Monetary Problems of The International Economy, (Ed.) Robert A. Mundell and Alexander L. Swoboda, The University of Chicago Press, Chicago, pp. 95-100.
168. Isard, Peter. 1977. "How Far Can We Push the Law of One Price?" American Economic Review 7: 942- 948.

169. Jack D. Glen. Real exchange rates in the short, medium, and long run. *Journal of International Economics*, 1992, vol. 33, issue 1-2, pages 147-166. 1992.
170. Jeffrey A. Frankel and Andrew K. Rose. The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria REVISÉD DRAFT: 24 September 1997. JEL Classification Numbers: F15, F41
171. Jeffrey A. Frankel, Andrew K. Rose. A Survey of Empirical Research on Nominal Exchange Rates. NBER Working Paper No. 4865 Issued in September 1994
172. Jeffrey A. Frankel. No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times. NBER Working Paper No. 7338. Issued in September 1999
173. Jeffrey Frankel and Andrew Rose. The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria. *Economic Journal*, 1998, vol. 108, issue 449, pages 1009-25
174. Jevons, W.S. (1875), *Money and the Mechanism of Exchange*, London: Appleton. p. 3
175. John B. Taylor. Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies. Stanford University December 2000
176. John B. Taylor. The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework *Journal of Economic Perspectives*-Volume 9, Number 4, 1995, pp. 15-17
177. John Barkoulas & Christopher Baum & Mustafa Caglayan, 1999. "Fractional monetary dynamics," *Applied Economics*, Taylor & Francis Journals, vol. 31(11), pages 1393-1400.
178. John Huizinga. An empirical investigation of the long-run behavior of real exchange rates. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1987, vol. 27, issue 1, pages 149-214
179. Juks, R. (2004), «Monetary Policy Transmission Mechanisms: A Theoretical and Empirical Overview», *The Monetary Transmission Mechanism in the Baltic States* (Tallinn: Eesti Pank / Bank of Estonia).
180. Kamin, Steven B. (1996): "Real Exchange Rates and Inflation in Exchange-Rate Based Stabilizations: An Empirical Examination". Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Paper* No. 554.
181. Kappler, M., H. Reisen, M. Schularick, and E. Turkisch, E., "The Macroeconomic Effects of Large Exchange Rate Appreciations", *Open Economies Review*. 2012
182. Kenen, P.B., 1969. The theory of optimum currency areas: an eclectic view. In: Mundell, R.A., Swoboda, A.K. (Eds.), *Monetary Problems of the International Economy*. University of Chicago Press, Chicago, pp. 41-60
183. Kenneth S. Rogoff, Aasim M. Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks, and Nienke Oomes. IMF Working Paper Research Department Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes

- 184.Khan, Mohsin S., Abdelhak Senhadji, and Bruce D. Smith. Inflation and Financial Depth, IMF Working Paper WP/01/44.
- 185.Khan, MohsinS., and Abdelhak Senhadji,2000a,”Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth,” IMF Working Paper WP/00/110; IMF Staff Papers, forthcoming.
- 186.Koekijk, Kees G., Tims, B., Van Dijk, M., (2004), “Purchasing Power Parity and the Euro Area.” *Journal of International Money and Finance*, 23(7-8), 1081-1107
- 187.Koenig, Evan F., “What’s New About the New Economy? Some Lessons from the Current Expansion,” *Southwest Economy*, Federal Reserve Bank of Dallas, 1998, 4, 7–11.
- 188.Krugman, Paul, 1979, „A Model of Balance of Payments Crises,“ *Journal of Money, Credit and Banking* 11 (August): 311--25
- 189.Kulyk A. Inflation and Financial Depth in Transition Economies. – Kyiv: National University of Kyiv-Mohyla Academy, 2002.
- 190.Levy-Yeyati, Eduardo and Federico Sturzenegger (2003) “To Float or to Fix” *American Economic Review* 93(4), 1173-1193.
- 191.M Bahmani-Oskooee, H Rehman. Stability of the money demand function in Asian developing countries. *Applied Economics* 37 (7), 773-792. 2005
- 192.M. Bussière, C. Lopez, C. Tille. Do Real Exchange Rate Appreciations Matter for Growth? Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper No: 06. 2014. 41 pp.
- 193.M. Fridmen, A.Shwarc. A Monetary History of the United States, 1867-1960. Princeton, N.Y. 1963
- 194.McKinnon, R., (1981), „The Exchange Rate and Macroeconomic Policy: Changing Postwar Perceptions,“ *Journal of Economic Literature* 19(2): 531.
- 195.McKinnon, R.I., 1969. Discussion: the currency area problem. In: Mundell, R.A., Swoboda, A.K. (Eds.), *Monetary Problems of the International Economy*. University of Chicago Press, Chicago, p. 112;
- 196.McKinnon, Ronald, 1963, „Optimum Currency Areas,“ *American Economic Review* 53 (September): 717—725
- 197.McKinnon, Ronald, 1993, *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy* (Baltimore: Johns Hopkins University Press)
- 198.Mcleod D., Mileva E. Real Exchange Rates and Productivity Growth // Fordham University Department of Economics Discussion Paper No: 2011-04.
- 199.Meese, Richard, and Kenneth Rogoff. 1988. “Was It Real? The Exchange Rate-Interest Differential Relation over the Modern Floating-Rate Period.” *Journal of Finance* 43 (4): 933-948.

200. Melitz, Jacques, 1988, „Monetary Discipline and Cooperation in the ERM: A Synthesis,“ in F. Giavazzi, S. Micossi, and M. Miller eds., *The European Monetary System* (Cambridge: Cambridge University Press).
201. Melvin, Michael, 1985, „The Choice of an Exchange Rate System and Macroeconomic Stability,“ *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 17, No. 4 (November, Part 1): 467--478
202. Mihaljek, D. and M. Klau, (2001), “A Note on the Pass-Through from Exchange Rate and 28 Foreign Price Changes to Inflation in Selected Emerging Market Economies,” *BIS Papers*, No.8, pp.69-81.
203. Minshki, Frederic S. (2004), “The Economics of Money, Banking, and Financial Markets”, 7<sup>th</sup> ed., International, Boston.
204. Mishkin, Frederic S. *The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy* // NBER Working papers, N 5464, 1996
205. Morales-Zumaquero A., Sosvilla-Rivero S. *A contribution to the empirics of convergence in real GDP growth: The role of financial crises and exchange-rate regimes* // Working Papers on International Economics and Finance. 2014.
206. Muinhos, M. K. (2001), “Inflation targeting in an open financially integrated emerging economy: The case of Brazil”, *Banco Central do Brasil Working Paper Series* no. 26, Aug.
207. Mundell, R.A., 1961. A theory of optimum currency areas. *American Economic Review* 53, 657–665.;
208. Mussa, Michael (1986) “Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 25, 117-214.
209. Ndebbio J., (1987). *The Second-tier Foreign Exchange Market: Capital Flows, Investment and General Price Level in Nigeria*, in J. Attah, M. Kwanashe, and O. Ojowu (eds). “The Nigerian Economy under SFEM; Zaria: Ahmadu Bello University”
210. Ndung’u, N. (1997), “Price and Exchange Rate Dynamics in Kenya: An Empirical Investigation (1970– 1993)”, *AERC Research Paper*, no. 58. Nairobi: African Economic Research Consortium
211. *No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times*. Jeffrey A. Frankel. NBER Working Paper No. 7338. Issued in September 1999
212. Noer, A.A., Arie, J.F.A. and Piter, A. (2010). “The relationship between inflation and real exchange rate: Comparative study between ASEAN+3, the EU and North America”. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*. 18,

- 213.O. F. Humpage, "Monetary policy and real economic growth," Economic Commentary, Federal Reserve Bank of Cleveland, 1996. p. 2
- 214.O.Vlad. "The Use of the Monetary Policy Instruments by Central Banks under Globalisation", стр. 164. [http://anale.feaa.uaic.ro/anale/resurse/019\\_F17\\_VladO.pdf](http://anale.feaa.uaic.ro/anale/resurse/019_F17_VladO.pdf)
- 215.Obstfeld, Maurice & Rogoff, Kenneth, 1995. "Exchange Rate Dynamics Redux," Journal of Political Economy, University of Chicago Press, vol. 103(3), pages 624-60, June.
- 216.Obstfeld, Maurice, 1996, „Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features,“European Economic Review 40 (April): 1037
- 217.Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff, (1995), „The Mirage of Fixed Exchange Rates,“Journal of Economic Perspectives, Vol. 9, No. 4, pp.73.;
- 218.Omotor G.D., (2008). Exchange Rate Reform and its Inflationary Consequences: The Case of Nigeria. *Economic Review*, 59 (11): 688-716
- 219.Orphanides A. and Solow R. Money, Inflation and Growth. In Friedman B. and Kahn F. (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 1, 1990, pp. 223-261.
- 220.Owosekun A., Odama J.S., 1975. The Causes of Inflation in Nigeria: Some Empirical Evidence, (in) Onitiri HMA and Awosika K. (ed). *Proceedings of a National Conference*, NISER, Ibadan.
- 221.Oyejide T.A.,(1989). Thoughts on Stability of Nigeria’s Exchange Rate. *The Nigerian Banker*, September –December.
- 222.P. T. Harker *Growth and the Role of Economic Policies // Money Marketeers of New York University, Inc., New York, 2016*
- 223.Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld. *International Economics: Theory and Policy*. Addison Wesley, 2003
- 224.Paul R. Krugman. Target Zones and Exchange Rate Dynamics. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, No. 3. (Aug., 1991), pp. 669-682
- 225.Paul R. Masson, 2001. "Globalization Facts and Figures," IMF Policy Discussion Papers 01/4, International Monetary Fund.
- 226.Pinelopi Koujianou Goldberg and Michael M. Knetter. Goods Prices and Exchange Rates: What Have We Learned? *Journal of Economic Literature* Vol. 35, No. 3 (Sep., 1997), pp. 1243-1272  
Published by: American Economic Association Stable URL: <http://www.jstor.org/stable/2729977>. Page: 30
- 227.R. Burdekin, P. Burkett *Distributional Conflict and Inflation*. 1996. Palgrave Macmillan UK. eBook ISBN 978-0-230-37173-6, DOI 10.1057/9780230371736. VIII, 300



- 228.R. McKinnon, G. Schnabl. The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin Review of Development Economics, 8(3), 331–360, 2004
- 229.Rana, P. B. (1983). “The Impact of The Current Exchange Rate System on Trade and Inflation of Selected Developing Member Countries”. Asian Development Bank Economic Staff Paper, No. 18.
- 230.Rapetti M., Skott P, Razmi A. The Real Exchange Rate and Economic Growth: are Developing Countries Different? // Working Paper 2011-07. 18 pp.
- 231.Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2004) “The Modern History of Exchange Rate Arrangements” Quarterly Journal of Economics CXIX-1, 1-48.
- 232.Richardson, D. (1978). “Some Empirical Evidence on Commodity Arbitrage and the 26 Law of one Price,” Journal of International Economics, 8, 341-51
- 233.Rodrik D. The Real Exchange Rate and Economic Growth: Theory and Evidence. 2007. 37 pp.
- 234.Rogoff, Kenneth, Ashoka Mody, N.Oomes, R. Brooks, and Aasim M. Husain (2004)“Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes” IMF Occasional Paper 229
- 235.Ronald Macdonald and Mark P. Taylor. Exchange Rate Economics: A Survey. Staff Papers (International Monetary Fund) Vol. 39, No. 1 (Mar., 1992), pp. 1-57. Published by: Palgrave Macmillan Journals on behalf of the International Monetary Fund. DOI: 10.2307/3867200. Stable URL: <http://www.jstor.org/stable/3867200>. Page: 57
- 236.Rose, Andrew K. (2000) One money, one market: Estimating the effect of common currencies on trade, Economic Policy, 30, 9-45.
- 237.Rose, Andrew K. and Charles Engel (2002) Currency unions and international integration, Journal of Money, Credit, and Banking, 34(4), 1067-1089
- 238.Sachs, J. (1996) “Economic Transition and American Economic Review, 86, pp.147–152.
- 239.Salant, Stephen W., and Dale W. Henderson, 1978, „Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold,“ Journal of Political Economy 86(4): 627--648
- 240.Sangjoon Kim, Neil Shephard and Siddhartha Chib. tochastic Volatility: Likelihood Inference and Comparison with ARCH Models. The Review of Economic Studies Vol. 65, No. 3 (Jul., 1998), pp. 361-393
- 241.Sarel, M. (1996). Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth. IMF Staff Papers, 43, pp.199-215.
- 242.Sargent, Thomas J. & Neil Wallace (1973). "The Stability of Models of Money and Growth with Perfect Foresight". Econometrica. The Econometric Society. 41 (6): 1043–48. doi:10.2307/1914034. JSTOR 1914034

- 243.Savvides, Andreas, 1990, „Real Exchange Rate Variability and the Choice of Exchange Rate Regime by Developing Countries,“ *Journal of International Money and Finance* 9: 440--454.;
- 244.Savvides, Andreas, 1993, „Pegging the Exchange Rate and the Choice of a Standard by LDCs: A Joint Formulation,“ *Journal of Economic Development*, Vol. 18, No. 2 (December): 107--125.
- 245.Sebastian Edwards, Igal Magendzo Strict dollarization and economic performance: An Empirical Investigation Final Version: November, 2004. JEL No. F02, F43, O11
- 246.Sepehri, A., Moshiri, S. (2004). Inflation-Growth Profiles Across Countries; Evidence from Developing and Developed Countries. *International Review of Applied Economics*, v.18, N.2, April, 191-207.
- 247.Shambaugh, Jay (2004) “The Effect of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy” *Quarterly Journal of Economics* 119-1, 301-352.
- 248.Shanks M., (1973). “The Quest for Growth. London & Basingstoke: The Macmillan Press Ltd.
- 249.Stiglitz, J.E. (2003). *Globalization and its discontents*. W.W.Norton & Company, New York, London, 288 pp.
- 250.Stockman, Alan C. (2000) “Exchange Rate Systems in Perspective” *Cato Journal* 20-1, 115-122.
- 251.Svensson L. Inflation Targeting // National bureau of economic research, Working Paper 16654. 2010. pp. 11-12.
- 252.Tobin J. Money and Economic Growth // *Econometrica*, 1965. - №33, Vol. 4, pp. 671-684.
- 253.Tornell, Aaron and Andres Velasco. "Fixed Versus Flexible Exchange Rates: Which Provides More Fiscal Discipline?," *Journal of Monetary Economics*, 2000, v45(2, Apr), 399-436
- 254.Vaubel R. (1976). Real Exchange Rate Changes in the European Community: The Empirical Evidence and Its Implications for European Currency Unification // *Weltwirtschaftliches Archive*. № 112. P. 429–470.
- 255.Von Hagen, Jurgen, 1991. "A note on the empirical effectiveness of formal fiscal restraints," *Journal of Public Economics*, Elsevier, vol. 44(2), pages 199-210, March.
- 256.Voskanyan M., Sandoyn E., Mnacakanyan L., Barsegyan M. “Theory of Communicating Vessels”: The Problem of Currency Regulation. *Journal Transition Studies Review*. Vol 21, No 1 (2014) "Transition Studies Review"
- 257.William H. Branson, Jacob A. Frenkel, and Morris Goldstein Front matter, table of contents, and Overview, "International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations". January 1990
- 258.William Poole Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model.: Source: The ... 84, No. 2 (May, 1970), pp. 197-216.

259. WING T. WOO. Exchange Rates and the Prices of Nonfood, Nonfuel Products. Brookings Papers on Economic Activity, 2:1984.
260. Woodford, M. Interest and Prices, Princeton: Princeton University Press. 2003

### **II. Законы, законодательные и нормативные акты.**

261. Закон о Центральном банке Республики Армения.
262. Закон о Центральном банке Республики Казахстан.
263. Закон о Центральном банке России.
264. Закон о Центральном банке Республики Беларусь

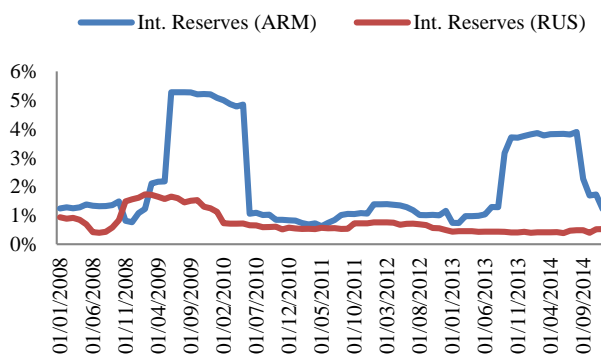
### **III. Статистические и информационные источники.**

265. Официальный сайт Национальной Статистической Службы Республики Армения, 2016, [www.armstat.am](http://www.armstat.am)
266. Официальный сайт Национального Банка Республики Казахстан, [www.nationalbank.kz](http://www.nationalbank.kz)
267. Официальный сайт Центрального банка Армении, [www.cba.am](http://www.cba.am)
268. Официальный сайт Банка России, [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)
269. Официальный сайт Института экономики переходного периода, [www.iet.ru](http://www.iet.ru)
270. Официальный сайт Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования, [www.forecast.ru](http://www.forecast.ru)
271. Официальный сайт Центра развития, [www.dcente.ru](http://www.dcente.ru)
272. Официальный сайт Института комплексных стратегических исследований, [www.icss.ac.ru](http://www.icss.ac.ru)
273. Finstats 2011 World Bank <http://info.worldbank.org/>
274. База данных Армянской Фондовой Биржи Nasdaq Omx - <https://nasdaqomx.am/>
275. База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2016 (WDI)) - <http://data.worldbank.org>

## ПРИЛОЖЕНИЯ

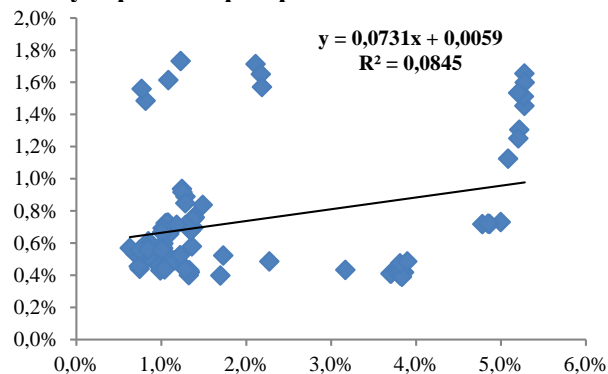
### Приложение 1. Взаимосвязь валютных рынков Армении и России.

**Рис. 1. Волатильность международных резервов РА и РФ**



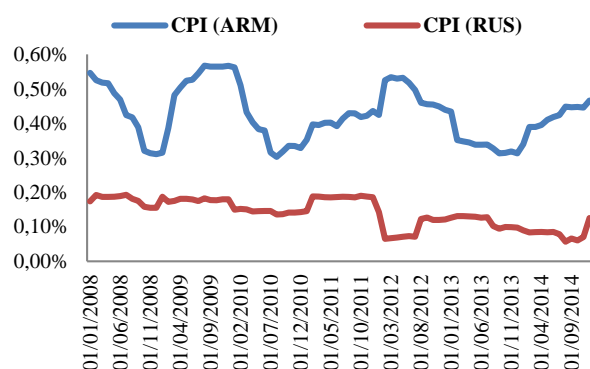
Источник: [www.cba.am](http://www.cba.am) и [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

**Рис. 2. Корреляция волатильности международных резервов РА и РФ**



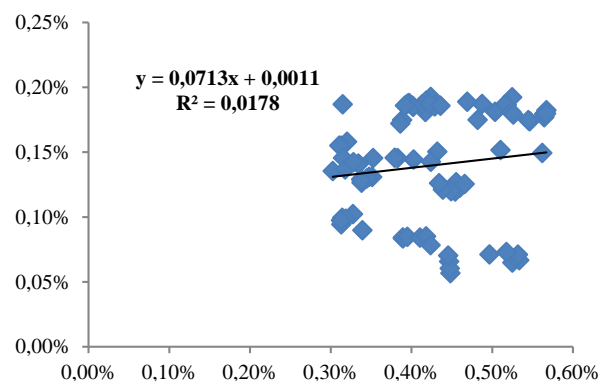
Источник: [www.cba.am](http://www.cba.am) и [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

**Рис. 3. Волатильность ИПЦ РА и РФ**



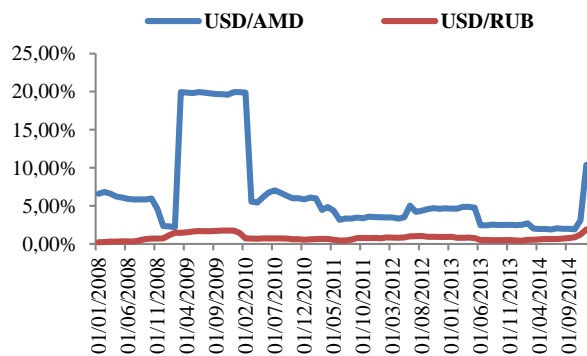
Источник: [www.armstat.am](http://www.armstat.am) и [www.gks.ru](http://www.gks.ru)

**Рис. 4. Корреляция волатильности ИПЦ РА и РФ**



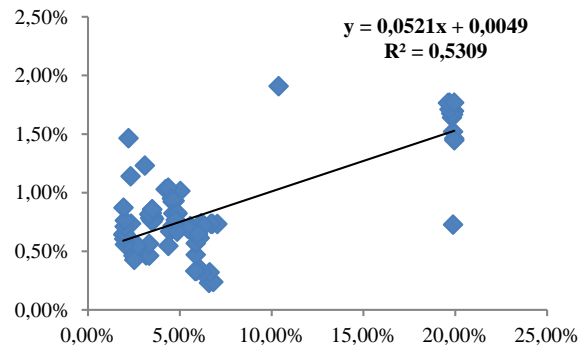
Источник: [www.armstat.am](http://www.armstat.am) и [www.gks.ru](http://www.gks.ru)

**Рис. 5. Волатильность валютного курса РА и РФ**



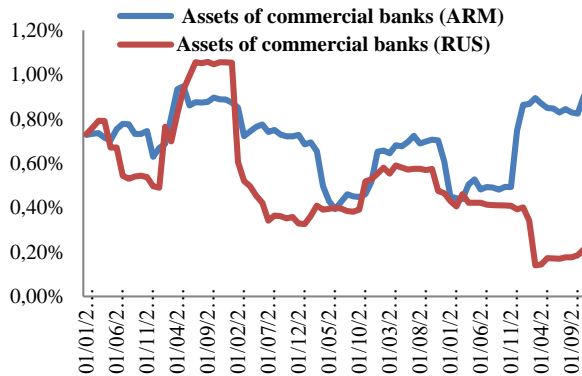
Источник: [www.cba.am](http://www.cba.am) и [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

**Рис. 6. Корреляция волатильности РА и РФ**



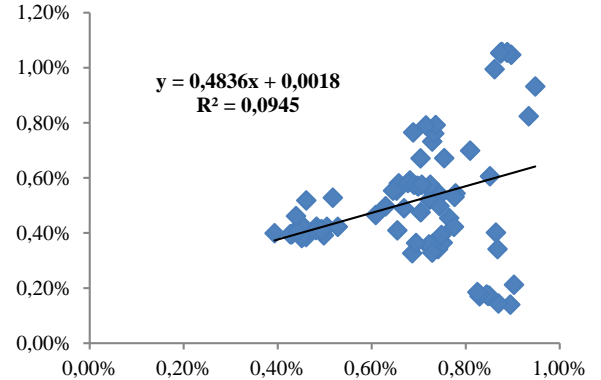
Источник: [www.cba.am](http://www.cba.am) и [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

Рис. 7. Волатильность активов коммерческого банка РА и РФ



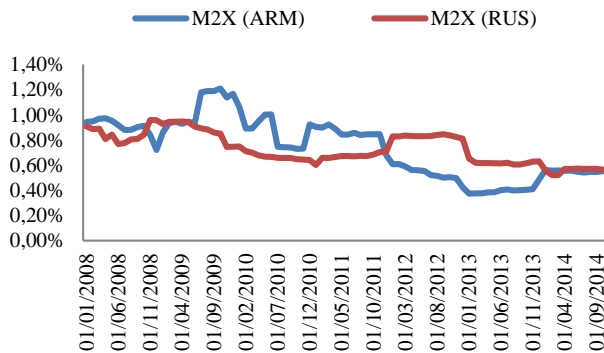
Источник: [www.cba.am](http://www.cba.am) и [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

Рис. 8. Корреляция волатильности активов коммерческого банка РА и РФ



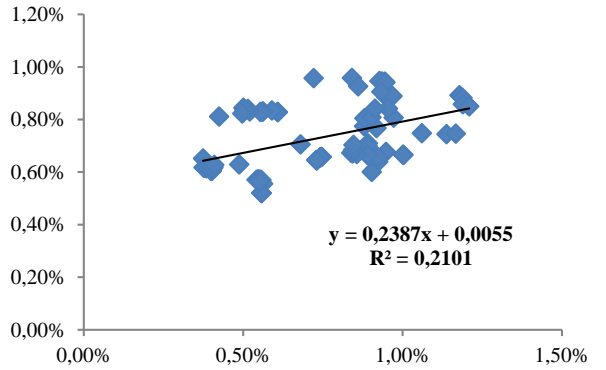
Источник: [www.cba.am](http://www.cba.am) и [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

Рис. 9. Волатильность денежного агрегата M2X



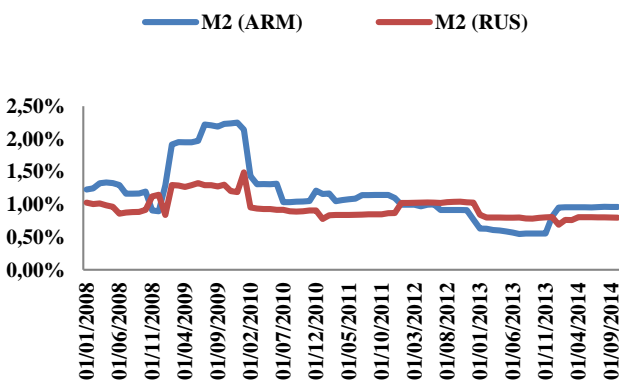
Источник: [www.cba.am](http://www.cba.am) и [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

Рис. 10. Корреляция волатильность денежного агрегата M2X



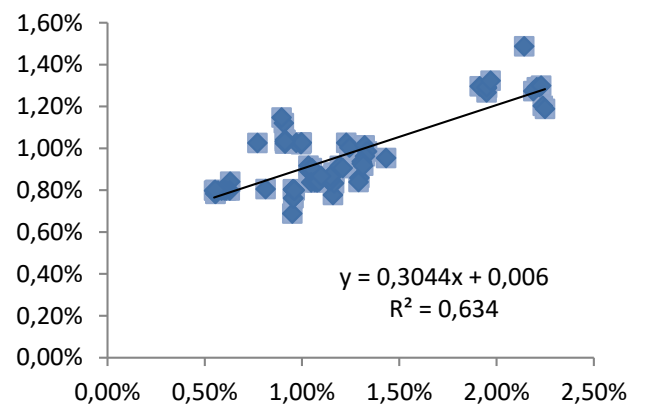
Источник: [www.cba.am](http://www.cba.am) и [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

Рис. 11. Волатильность денежного агрегата M2



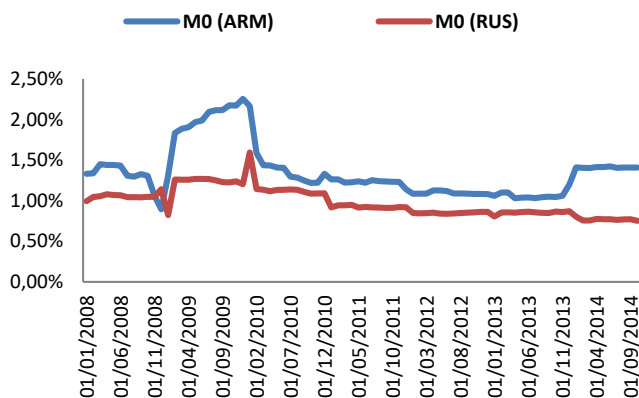
Источник: [www.cba.am](http://www.cba.am) и [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

Рис. 12. Корреляция волатильность денежного агрегата M2



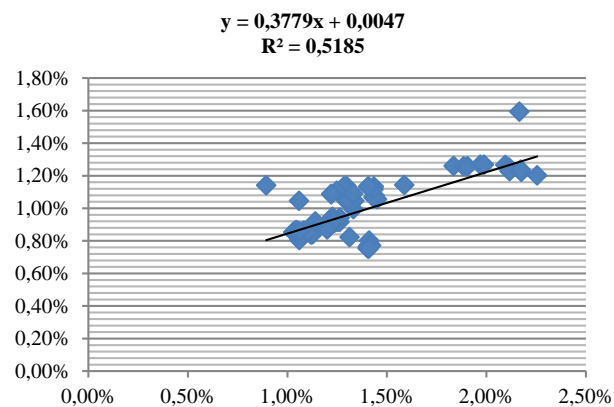
Источник: [www.cba.am](http://www.cba.am) и [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

Рис. 13. Волатильность денежного агрегата М0



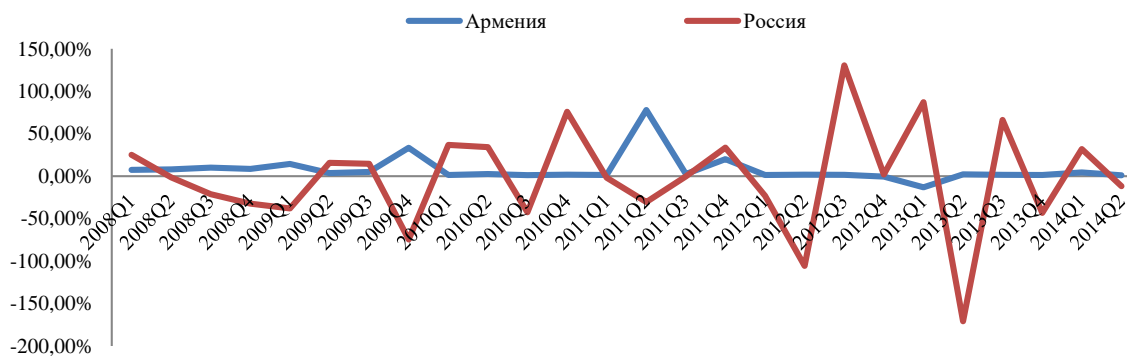
Источник: [www.cba.am](http://www.cba.am) и [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

Рис. 14. Корреляция волатильность денежного агрегата М0



Источник: [www.cba.am](http://www.cba.am) и [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

Рис. 15. Процентное изменение ПИИ по отношению к предыдущему периоду



Источник: [www.cba.am](http://www.cba.am) и [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

Таблица 1. Коэффициенты корреляции валютных пар USD/AMD и USD/RUB

Variables		R
CPI (Arm)	USD/AMD	0.60
CPI (Rus)	USD/RUB	0.16
CPI (Arm)	USD/RUB	0.51
USD/AMD	USD/RUB	0.73
Int. reserves (ARM)	USD/AMD	0.52
Int. reserves (RUS)	USD/RUB	0.75
Int. reserves (ARM)	USD/RUB	0.44
M0(ARM)	USD/AMD	0.85
M0(RUS)	USD/RUB	0.53
M0(ARM)	USD/RUB	0.72
M2(ARM)	USD/AMD	0.86
M2(RUS)	USD/RUB	0.78
M2(ARM)	USD/RUB	0.73
M2X(ARM)	USD/AMD	0.66
M2X(RUS)	USD/RUB	0.45
M2X(ARM)	USD/RUB	0.38
Commercial banks assets (ARM)	USD/AMD	0.53
Commercial banks assets (RUS)	USD/RUB	0.67
Commercial banks assets (ARM)	USD/RUB	0.41
FDI(ARM)	USD/AMD	0.4
FDI(RUB)	USD/RUB	-0.50
FDI(ARM)	USD/RUB	0.51
Remittances (ARM)	USD/AMD	0.73
OIL (RUS)	USD/RUB	0.92
Remittances (ARM)	USD/RUB	0.894

Источник: расчеты авторов

**Приложение 2. Регрессионный анализ зависимости между изменениями частных иностранных трансфертов и обменным курсом.**

Dependent Variable: EXCH  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/18/08 Time: 15:52  
 Sample(adjusted): 1996:2 2006:1  
 Included observations: 40 after adjusting endpoints  
 Convergence achieved after 6 iterations

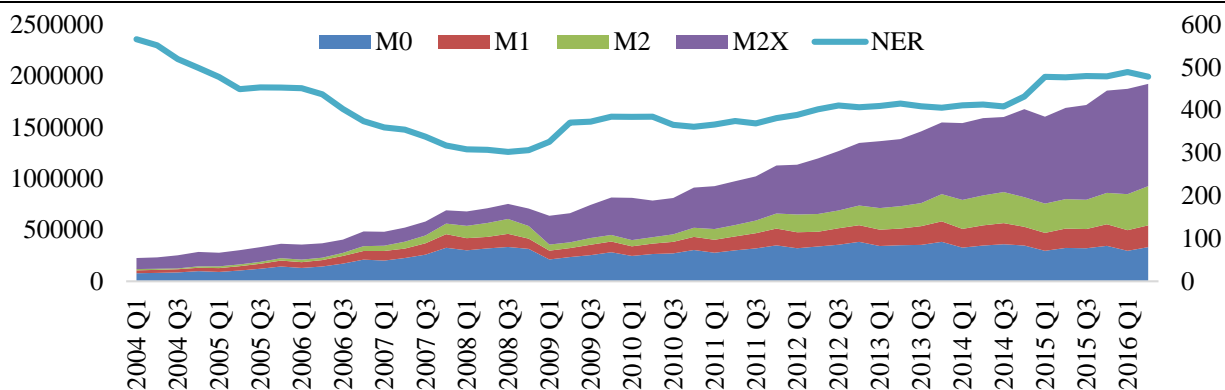
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TRANS(2)	-0.037806	0.018253	-2.071228	0.0456
C	4.031825	1.650093	2.443393	0.0196
D3	-3.772693	0.894105	-4.219520	0.0002
AR(1)	0.471301	0.151011	3.120967	0.0035
R-squared	0.452904	Mean dependent var		0.325000
Adjusted R-squared	0.407313	S.D. dependent var		3.285067
S.E. of regression	2.529047	Akaike info criterion		4.788202
Sum squared resid	230.2589	Schwarz criterion		4.957090
Log likelihood	-91.76404	F-statistic		9.934005
Durbin-Watson stat	1.950895	Prob(F-statistic)		0.000065
Inverted AR Roots	.47			

**Приложение 3. Регрессионный анализ зависимости изменения курса валютных пар AMD/USD от курса EUR/USD**

Dependent Variable: EVRO_DOLL				
Method: Least Squares				
Date: 04/16/08 Time: 23:34				
Sample: 1995:1 2007:4				
Included observations: 52				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DR_DOLL	0.403123	0.159165	2.532741	0.0145
C	-0.068107	0.507963	-0.134079	0.8939
R-squared	0.113707	Mean dependent var		-0.234814
Adjusted R-squared	0.095982	S.D. dependent var		3.820043
S.E. of regression	3.632092	Akaike info criterion		5.455197
Sum squared resid	659.6046	Schwarz criterion		5.530245
Log likelihood	-139.8351	F-statistic		6.414779
Durbin-Watson stat	1.655808	Prob(F-statistic)		0.014502



Приложение 4. Регрессионный анализ взаимосвязи между изменениями обменного курса драма и денежными агрегатами



Dependent Variable: M0  
Method: Least Squares

Sample: 2004Q2 2016Q2  
Included observations: 49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NER	-0.924141	0.218972	-4.220369	0.0001
C	0.024435	0.008111	3.012732	0.0042

R-squared 0.274820 Mean dependent var 0.027811  
Adjusted R-squared 0.259391 S.D. dependent var 0.065651  
S.E. of regression 0.056498 Akaike info criterion -2.869265  
Sum squared resid 0.150025 Schwarz criterion -2.792047  
Log likelihood 72.29698 Hannan-Quinn criter. -2.839969  
F-statistic 17.81151 Durbin-Watson stat 1.503919  
Prob(F-statistic) 0.000111

Dependent Variable: M1  
Method: Least Squares

Sample: 2004Q2 2016Q2  
Included observations: 49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NER	-0.910003	0.170500	-5.337265	0.0000
C	0.038929	0.006315	6.164253	0.0000

R-squared 0.377371 Mean dependent var 0.042253  
Adjusted R-squared 0.364124 S.D. dependent var 0.055167  
S.E. of regression 0.043992 Akaike info criterion -3.369680  
Sum squared resid 0.090957 Schwarz criterion -3.292462  
Log likelihood 84.55715 Hannan-Quinn criter. -3.340383  
F-statistic 28.48639 Durbin-Watson stat 0.805646  
Prob(F-statistic) 0.000003

Dependent Variable: M2  
Method: Least Squares

Sample: 2004Q2 2016Q2  
Included observations: 49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NER	-1.618340	0.272148	-5.946546	0.0000
C	0.064393	0.010080	6.387952	0.0000

R-squared 0.429344 Mean dependent var 0.070300  
Adjusted R-squared 0.417203 S.D. dependent var 0.091979  
S.E. of regression 0.070218 Akaike info criterion -2.434456  
Sum squared resid 0.231738 Schwarz criterion -2.357242  
Log likelihood 61.64424 Hannan-Quinn criter. -2.405161  
F-statistic 35.36141 Durbin-Watson stat 0.552000  
Prob(F-statistic) 0.000000

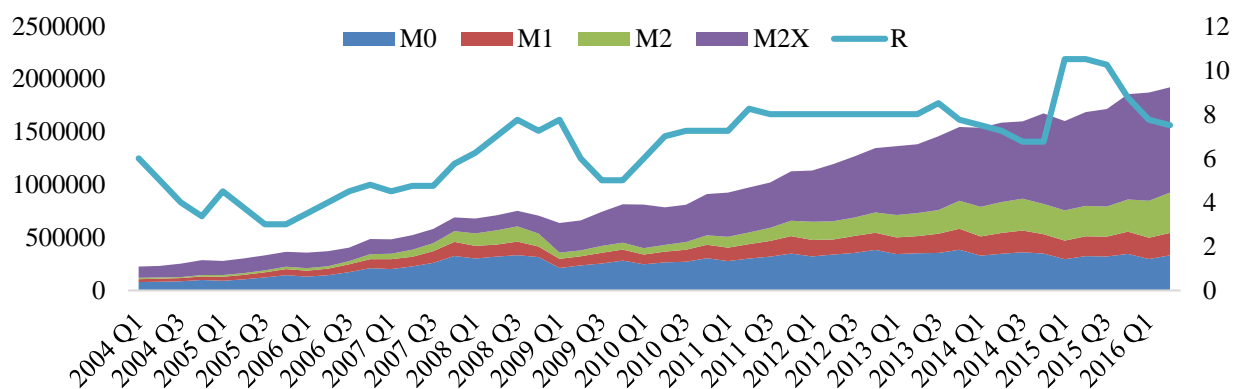
Dependent Variable: M2X  
Method: Least Squares

Sample: 2004Q2 2016Q2  
Included observations: 49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NER	0.824406	0.315922	2.609528	0.0121
C	0.048818	0.011702	4.171906	0.0001

R-squared 0.126550 Mean dependent var 0.045807  
Adjusted R-squared 0.107966 S.D. dependent var 0.086305  
S.E. of regression 0.081512 Akaike info criterion -2.136161  
Sum squared resid 0.312281 Schwarz criterion -2.058944  
Log likelihood 54.33596 Hannan-Quinn criter. -2.106865  
F-statistic 6.809634 Durbin-Watson stat 2.348237  
Prob(F-statistic) 0.012123

Приложение 5. Регрессионный анализ взаимосвязи между ставкой рефинансирования и денежными агрегатами



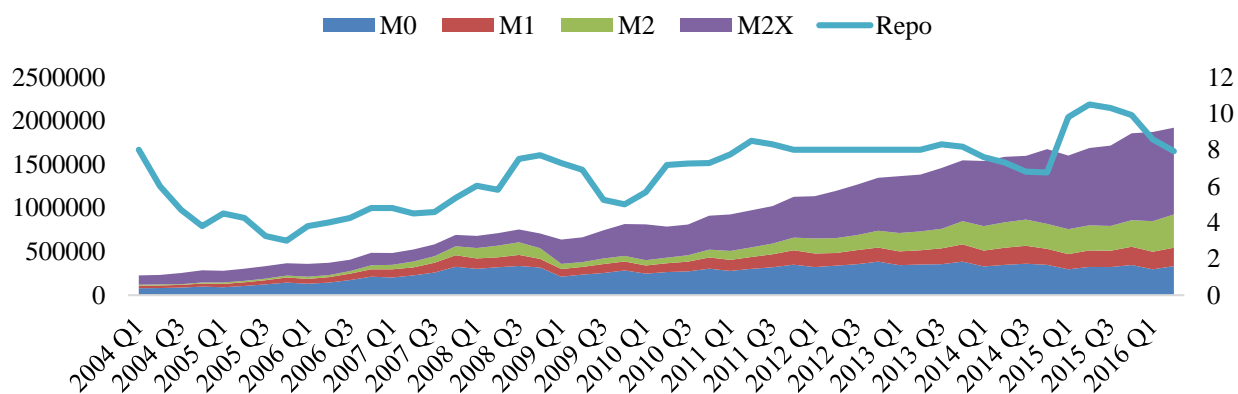
Dependent Variable: M0  
Method: Least Squares

Sample: 2004Q2 2016Q2  
Included observations: 49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R	1.58E-05	0.011306	0.001397	0.9989
C	0.027811	0.009484	2.932318	0.0052

R-squared	0.000000	Mean dependent var	0.027811
Adjusted R-squared	-0.021277	S.D. dependent var	0.065651
S.E. of regression	0.066345	Akaike info criterion	-2.547929
Sum squared resid	0.206880	Schwarz criterion	-2.470712
Log likelihood	64.42426	Hannan-Quinn criter.	-2.518633
F-statistic	1.95E-06	Durbin-Watson stat	0.888748
Prob(F-statistic)	0.998891		

## Приложение 6. Регрессионный анализ взаимосвязи между ставкой РЕПО и денежными агрегатами



Dependent Variable: M0  
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2004Q2 2014Q3  
Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
REPO	-0.011150	0.013620	-0.818646	0.4178
C	0.035570	0.010483	3.393222	0.0016

R-squared	0.016478	Mean dependent var	0.034264
Adjusted R-squared	-0.008110	S.D. dependent var	0.066874
S.E. of regression	0.067145	Akaike info criterion	-2.517485
Sum squared resid	0.180336	Schwarz criterion	-2.434739
Log likelihood	54.86719	Hannan-Quinn criter.	-2.487156
F-statistic	0.670182	Durbin-Watson stat	0.866322
Prob(F-statistic)	0.417839		

Dependent Variable: M1  
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2004Q2 2014Q3  
Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
REPO	0.003850	0.016739	0.229990	0.8193
C	0.047102	0.012883	3.656041	0.0007

R-squared	0.001321	Mean dependent var	0.047553
Adjusted R-squared	-0.023646	S.D. dependent var	0.081562
S.E. of regression	0.082520	Akaike info criterion	-2.105093
Sum squared resid	0.272385	Schwarz criterion	-2.022347
Log likelihood	46.20695	Hannan-Quinn criter.	-2.074763
F-statistic	0.052895	Durbin-Watson stat	1.659157
Prob(F-statistic)	0.819272		

Dependent Variable: M2  
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2004Q2 2014Q3  
Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
REPO	0.000798	0.034516	0.023109	0.9817
C	0.075805	0.026566	2.853499	0.0068

R-squared	0.000013	Mean dependent var	0.075898
Adjusted R-squared	-0.024986	S.D. dependent var	0.168072
S.E. of regression	0.170159	Akaike info criterion	-0.657725
Sum squared resid	1.158157	Schwarz criterion	-0.574979
Log likelihood	15.81222	Hannan-Quinn criter.	-0.627395
F-statistic	0.000534	Durbin-Watson stat	1.235909
Prob(F-statistic)	0.981679		

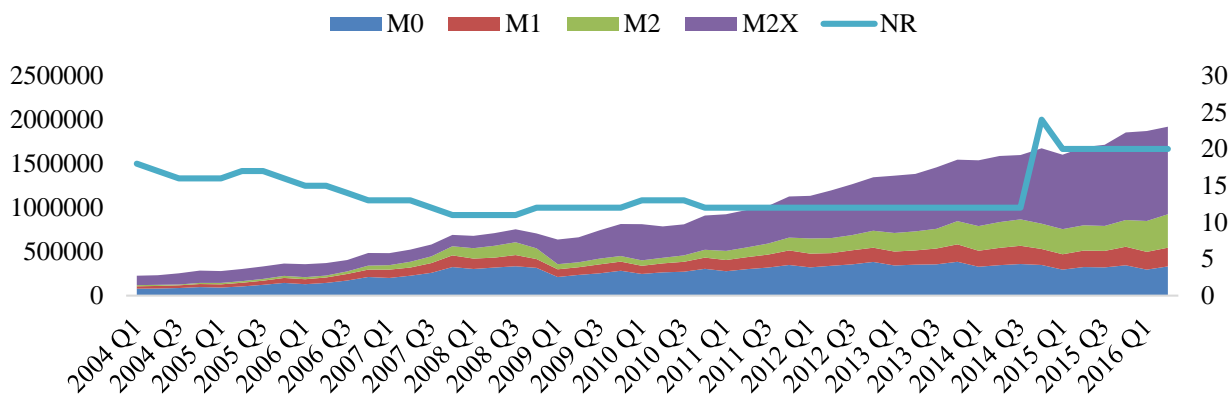
Dependent Variable: M2X  
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2004Q2 2014Q3  
Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
REPO	0.011003	0.018665	0.589500	0.5588
C	0.045458	0.014365	3.164417	0.0030

R-squared	0.008613	Mean dependent var	0.046747
Adjusted R-squared	-0.016172	S.D. dependent var	0.091279
S.E. of regression	0.092014	Akaike info criterion	-1.887297
Sum squared resid	0.338666	Schwarz criterion	-1.804550
Log likelihood	41.63323	Hannan-Quinn criter.	-1.856967
F-statistic	0.347510	Durbin-Watson stat	1.832748
Prob(F-statistic)	0.558841		

Приложение 7. Регрессионный анализ взаимосвязи между нормой резервирования и денежными агрегатами



Dependent Variable: M0  
Method: Least Squares

Sample: 2004Q2 2016Q2  
Included observations: 49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NR	-0.010805	0.004808	-2.247077	0.0294
C	0.028252	0.009009	3.136146	0.0030

R-squared	0.097011	Mean dependent var	0.027811
Adjusted R-squared	0.077798	S.D. dependent var	0.065651
S.E. of regression	0.063045	Akaike info criterion	-2.649974
Sum squared resid	0.186810	Schwarz criterion	-2.572757
Log likelihood	66.92436	Hannan-Quinn criter.	-2.620678
F-statistic	5.049354	Durbin-Watson stat	0.932680
Prob(F-statistic)	0.029370		

Dependent Variable: M1  
Method: Least Squares

Sample: 2004Q2 2016Q2  
Included observations: 49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NR	-0.007843	0.004095	-1.915068	0.0616
C	0.042573	0.007673	5.548747	0.0000

R-squared	0.072383	Mean dependent var	0.042253
Adjusted R-squared	0.052647	S.D. dependent var	0.055167
S.E. of regression	0.053696	Akaike info criterion	-2.971012
Sum squared resid	0.135511	Schwarz criterion	-2.893794
Log likelihood	74.78978	Hannan-Quinn criter.	-2.941715
F-statistic	3.667487	Durbin-Watson stat	0.442227
Prob(F-statistic)	0.061580		

Dependent Variable: M2  
Method: Least Squares

Sample: 2004Q2 2016Q2  
Included observations: 49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NR	-0.007753	0.006998	-1.107810	0.2736
C	0.070621	0.013112	5.385954	0.0000

R-squared	0.025447	Mean dependent var	0.070304
Adjusted R-squared	0.004712	S.D. dependent var	0.091979
S.E. of regression	0.091763	Akaike info criterion	-1.899266
Sum squared resid	0.395757	Schwarz criterion	-1.822049
Log likelihood	48.53201	Hannan-Quinn criter.	-1.869970
F-statistic	1.227243	Durbin-Watson stat	0.206037
Prob(F-statistic)	0.273581		

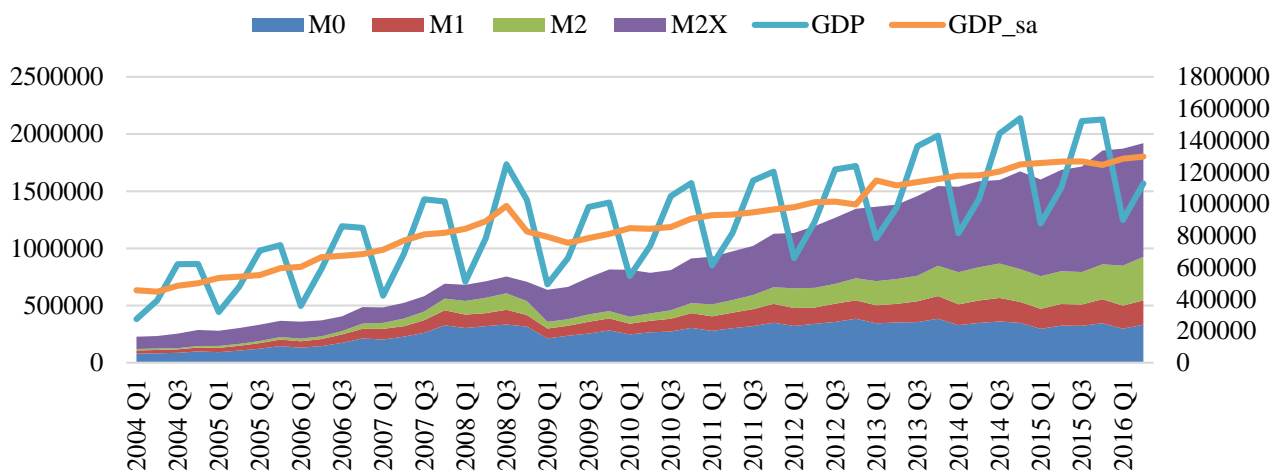
Dependent Variable: M2X  
Method: Least Squares

Sample: 2004Q2 2016Q2  
Included observations: 49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NX	-0.230180	0.072909	-3.157072	0.0028
C	0.047409	0.011329	4.184854	0.0001

R-squared	0.174962	Mean dependent var	0.045807
Adjusted R-squared	0.157408	S.D. dependent var	0.086305
S.E. of regression	0.079221	Akaike info criterion	-2.193183
Sum squared resid	0.294973	Schwarz criterion	-2.115966
Log likelihood	55.73298	Hannan-Quinn criter.	-2.163887
F-statistic	9.967104	Durbin-Watson stat	1.667558
Prob(F-statistic)	0.002782		

Приложение 8. Регрессионный анализ взаимосвязи денежными агрегатами и ВВП



Dependent Variable: GDP  
Method: Least Squares  
Sample: 2004Q2 2016Q2  
Included observations: 49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M0	0.102976	0.047513	2.167322	0.0357
M2	0.039233	0.027800	1.411248	0.1652
M1	0.038519	0.045219	0.851831	0.3989
M2X	-0.194869	0.069415	-2.807298	0.0074
C	0.023152	0.005028	4.604100	0.0000

R-squared	0.837033	Mean dependent var	0.021700
Adjusted R-squared	0.822218	S.D. dependent var	0.017644
S.E. of regression	0.007439	Akaike info criterion	-6.867612
Sum squared resid	0.002435	Schwarz criterion	-6.674569
Log likelihood	173.2565	Hannan-Quinn criter.	-6.794372
F-statistic	56.49849	Durbin-Watson stat	0.483506
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: GDP  
Method: Least Squares  
Sample: 2004Q2 2016Q2  
Included observations: 49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M0	0.157636	0.026663	5.912180	0.0000
M2X	-0.275780	0.046537	-5.926001	0.0000
C	0.029619	0.002889	10.25354	0.0000

R-squared	0.827930	Mean dependent var	0.021700
Adjusted R-squared	0.820449	S.D. dependent var	0.017644
S.E. of regression	0.007476	Akaike info criterion	-6.894890
Sum squared resid	0.002571	Schwarz criterion	-6.779064
Log likelihood	171.9248	Hannan-Quinn criter.	-6.850946
F-statistic	110.6667	Durbin-Watson stat	0.552440
Prob(F-statistic)	0.000000		

Приложение 9. Фактический и потенциальный ВВП РА, с учетом воздействия чистого экспорта в случае координации с валютной политикой Банка России с 2004г. по 2016г., ежегодно (AMD)

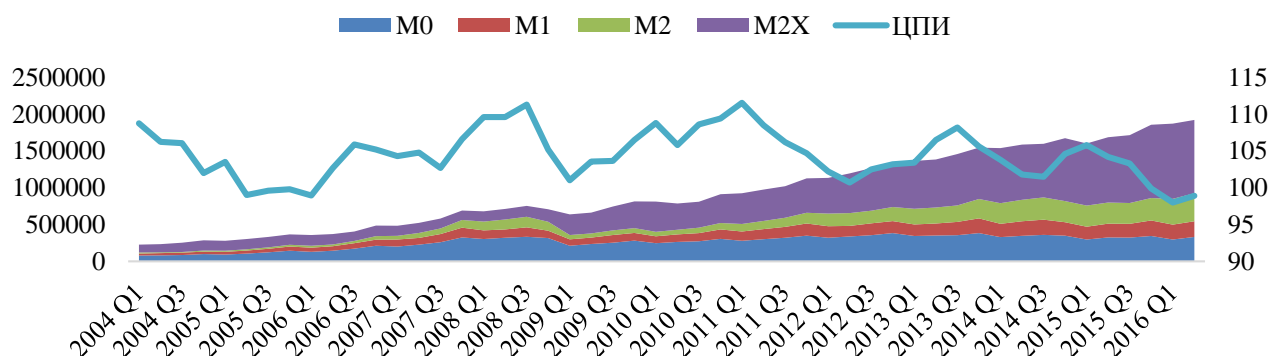
Dependent Variable: C\_R  
Method: Least Squares  
Sample: 2004Q2 2016Q2  
Included observations: 49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T_AMD_	0.270534	0.084897	3.186603	0.0026
C	0.020386	0.003666	5.560847	0.0000

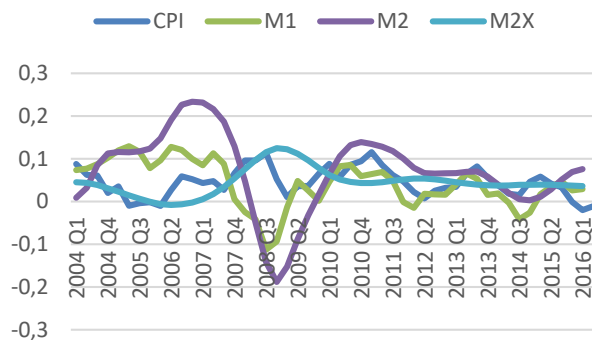
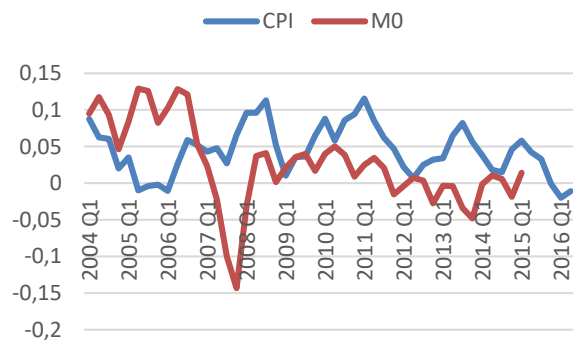
R-squared	0.177667	Mean dependent var	0.024240
Adjusted R-squared	0.160170	S.D. dependent var	0.026436
S.E. of regression	0.024226	Akaike info criterion	-4.562814
Sum squared resid	0.027584	Schwarz criterion	-4.485596
Log likelihood	113.7889	Hannan-Quinn criter.	-4.533517
F-statistic	10.15444	Durbin-Watson stat	1.555724
Prob(F-statistic)	0.002559		

## Приложение 10. Регрессионный анализ взаимосвязи денежными агрегатами и ИПЦ



Dependent Variable: CPI  
Method: Least Squares  
Sample: 2004Q2 2016Q2  
Included observations: 49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M0	-0.113556	0.187757	-0.604805	0.5484
M1	0.030303	0.178693	0.169580	0.8661
M2	0.373962	0.109858	3.404051	0.0014
M2X	1.097177	0.274308	3.999806	0.0002
C	-0.029891	0.019871	-1.504231	0.1397
R-squared	0.294532	Mean dependent var	0.043952	
Adjusted R-squared	0.230398	S.D. dependent var	0.033511	
S.E. of regression	0.029398	Akaike info criterion	-4.119317	
Sum squared resid	0.038027	Schwarz criterion	-3.926274	
Log likelihood	105.9233	Hannan-Quinn criter.	-4.046077	
F-statistic	4.592485	Durbin-Watson stat	0.733963	
Prob(F-statistic)	0.003470			



Dependent Variable: CPI  
Method: Least Squares  
Sample (adjusted): 2005Q2 2008Q2  
Included observations: 13 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M0(-4)	0.716974	0.300292	2.387591	0.0360
C	-0.022437	0.026553	-0.844997	0.4161
R-squared	0.341341	Mean dependent var	0.037442	
Adjusted R-squared	0.281463	S.D. dependent var	0.037106	
S.E. of regression	0.031453	Akaike info criterion	-3.939988	
Sum squared resid	0.010882	Schwarz criterion	-3.853072	
Log likelihood	27.60992	Hannan-Quinn criter.	-3.957853	
F-statistic	5.700590	Durbin-Watson stat	0.918165	
Prob(F-statistic)	0.036015			

Dependent Variable: CPI  
Method: Least Squares  
Sample (adjusted): 2010Q3 2016Q2  
Included observations: 24 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M0(-8)	-0.330447	0.143977	-2.295138	0.0316
C	0.043954	0.006423	6.843236	0.0000
R-squared	0.193183	Mean dependent var	0.042936	
Adjusted R-squared	0.156510	S.D. dependent var	0.034180	
S.E. of regression	0.031391	Akaike info criterion	-4.004930	
Sum squared resid	0.021679	Schwarz criterion	-3.906759	
Log likelihood	50.05916	Hannan-Quinn criter.	-3.978885	
F-statistic	5.267660	Durbin-Watson stat	0.451543	
Prob(F-statistic)	0.031632			



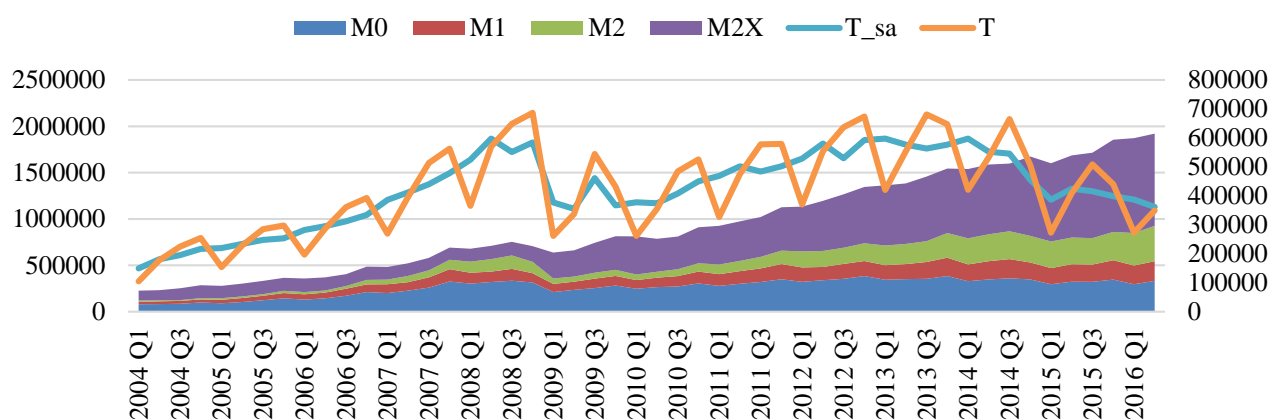
<p>Dependent Variable: CPI Method: Least Squares Sample: 2004Q2 2008Q2 Included observations: 17</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>M1</td> <td>-0.548455</td> <td>0.154682</td> <td>-3.545687</td> <td>0.0029</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>0.087278</td> <td>0.014929</td> <td>5.846332</td> <td>0.0000</td> </tr> </tbody> </table> <p>R-squared 0.455968 Mean dependent var 0.039104 Adjusted R-squared 0.419699 S.D. dependent var 0.033481 S.E. of regression 0.025505 Akaike info criterion -4.389739 Sum squared resid 0.009758 Schwarz criterion -4.291714 Log likelihood 39.31278 Hannan-Quinn criter. -4.379995 F-statistic 12.57190 Durbin-Watson stat 1.073772 Prob(F-statistic) 0.002935</p>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	M1	-0.548455	0.154682	-3.545687	0.0029	C	0.087278	0.014929	5.846332	0.0000	<p>Dependent Variable: CPI Method: Least Squares Sample (adjusted): 2010Q3 2016Q2 Included observations: 24 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>M1(-8)</td> <td>-0.323560</td> <td>0.128470</td> <td>-2.518561</td> <td>0.0196</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>0.049606</td> <td>0.006820</td> <td>7.273500</td> <td>0.0000</td> </tr> </tbody> </table> <p>R-squared 0.223798 Mean dependent var 0.042936 Adjusted R-squared 0.188516 S.D. dependent var 0.034180 S.E. of regression 0.030790 Akaike info criterion -4.043614 Sum squared resid 0.020856 Schwarz criterion -3.945443 Log likelihood 50.52337 Hannan-Quinn criter. -4.017569 F-statistic 6.343149 Durbin-Watson stat 0.552476 Prob(F-statistic) 0.019557</p>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	M1(-8)	-0.323560	0.128470	-2.518561	0.0196	C	0.049606	0.006820	7.273500	0.0000
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																											
M1	-0.548455	0.154682	-3.545687	0.0029																											
C	0.087278	0.014929	5.846332	0.0000																											
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																											
M1(-8)	-0.323560	0.128470	-2.518561	0.0196																											
C	0.049606	0.006820	7.273500	0.0000																											
<p>Dependent Variable: CPI Method: Least Squares Sample (adjusted): 2005Q2 2008Q2 Included observations: 13 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>M2(-4)</td> <td>0.429254</td> <td>0.087920</td> <td>4.882319</td> <td>0.0005</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>-0.019969</td> <td>0.013219</td> <td>-1.510574</td> <td>0.1591</td> </tr> </tbody> </table> <p>R-squared 0.684244 Mean dependent var 0.037442 Adjusted R-squared 0.655539 S.D. dependent var 0.037106 S.E. of regression 0.021778 Akaike info criterion -4.675225 Sum squared resid 0.005217 Schwarz criterion -4.588309 Log likelihood 32.38896 Hannan-Quinn criter. -4.693090 F-statistic 23.83704 Durbin-Watson stat 1.202007 Prob(F-statistic) 0.000485</p>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	M2(-4)	0.429254	0.087920	4.882319	0.0005	C	-0.019969	0.013219	-1.510574	0.1591	<p>Dependent Variable: CPI Method: Least Squares Sample (adjusted): 2009Q4 2016Q2 Included observations: 27 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>M2(-5)</td> <td>-0.166226</td> <td>0.066922</td> <td>-2.483858</td> <td>0.0201</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>0.051470</td> <td>0.006307</td> <td>8.160993</td> <td>0.0000</td> </tr> </tbody> </table> <p>R-squared 0.197935 Mean dependent var 0.045980 Adjusted R-squared 0.165853 S.D. dependent var 0.033606 S.E. of regression 0.030693 Akaike info criterion -4.058368 Sum squared resid 0.023552 Schwarz criterion -3.962381 Log likelihood 56.78797 Hannan-Quinn criter. -4.029826 F-statistic 6.169548 Durbin-Watson stat 0.496178 Prob(F-statistic) 0.020056</p>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	M2(-5)	-0.166226	0.066922	-2.483858	0.0201	C	0.051470	0.006307	8.160993	0.0000
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																											
M2(-4)	0.429254	0.087920	4.882319	0.0005																											
C	-0.019969	0.013219	-1.510574	0.1591																											
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																											
M2(-5)	-0.166226	0.066922	-2.483858	0.0201																											
C	0.051470	0.006307	8.160993	0.0000																											
<p>Dependent Variable: CPI Method: Least Squares Sample (adjusted): 2005Q2 2008Q2 Included observations: 13 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>M2(-4)</td> <td>0.429254</td> <td>0.087920</td> <td>4.882319</td> <td>0.0005</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>-0.019969</td> <td>0.013219</td> <td>-1.510574</td> <td>0.1591</td> </tr> </tbody> </table> <p>R-squared 0.684244 Mean dependent var 0.037442 Adjusted R-squared 0.655539 S.D. dependent var 0.037106 S.E. of regression 0.021778 Akaike info criterion -4.675225 Sum squared resid 0.005217 Schwarz criterion -4.588309 Log likelihood 32.38896 Hannan-Quinn criter. -4.693090 F-statistic 23.83704 Durbin-Watson stat 1.202007 Prob(F-statistic) 0.000485</p>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	M2(-4)	0.429254	0.087920	4.882319	0.0005	C	-0.019969	0.013219	-1.510574	0.1591	<p>Dependent Variable: CPI Method: Least Squares Sample (adjusted): 2009Q4 2016Q2 Included observations: 27 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>M2(-5)</td> <td>-0.166226</td> <td>0.066922</td> <td>-2.483858</td> <td>0.0201</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>0.051470</td> <td>0.006307</td> <td>8.160993</td> <td>0.0000</td> </tr> </tbody> </table> <p>R-squared 0.197935 Mean dependent var 0.045980 Adjusted R-squared 0.165853 S.D. dependent var 0.033606 S.E. of regression 0.030693 Akaike info criterion -4.058368 Sum squared resid 0.023552 Schwarz criterion -3.962381 Log likelihood 56.78797 Hannan-Quinn criter. -4.029826 F-statistic 6.169548 Durbin-Watson stat 0.496178 Prob(F-statistic) 0.020056</p>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	M2(-5)	-0.166226	0.066922	-2.483858	0.0201	C	0.051470	0.006307	8.160993	0.0000
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																											
M2(-4)	0.429254	0.087920	4.882319	0.0005																											
C	-0.019969	0.013219	-1.510574	0.1591																											
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																											
M2(-5)	-0.166226	0.066922	-2.483858	0.0201																											
C	0.051470	0.006307	8.160993	0.0000																											
<p>Dependent Variable: CPI Method: Least Squares Sample (adjusted): 2010Q1 2016Q2 Included observations: 26 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>M2(-6)</td> <td>-0.193506</td> <td>0.064871</td> <td>-2.982908</td> <td>0.0065</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>0.051866</td> <td>0.006230</td> <td>8.325299</td> <td>0.0000</td> </tr> </tbody> </table> <p>R-squared 0.270467 Mean dependent var 0.045249 Adjusted R-squared 0.240069 S.D. dependent var 0.034052 S.E. of regression 0.029684 Akaike info criterion -4.122590 Sum squared resid 0.021148 Schwarz criterion -4.025814 Log likelihood 55.59367 Hannan-Quinn criter. -4.094722 F-statistic 8.897739 Durbin-Watson stat 0.552094 Prob(F-statistic) 0.006463</p>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	M2(-6)	-0.193506	0.064871	-2.982908	0.0065	C	0.051866	0.006230	8.325299	0.0000	<p>Dependent Variable: CPI Method: Least Squares Sample: 2004Q2 2008Q2 Included observations: 17</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>M2X</td> <td>0.736193</td> <td>0.296736</td> <td>2.480966</td> <td>0.0254</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>0.023383</td> <td>0.009488</td> <td>2.464514</td> <td>0.0263</td> </tr> </tbody> </table> <p>R-squared 0.290954 Mean dependent var 0.039104 Adjusted R-squared 0.243684 S.D. dependent var 0.033481 S.E. of regression 0.029117 Akaike info criterion -4.124827 Sum squared resid 0.012717 Schwarz criterion -4.026802 Log likelihood 37.06103 Hannan-Quinn criter. -4.115083 F-statistic 6.155192 Durbin-Watson stat 0.683441 Prob(F-statistic) 0.025443</p>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	M2X	0.736193	0.296736	2.480966	0.0254	C	0.023383	0.009488	2.464514	0.0263
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																											
M2(-6)	-0.193506	0.064871	-2.982908	0.0065																											
C	0.051866	0.006230	8.325299	0.0000																											
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																											
M2X	0.736193	0.296736	2.480966	0.0254																											
C	0.023383	0.009488	2.464514	0.0263																											

Dependent Variable: CPI Method: Least Squares Sample (adjusted): 2009Q2 2016Q2 Included observations: 29 after adjustments					Dependent Variable: CPI Method: Least Squares Sample (adjusted): 2009Q3 2016Q2 Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2X(-3)	0.496267	0.198004	2.506354	0.0185	M2X(-4)	0.681802	0.182106	3.743996	0.0009
C	0.015558	0.013092	1.188329	0.2451	C	0.004275	0.012180	0.350994	0.7284
R-squared	0.188746	Mean dependent var	0.045297		R-squared	0.350284	Mean dependent var	0.045642	
Adjusted R-squared	0.158700	S.D. dependent var	0.032485		Adjusted R-squared	0.325295	S.D. dependent var	0.033027	
S.E. of regression	0.029796	Akaike info criterion	-4.122441		S.E. of regression	0.027128	Akaike info criterion	-4.307740	
Sum squared resid	0.023970	Schwarz criterion	-4.028145		Sum squared resid	0.019134	Schwarz criterion	-4.212583	
Log likelihood	61.77539	Hannan-Quinn criter.	-4.092909		Log likelihood	62.30837	Hannan-Quinn criter.	-4.278650	
F-statistic	6.281809	Durbin-Watson stat	0.513095		F-statistic	14.01751	Durbin-Watson stat	0.595795	
Prob(F-statistic)	0.018524				Prob(F-statistic)	0.000908			
Dependent Variable: CPI Method: Least Squares Sample (adjusted): 2009Q4 2016Q2 Included observations: 27 after adjustments					Dependent Variable: CPI Method: Least Squares Date: 12/14/16 Time: 10:12 Sample (adjusted): 2010Q1 2016Q2 Included observations: 26 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2X(-5)	0.823999	0.164092	5.021565	0.0000	M2X(-6)	0.879495	0.157325	5.590322	0.0000
C	-0.004667	0.011108	-0.420171	0.6779	C	-0.009566	0.010785	-0.886974	0.3839
R-squared	0.502152	Mean dependent var	0.045980		R-squared	0.565624	Mean dependent var	0.045249	
Adjusted R-squared	0.482238	S.D. dependent var	0.033606		Adjusted R-squared	0.547525	S.D. dependent var	0.034052	
S.E. of regression	0.024182	Akaike info criterion	-4.535263		S.E. of regression	0.022905	Akaike info criterion	-4.641085	
Sum squared resid	0.014619	Schwarz criterion	-4.439275		Sum squared resid	0.012592	Schwarz criterion	-4.544309	
Log likelihood	63.22605	Hannan-Quinn criter.	-4.506721		Log likelihood	62.33411	Hannan-Quinn criter.	-4.613217	
F-statistic	25.21612	Durbin-Watson stat	0.737407		F-statistic	31.25170	Durbin-Watson stat	0.816812	
Prob(F-statistic)	0.000035				Prob(F-statistic)	0.000009			
Dependent Variable: CPI Method: Least Squares Sample (adjusted): 2005Q2 2008Q2 Included observations: 13 after adjustments					Dependent Variable: CPI Method: Least Squares Sample (adjusted): 2005Q3 2008Q2 Included observations: 12 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M0_M1(-4)	0.756877	0.259616	2.915372	0.0141	M0_M1(-5)	0.925837	0.166405	5.563772	0.0002
C	-0.026757	0.023454	-1.140836	0.2782	C	-0.036247	0.014946	-2.425227	0.0357
R-squared	0.435880	Mean dependent var	0.037442		R-squared	0.755833	Mean dependent var	0.041388	
Adjusted R-squared	0.384596	S.D. dependent var	0.037106		Adjusted R-squared	0.731416	S.D. dependent var	0.035792	
S.E. of regression	0.029109	Akaike info criterion	-4.094927		S.E. of regression	0.018549	Akaike info criterion	-4.985759	
Sum squared resid	0.009320	Schwarz criterion	-4.008012		Sum squared resid	0.003441	Schwarz criterion	-4.904941	
Log likelihood	28.61702	Hannan-Quinn criter.	-4.112792		Log likelihood	31.91455	Hannan-Quinn criter.	-5.015680	
F-statistic	8.499395	Durbin-Watson stat	0.837095		F-statistic	30.95556	Durbin-Watson stat	1.143447	
Prob(F-statistic)	0.014053				Prob(F-statistic)	0.000239			
Dependent Variable: CPI Method: Least Squares Sample (adjusted): 2010Q3 2016Q2 Included observations: 24 after adjustments									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
M0_M1(-8)	-0.411951	0.138162	-2.981659	0.0069					
C	0.046263	0.006123	7.555923	0.0000					
R-squared	0.287802	Mean dependent var	0.042936						
Adjusted R-squared	0.255429	S.D. dependent var	0.034180						
S.E. of regression	0.029493	Akaike info criterion	-4.129670						
Sum squared resid	0.019136	Schwarz criterion	-4.031499						
Log likelihood	51.55604	Hannan-Quinn criter.	-4.103626						
F-statistic	8.890290	Durbin-Watson stat	0.472564						
Prob(F-statistic)	0.006881								



Приложение 11. Регрессионный анализ взаимосвязи частными иностранными трансфертами и ИИЦ

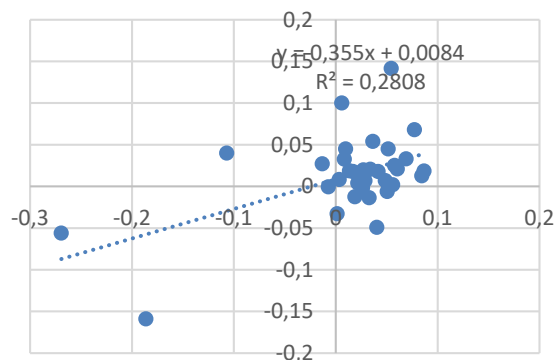
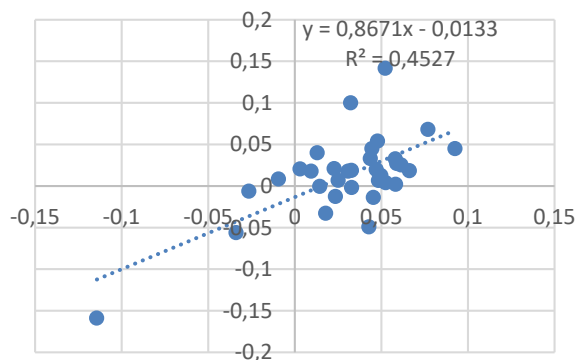
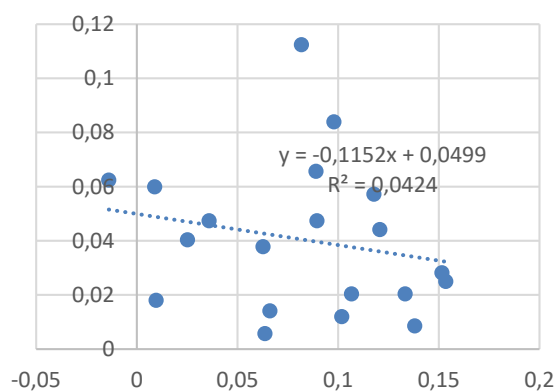
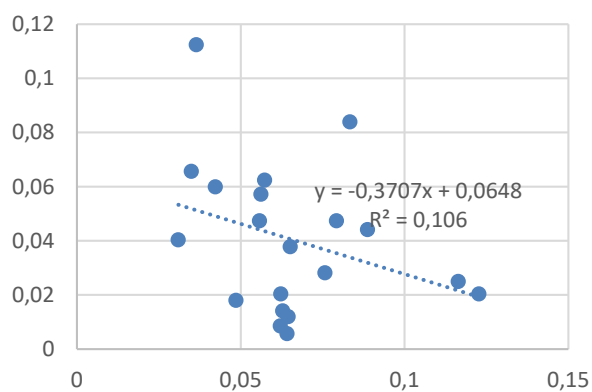
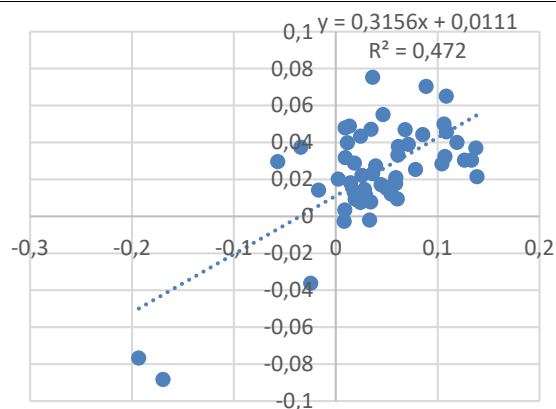
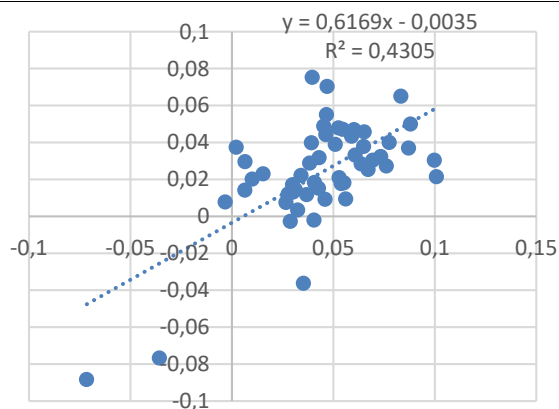
Dependent Variable: M0					Dependent Variable: M2X				
Method: Least Squares					Method: Least Squares				
Date: 11/27/16 Time: 19:45					Date: 11/27/16 Time: 19:45				
Sample: 2004Q2 2016Q2					Sample: 2004Q2 2016Q2				
Included observations: 49					Included observations: 49				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	0.690994	0.073580	9.390993	0.0000	T	-0.264923	0.060156	-4.403973	0.0001
C	0.016482	0.004897	3.365913	0.0015	C	0.049852	0.004003	12.45284	0.0000
R-squared	0.652343	Mean dependent var	0.028751		R-squared	0.292115	Mean dependent var	0.045148	
Adjusted R-squared	0.644946	S.D. dependent var	0.055439		Adjusted R-squared	0.277054	S.D. dependent var	0.031763	
S.E. of regression	0.033034	Akaike info criterion	-3.942590		S.E. of regression	0.027007	Akaike info criterion	-4.345481	
Sum squared resid	0.051289	Schwarz criterion	-3.865372		Sum squared resid	0.034281	Schwarz criterion	-4.268264	
Log likelihood	98.59344	Hannan-Quinn criter.	-3.913293		Log likelihood	108.4643	Hannan-Quinn criter.	-4.316185	
F-statistic	88.19075	Durbin-Watson stat	0.867618		F-statistic	19.39498	Durbin-Watson stat	0.149095	
Prob(F-statistic)	0.000000				Prob(F-statistic)	0.000061			



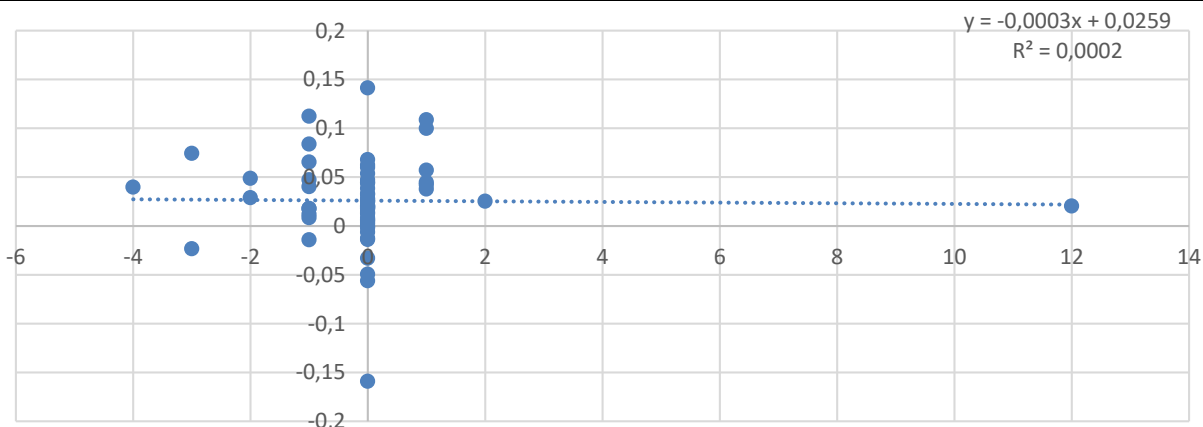
Приложение 12. Регрессионный анализ основных факторов, воздействующих на ВВП

Dependent Variable: GDP				
Method: Least Squares				
Sample: 2004Q2 2016Q2				
Included observations: 49				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M0	0.131120	0.027814	4.714153	0.0000
M2X	-0.248937	0.045833	-5.431449	0.0000
NER	-0.086934	0.036903	-2.355748	0.0229
C	0.028852	0.002775	10.39792	0.0000
R-squared	0.846821	Mean dependent var	0.021700	
Adjusted R-squared	0.836609	S.D. dependent var	0.017644	
S.E. of regression	0.007132	Akaike info criterion	-6.970365	
Sum squared resid	0.002289	Schwarz criterion	-6.815930	
Log likelihood	174.7739	Hannan-Quinn criter.	-6.911773	
F-statistic	82.92448	Durbin-Watson stat	0.619951	
Prob(F-statistic)	0.000000			

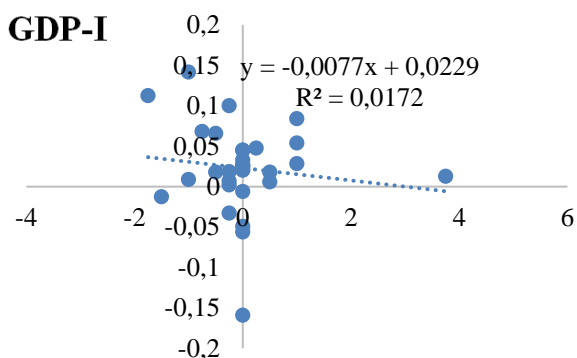
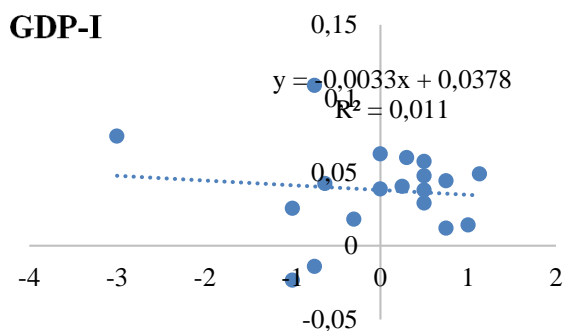
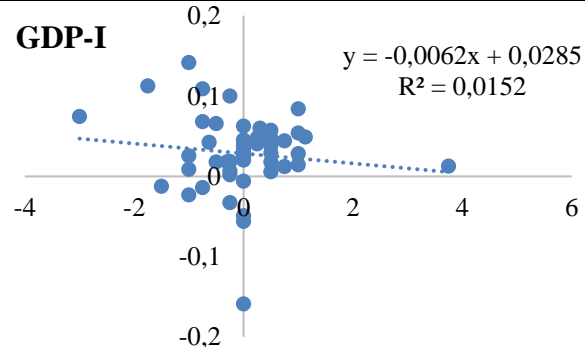
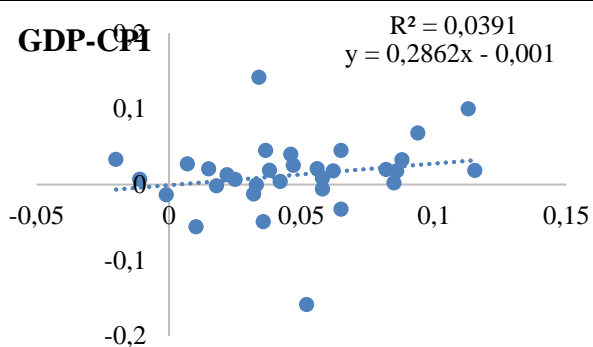
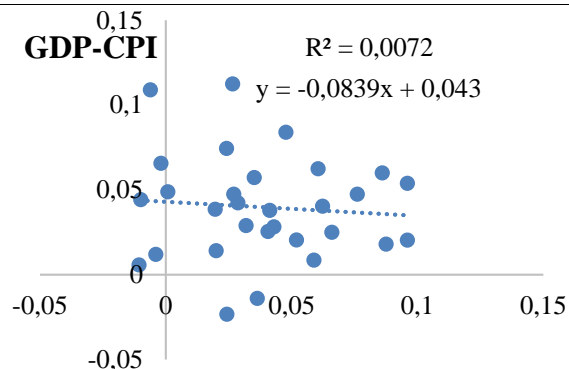
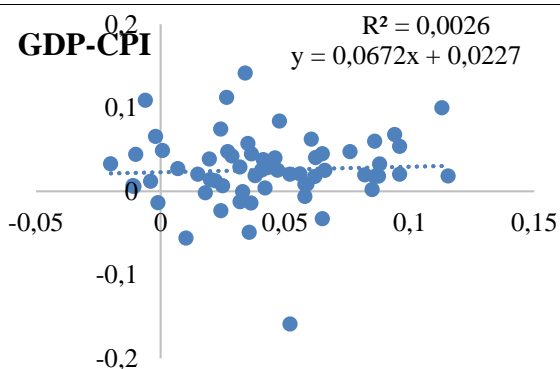
### Приложение 13. Регрессионный анализ взаимосвязи между денежными агрегатами и ВВП

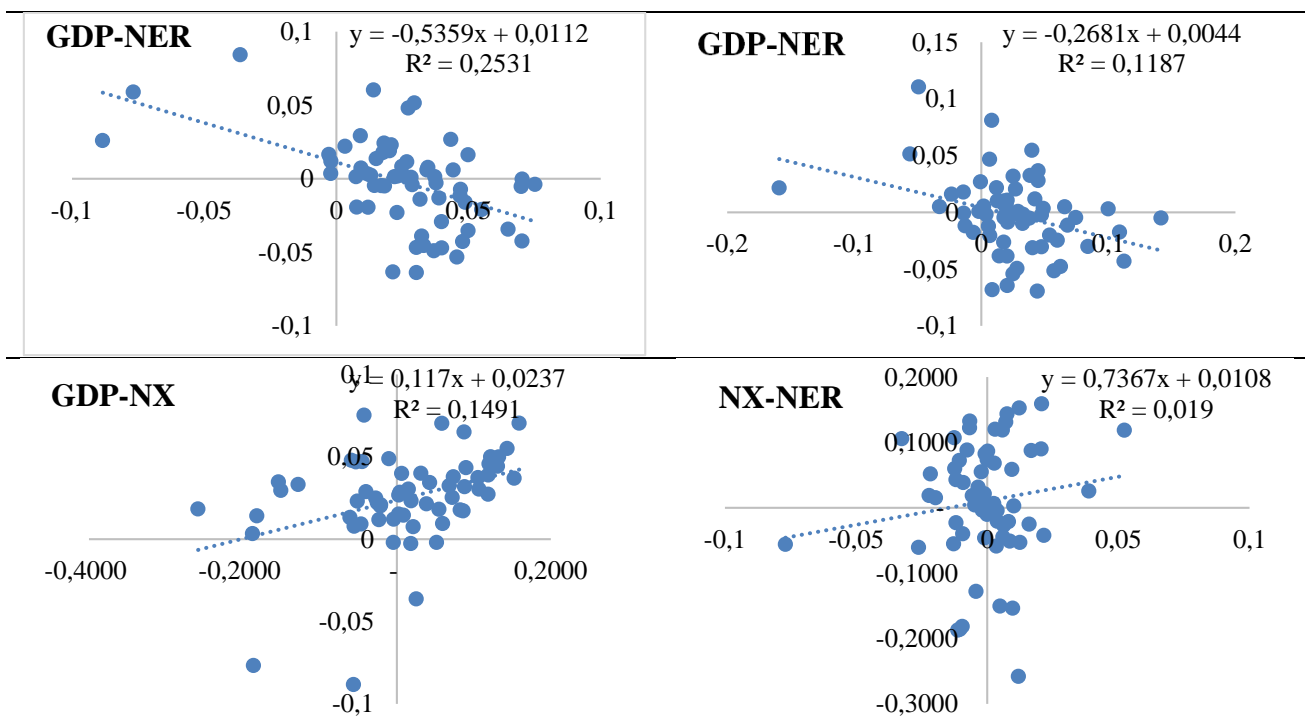


Приложение 14. Регрессионный анализ взаимосвязи между ставкой refinancing и ВВП



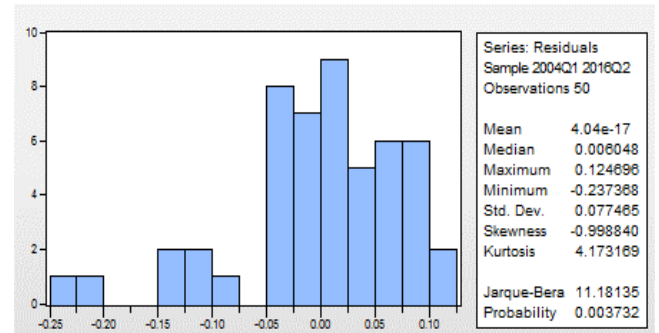
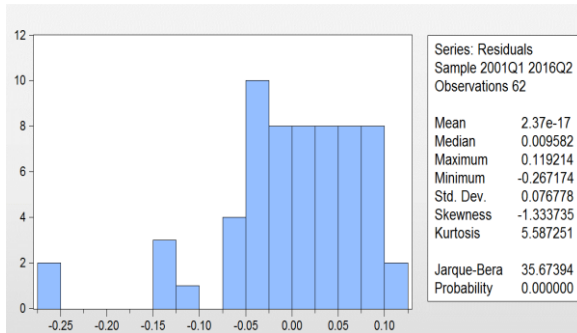
Приложение 15. Регрессионный анализ взаимосвязи между различными факторами и ВВП





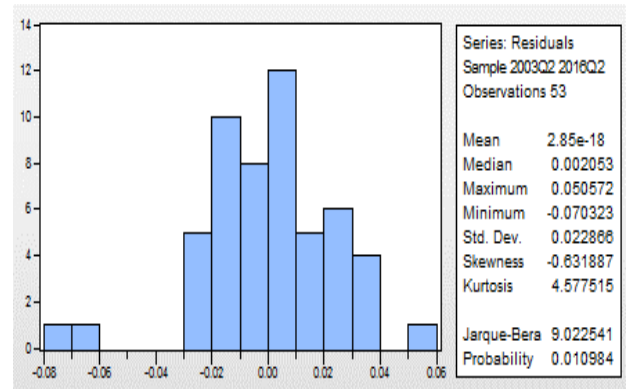
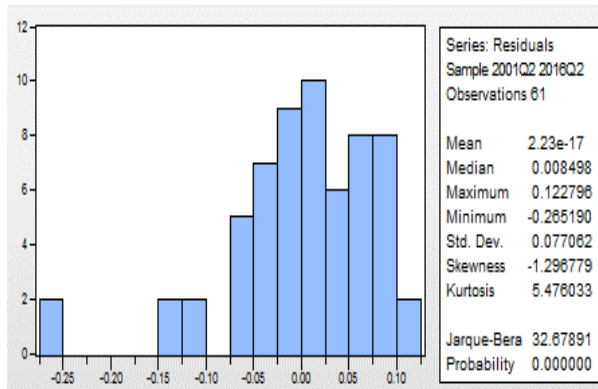
Приложение 16. Результаты регрессионного анализа взаимосвязи ВВП и различных факторов.

GDP=c+bCPI				
Dependent Variable: DGDP				
Method: Least Squares				
Date: 11/08/16 Time: 21:00				
Sample: 2001Q1 2016Q2				
Included observations: 62				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,076067	0,016287	4,670541	0
CPI	-0,16104	0,304361	-0,52911	0,5987
R-squared	0,004644	Mean dependent var	0,069197	
Adjusted R-squared	-0,01195	S.D. dependent var	0,076957	
S.E. of regression	0,077415	Akaike info criterion	-2,24754	
Sum squared resid	0,359586	Schwarz criterion	-2,17893	
Log likelihood	71,67388	Hannan-Quinn criter.	-2,2206	
F-statistic	0,279959	Durbin-Watson stat	0,575178	
Prob(F-statistic)	0,59868			



GDP=c+BI				
Dependent Variable: DGDP				
Method: Least Squares				
Date: 11/08/16 Time: 21:33				
Sample (adjusted): 2004Q1 2016Q2				
Included observations: 50 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,057663	0,011074	5,206873	0
I	0,017282	0,011876	1,455213	0,1521
R-squared	0,042253	Mean dependent var		0,057145
Adjusted R-squared	0,0223	S.D. dependent var		0,079155
S.E. of regression	0,078267	Akaike info criterion		-2,2182
Sum squared resid	0,294037	Schwarz criterion		-2,14172
Log likelihood	57,4549	Hannan-Quinn criter.		-2,18907
F-statistic	2,117646	Durbin-Watson stat		0,557897
Prob(F-statistic)	0,152119			

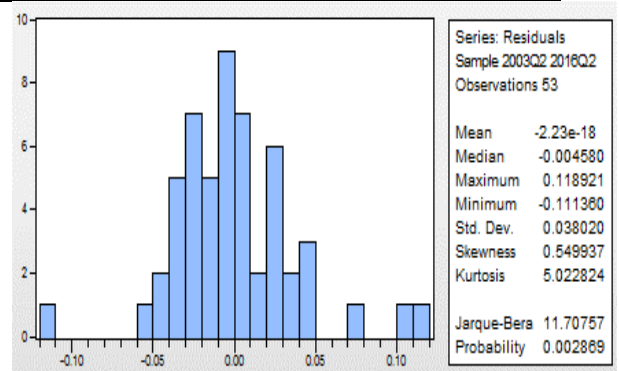
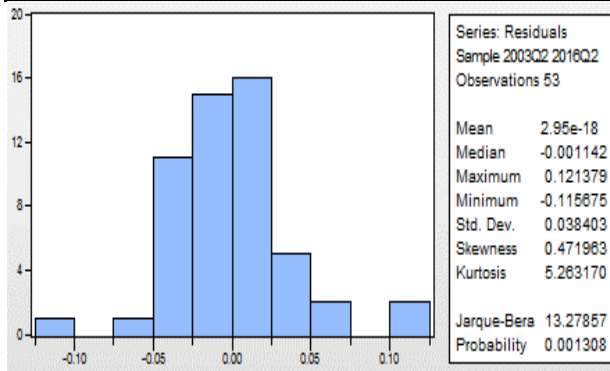
GDP=c+BR				
Dependent Variable: DGDP				
Method: Least Squares				
Date: 11/08/16 Time: 21:43				
Sample (adjusted): 2001Q2 2016Q2				
Included observations: 61 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,068204	0,009956	6,850249	0
R	-0,0037	0,005418	-0,68322	0,4971
R-squared	0,00785	Mean dependent var		0,068446
Adjusted R-squared	-0,00897	S.D. dependent var		0,077366
S.E. of regression	0,077712	Akaike info criterion		-2,23937
Sum squared resid	0,356312	Schwarz criterion		-2,17016
Log likelihood	70,30083	Hannan-Quinn criter.		-2,21225
F-statistic	0,466792	Durbin-Watson stat		0,599096
Prob(F-statistic)	0,497141			



GDP=c+bM0				
Dependent Variable: GDP_S_				
Method: Least Squares				
Date: 11/09/16 Time: 21:37				
Sample (adjusted): 2003Q2 2016Q2				
Included observations: 53 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,016172	0,003455	4,680756	0
CASH	0,278216	0,050673	5,490407	0
R-squared	0,371492	Mean dependent var		0,023695
Adjusted R-squared	0,359168	S.D. dependent var		0,028843
S.E. of regression	0,023089	Akaike info criterion		-4,66191
Sum squared resid	0,027188	Schwarz criterion		-4,58756
Log likelihood	125,5405	Hannan-Quinn criter.		-4,63332
F-statistic	30,14457	Durbin-Watson stat		1,507841
Prob(F-statistic)	0,000001			

GDP=c+bM1				
Dependent Variable: GDP				
Method: Least Squares				
Date: 11/09/16 Time: 21:39				
Sample (adjusted): 2003Q2 2016Q2				
Included observations: 53 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,011404	0,006214	1,835197	0,0723
M1_S	0,386623	0,10025	3,856583	0,0003
R-squared	0,225786	Mean dependent var		0,023745
Adjusted R-squared	0,210605	S.D. dependent var		0,043645
S.E. of regression	0,038778	Akaike info criterion		-3,62493
Sum squared resid	0,07669	Schwarz criterion		-3,55058

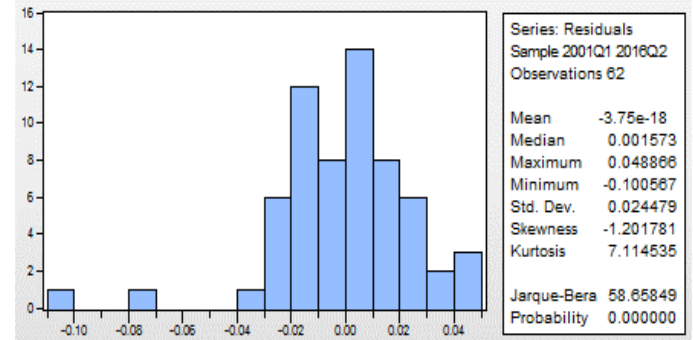
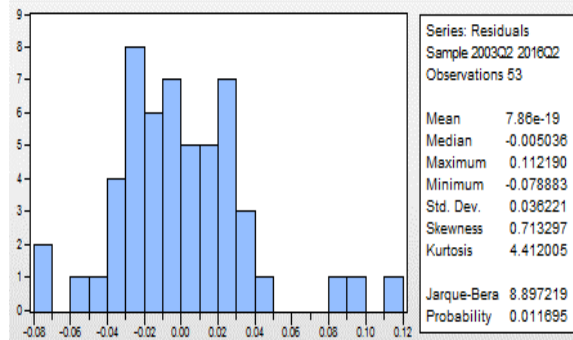
Log likelihood	98,06055	Hannan-Quinn criter.	-3,59634
F-statistic	14,87323	Durbin-Watson stat	2,480732
Prob(F-statistic)	0,000324		



GDP=c+bM2				
Dependent Variable: GDP				
Method: Least Squares				
Date: 11/09/16 Time: 21:41				
Sample (adjusted): 2003Q2 2016Q2				
Included observations: 53 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,010079	0,006271	1,607148	0,1142
M2_S	0,341337	0,084781	4,026091	0,0002
R-squared	0,241178	Mean dependent var		0,023745
Adjusted R-squared	0,226299	S.D. dependent var		0,043645
S.E. of regression	0,038391	Akaike info criterion		-3,64501
Sum squared resid	0,075165	Schwarz criterion		-3,57066
Log likelihood	98,5927	Hannan-Quinn criter.		-3,61642
F-statistic	16,20941	Durbin-Watson stat		2,538545
Prob(F-statistic)	0,000189			

GDP=c+bM2x				
Dependent Variable: GDP				
Method: Least Squares				
Date: 11/09/16 Time: 21:43				
Sample (adjusted): 2003Q2 2016Q2				
Included observations: 53 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0,00516	0,007841	-0,65803	0,5135
M2X	0,656707	0,136784	4,80106	0
R-squared	0,311278	Mean dependent var		0,023745

Adjusted R-squared	0,297773	S.D. dependent var	0,043645
S.E. of regression	0,036574	Akaike info criterion	-3,74194
Sum squared resid	0,068222	Schwarz criterion	-3,66759
Log likelihood	101,1613	Hannan-Quinn criter.	-3,71335
F-statistic	23,05017	Durbin-Watson stat	2,311352
Prob(F-statistic)	0,000014		

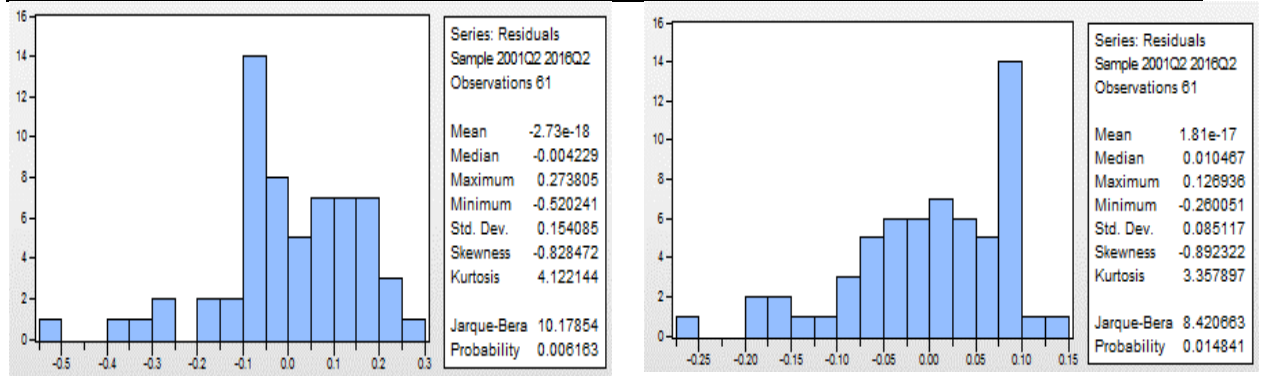


GDP=c+bNER				
Dependent Variable: GDP_S_				
Method: Least Squares				
Date: 11/09/16 Time: 22:03				
Sample: 2001Q1 2016Q2				
Included observations: 62				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,024431	0,003145	7,767155	0
NER_S	-0,47234	0,10475	-4,50925	0
R-squared	0,253112	Mean dependent var		0,025608
Adjusted R-squared	0,240664	S.D. dependent var		0,028324
S.E. of regression	0,024682	Akaike info criterion		-4,53377
Sum squared resid	0,036552	Schwarz criterion		-4,46515
Log likelihood	142,5468	Hannan-Quinn criter.		-4,50683
F-statistic	20,33335	Durbin-Watson stat		1,206424
Prob(F-statistic)	0,000031			

NX=c+bNER				
Dependent Variable: NX				
Method: Least Squares				
Date: 11/09/16 Time: 22:21				
Sample (adjusted): 2001Q2 2016Q2				
Included observations: 61 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,00808	0,01996	0,404808	0,6871
NER_S	-0,91175	0,659498	-1,38249	0,172



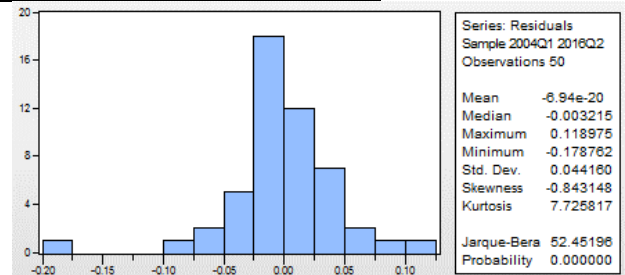
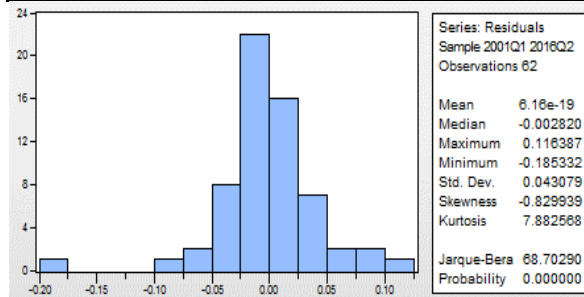
R-squared	0,031378	Mean dependent var	0,01031
Adjusted R-squared	0,014961	S.D. dependent var	0,156561
S.E. of regression	0,155385	Akaike info criterion	-0,85359
Sum squared resid	1,424524	Schwarz criterion	-0,78438
Log likelihood	28,03434	Hannan-Quinn criter.	-0,82646
F-statistic	1,911289	Durbin-Watson stat	2,387551
Prob(F-statistic)	0,172031		



GDP=c+bNX				
Dependent Variable: NX_S				
Method: Least Squares				
Date: 11/09/16 Time: 22:24				
Sample (adjusted): 2001Q2 2016Q2				
Included observations: 61 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0,02138	0,014763	-1,44845	0,1528
GDP_S_	1,273822	0,396191	3,215169	0,0021
R-squared	0,149087	Mean dependent var	0,01031	
Adjusted R-squared	0,134665	S.D. dependent var	0,092273	
S.E. of regression	0,085835	Akaike info criterion	-2,04054	
Sum squared resid	0,434693	Schwarz criterion	-1,97133	
Log likelihood	64,23639	Hannan-Quinn criter.	-2,01341	
F-statistic	10,33731	Durbin-Watson stat	1,372787	
Prob(F-statistic)	0,002116			

Dependent Variable: GDP				
Method: Least Squares				
Date: 11/09/16 Time: 20:37				
Sample: 2001Q1 2016Q2				
Included observations: 62				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,02274	0,009138	2,488424	0,0156
CPI	0,067228	0,170774	0,393669	0,6952

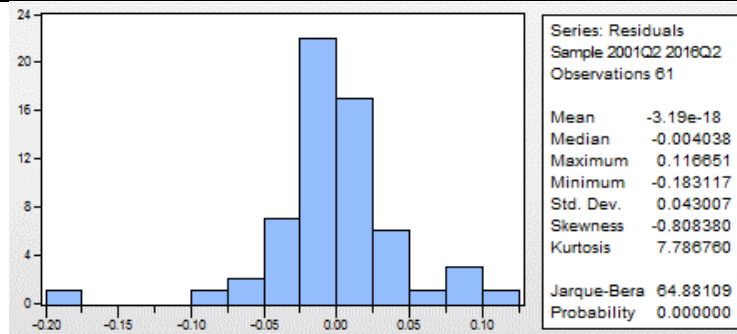
R-squared	0,002576	Mean dependent var	0,025608
Adjusted R-squared	-0,01405	S.D. dependent var	0,043135
S.E. of regression	0,043437	Akaike info criterion	-3,4033
Sum squared resid	0,113205	Schwarz criterion	-3,33468
Log likelihood	107,5023	Hannan-Quinn criter.	-3,37636
F-statistic	0,154975	Durbin-Watson stat	2,086049
Prob(F-statistic)	0,695221		



Dependent Variable: GDP				
Method: Least Squares				
Date: 11/09/16 Time: 21:01				
Sample (adjusted): 2004Q1 2016Q2				
Included observations: 50 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,022437	0,006313	3,554005	0,0009
I	0,005543	0,00677	0,818729	0,417
R-squared	0,013773	Mean dependent var		0,022271
Adjusted R-squared	-0,00677	S.D. dependent var		0,044467
S.E. of regression	0,044618	Akaike info criterion		-3,34219
Sum squared resid	0,095555	Schwarz criterion		-3,26571
Log likelihood	85,55486	Hannan-Quinn criter.		-3,31307
F-statistic	0,670317	Durbin-Watson stat		2,065442
Prob(F-statistic)	0,416987			

Dependent Variable: GDP				
Method: Least Squares				
Date: 11/09/16 Time: 21:04				
Sample (adjusted): 2001Q2 2016Q2				
Included observations: 61 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,024761	0,005556	4,456266	0
R	-0,00074	0,003024	-0,24474	0,8075
R-squared	0,001014	Mean dependent var		0,02481
Adjusted R-squared	-0,01592	S.D. dependent var		0,043028
S.E. of regression	0,04337	Akaike info criterion		-3,40588

Sum squared resid	0,110974	Schwarz criterion	-3,33667
Log likelihood	105,8793	Hannan-Quinn criter.	-3,37876
F-statistic	0,059897	Durbin-Watson stat	2,112678
Prob(F-statistic)	0,807508		



Dependent Variable: GDP_S_				
Method: Least Squares				
Date: 11/09/16 Time: 20:51				
Sample: 2001Q1 2016Q2				
Included observations: 62				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,023099	0,006271	3,683771	0,0005
CPI_S_	0,058801	0,120022	0,489921	0,626
R-squared	0,003984	Mean dependent var		0,025608
Adjusted R-squared	-0,01262	S.D. dependent var		0,028324
S.E. of regression	0,028503	Akaike info criterion		-4,24592
Sum squared resid	0,048744	Schwarz criterion		-4,1773
Log likelihood	133,6236	Hannan-Quinn criter.		-4,21898
F-statistic	0,240022	Durbin-Watson stat		0,918443
Prob(F-statistic)	0,625977			

Приложение 17. Функциональное представление моделей

Параметр уравнения	Значение	T – статистика	P - значение	Доверительный интервал	Функциональное представление модели ARMA	R-squared	Принятие гипотезы
ИПЦ	0.05	-0.52911	0.5987	(-0.2368) – (-0.08528)	$GDP = -0.161CPI + 0.076$	0.0046	Отвергается
ИПЦ (ВВП в % к соответствующему кварталу предыдущего года)	0.05	0.489921	0.626	0.028926 – 0.088676	$GDP = -0.0588CPI + 0.0231$	0.004	Отвергается
Ставка рефинансирования	0.05	0.818729	0.417	0.003666 – 0.00742	$GDP = 0.0055R + 0.0224$	0.0014	Отвергается
Норма резервирования	0.05	-0.24474	0.8075	(-0.00137) – (-0.00011)	$GDP = -0.00074NR + 0.0247$	0.001	Отвергается
Денежный агрегат M <sub>0</sub>	0.05	5.49	0	0.264574 – 0.291858	$GDP = 0.278216M0 + 0.016172$	0.371492	Принимается
Денежный агрегат M <sub>1</sub>	0.05	3.856	0.0003	0.358534 – 0.412512	$GDP = 0.386623M1 + 0.011404$	0.225786	Принимается
Денежный агрегат M <sub>2</sub>	0.05	4.026	0.0002	0.318512 – 0.364162	$GDP = 0.341337M2 + 0.010079$	0.241178	Принимается
Денежный агрегат M <sub>2x</sub>	0.05	4.80106	0	0.619882 – 0.693532	$GDP = 0.656707M2X - 0.00516$	0.311278	Принимается
Номинальный валютный курс	0.05	-4.50925	0	(-0.49841) – (-0.44627)	$GDP = -0.47234NER + 0.024431$	0.253112	Принимается
Номинальный валютный курс	0.05	-1.38249	0.172	(-1.077) – (-0.746)	$NX = -0.91175NER + 0.00808$	0.03138	Отвергается

Чистый экспорт	0.05	3.215169	0.0021	1.174399 – 1.373245	$GDP=1.273822NX-0.02138$	0.149	Принимается
Ставка РЕПО	0.05	-0.5683	0.573	(-0.01009) – (-0.00308)	$M_0=-0.006587Repo+0.036029$	0.008	Отвергается
Ставка РЕПО	0.05	0.199829	0.8426	(-0.0012) – 0.005854	$M_1=0.002329Repo+0.046993$	0.000997	Отвергается
Ставка РЕПО	0.05	0.023109	0.9817	(-0.00964) – 0.011237	$M_2=0.000798Repo+0.05805$	0.000013	Отвергается
Ставка РЕПО	0.05	0.5895	0.5588	0.005358 – 0.016648	$M_{2X}=0.011003Repo+0.045458$	0.008613	Отвергается
Норма резервирования	0.05	-2.247077	0.0294	(-0.01226) – (-0.00935)	$M_0=-0.010805NR+0.028252$	0.097011	Принимается
Норма резервирования	0.05	-1.915068	0.0616	(-0.00908) – (-0.0066)	$M_1=-0.007843NR+0.042573$	0.072383	Отвергается
Норма резервирования	0.05	-1.107810	0.2736	(-0.00987) – (-0.00564)	$M_2=-0.007753NR+0.070621$	0.025447	Отвергается
Норма резервирования	0.05	-3.157072	0.0028	(-0.25223) – (-0.20813)	$M_{2X}=-0.23018NR+0.047409$	0.174962	Принимается
Ставка рефинансирования	0.05	-0.241823	0.81	(-0.00519) – (0.00059)	$M_0=-0.002307R+0.028821$	0.001243	Отвергается
Ставка рефинансирования	0.05	-0.51773	0.4559	(-0.00996) – (-0.00424)	$M_1=-0.0071R+0.042471$	0.011882	Отвергается
Ставка рефинансирования	0.05	1.149155	0.2563	0.013231 – 0.022681	$M_2=0.017953R+0.069755$	0.027329	Отвергается

Ставка рефинансирования	0.05	-0.736063	0.4653	(-0.00565) – (-0.00236)	$M_{2X} = -0.004003R + 0.045271$	0.011396	Отвергается
Номинальный валютный курс	0.05	-4.220369	0.0001	(-0.99036) – (-0.85792)	$M_0 = -0.924141NER + 0.024435$	0.27482	Принимается
Номинальный валютный курс	0.05	-5.337265	0	(-0.96157) – (-0.85844)	$M_1 = -0.91NER + 0.038929$	0.3731	Принимается
Номинальный валютный курс	0.05	-5.946546	0	(-1.70065) – (-1.53603)	$M_2 = -1.61834NER + 0.064393$	0.429344	Принимается
Номинальный валютный курс	0.05	2.609528	0.121	0.28862 – 0.91995	$M_{2X} = 0.824406NER + 0.048818$	0.12655	Принимается
Денежный агрегат $M_0$	0.05	2.167322	0.0357	0.089645 – 0.116307	$GDP = 0.103M_0 + 0.0385M_1 + 0.039M_2 - 0.195M_{2X} + 0.023$	0.837033	Принимается
Денежный агрегат $M_1$	0.05	0.851831	0.3989	0.025858 – 0.05118	$GDP = 0.103M_0 + 0.0385M_1 + 0.039M_2 - 0.195M_{2X} + 0.023$	0.837033	Отвергается
Денежный агрегат $M_2$	0.05	1.411248	0.1652	0.031449 – 0.047017	$GDP = 0.103M_0 + 0.0385M_1 + 0.039M_2 - 0.195M_{2X} + 0.023$	0.837033	Отвергается
Денежный агрегат $M_{2X}$	0.05	-2.807298	0.0074	(-0.2143) – (-0.17543)	$GDP = 0.103M_0 + 0.0385M_1 + 0.039M_2 - 0.195M_{2X} + 0.023$	0.837033	Принимается
Денежный агрегат $M_0$	0.05	5.912180	0	0.15017 – 0.165102	$GDP = 0.1576M_0 - 0.2757M_{2X} + 0.0296$	0.827930	Принимается
Денежный агрегат $M_{2X}$	0.05	-5.926001	0	(-0.28881) – (-0.26275)	$GDP = 0.1576M_0 - 0.2757M_{2X} + 0.0296$	0.827930	Принимается
Частные иностранные трансферты	0.05	9.390993	0	0.670392 – 0.711596	$M_0 = 0.69T + 0.0165$	0.652343	Принимается
Частные иностранные трансферты	0.05	-4.403973	0.0001	(-0.2817) – (-0.24808)	$M_{2X} = -0.2649T + 0.0498$	0.292115	Принимается

Денежный агрегат M <sub>0</sub>	0.05	4.714153	0	0.123332 – 0.138908	GDP=0.13M <sub>0</sub> -0.25M <sub>2X</sub> - 0.087NER+0.02988	0.846821	Принимается
Денежный агрегат M <sub>2X</sub>	0.05	-5.431449	0	(-0.2617) – (-0.2361)	GDP=0.13M <sub>0</sub> -0.25M <sub>2X</sub> - 0.087NER+0.02988	0.846821	Принимается
Номинальный валютный курс	0.05	-2.355748	0.0229	(-0.09727) – (-0.766)	GDP=0.13M <sub>0</sub> -0.25M <sub>2X</sub> - 0.087NER+0.02988	0.846821	Принимается
Денежный агрегат M <sub>0</sub> (lag=4, поквартально) (2004-2008гг.)	0.05	2.387591	0.036	0.553736 – 0.880212	CPI=0.71694M <sub>0</sub> (-4)+-0.022437	0.341341	Принимается
Денежный агрегат M <sub>0</sub> (lag=8, поквартально) (2010-2016гг.)	0.05	-2.295138	0.0316	(-0.38804) – (-0.27284)	CPI=-0.33M <sub>0</sub> (-8)+0.043954	0.193183	Принимается
Денежный агрегат M <sub>1</sub> (2004-2008гг.)	0.05	-3.545687	0.0029	(-0.6325) – (-0.46437)	CPI=-0.548455M <sub>1</sub> +0.0877278	0.455968	Принимается
Денежный агрегат M <sub>1</sub> (lag=8, поквартально) (2010-2016гг.)	0.05	-2.518561	0.0196	(-0.3496) – (-0.2216)	CPI=-0.32356M <sub>1</sub> (-8)+0.0496	0.22398	Принимается
Денежный агрегат M <sub>2</sub> (lag=4, поквартально) (2004-2008гг.)	0.05	4.882319	0.0005	0.381747 – 0.477333	CPI=0.429254M <sub>2</sub> (-4)-0.019969	0.684244	Принимается
Денежный агрегат M <sub>2</sub> (lag=6, поквартально) (2010-2016гг.)	0.05	-2.982908	0.0065	(-0.21844) – (-0.1685)	CPI=-0.1935M <sub>2</sub> (-6)+0.051866	0.270467	Принимается
Денежный агрегат M <sub>2X</sub> (2004-2008гг.)	0.05	2.480966	0.0254	0.595136 – 0.87725	CPI=0.736193M <sub>2X</sub> +0.023383	0.290954	Принимается
Денежный агрегат M <sub>2X</sub> (lag=6, поквартально) (2010-2016гг.)	0.05	5.590322	0	0.819022 – 0.939968	CPI=0.879495M <sub>2X</sub> (-6)-0.009566	0.565624	Принимается
Денежные агрегаты M <sub>0</sub> и M <sub>2</sub> (lag=4, поквартально) (2004-2008гг.)	0.05	2.915372	0.141	0.615751 – 0.898003	CPI=0.756877(M <sub>0</sub> +M <sub>1</sub> )(-4)- 0.026757	0.435880	Принимается
Денежные агрегаты M <sub>0</sub> и M <sub>2</sub> (lag=5, поквартально) (2004-2008гг.)	0.05	5.563772	0.0002	0.83538 – 1.016294	CPI=0.925837(M <sub>0</sub> +M <sub>1</sub> )(-5)- 0.036247	0.755833	Принимается

Денежные агрегаты M <sub>0</sub> и M <sub>2</sub> (lag=8, поквартально) (2010-2016гг.)	0.05	-2,981659	0.0069	(-0.46723) – (-0.35668)	CPI=-0.411951(M <sub>0</sub> +M <sub>1</sub> )(- 8)+0.046263	0.287802	Принимается
Инфляция (2004-2016гг., квартально)	0.05	-0.461172	0.6468	(-0.0906)–(- 0.02373)	CPI=-0.06039NER+0.04331	0.004505	Не принять
Инфляция (2004-2008гг., квартально)	0.05	-1.359549	0.1941	(-0.58552) – (-0.28215)	CPI=-0.433835NER+0.023095	0.109706	Не принять
Инфляция (2009-2016гг., квартально)	0.05	-0.652986	0.5187	(-0.20603) – (-0.06319)	CPI=-0.13461 NER +0.048413	0.014014	Не принять