

**РОССИЙСКО-АРМЯНСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ**



**Э.М. Сандоян, М.А. Восканян**

**МОДЕРНИЗАЦИЯ ВАЛЮТНОГО  
РЕГУЛИРОВАНИЯ В АРМЕНИИ В  
КОНТЕКСТЕ ЭКОНОМИЧЕСКИХ  
КРИЗИСОВ 2008-2009ГГ. И 2014-2015ГГ.**

**МОНОГРАФИЯ**

**Ереван 2017**

**РОССИЙСКО-АРМЯНСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ**

**Э.М. САНДОЯН, М.А. ВОСКАНЯН**

**МОДЕРНИЗАЦИЯ ВАЛЮТНОГО  
РЕГУЛИРОВАНИЯ В АРМЕНИИ  
В КОНТЕКСТЕ ЭКОНОМИЧЕСКИХ  
КРИЗИСОВ 2008-2009 гг. и 2014-2015 гг.**

**МОНОГРАФИЯ**

ЕРЕВАН  
ИЗДАТЕЛЬСТВО РАУ  
2017

УДК 336  
ББК 65.26  
С181

*Печатается по решению Ученого и Редакционно-издательского советов  
Российско-Армянского университета  
Опубликовано в рамках финансирования ГКН РА*

**Сандоян Э.М., Восканян М.А.**

- С 181 Модернизация валютного регулирования в Армении в контексте экономических кризисов 2008-2009гг. и 2014-2015гг./ Под редакцией Э.М. Сандояна, М.А. Восканян. – Ер.: Изд-во РАУ, 2017. – 152 с.

Современная мировая экономика отличается высокой волатильностью валютных курсов, оказывающей значительное влияние на реальную экономику, особенно в развивающихся странах. При этом валютная политика стран на локальном уровне находится в неизбежной зависимости от поведения мировых валют, в первую очередь доллара США, и предопределяет как текущее состояние экономики, так и перспективы роста, стимулируя или ограничивая экономическую активность участников рынка, улучшая или ухудшая инвестиционную привлекательность экономики.

Однако, в отличие от развитых стран, достигших высокого уровня развития финансовых институтов и рынков, практикующих режим свободно плавающего валютного курса, в развивающихся странах наличествуют ограничения, мотовирующие монетарные органы применять различные механизмы и подходы к «ручному» регулированию курса национальной валюты. В этом контексте особый интерес представляет опыт валютного регулирования Армении в условиях институциональной несостоятельности, высокой монополизированности экономики, неэффективной налогово-бюджетной политики, слабой развитости небанковских институтов финансового посредничества и др.

В настоящей монографии представлены негативные последствия реализуемой в Армении денежно-кредитной и валютной политики, имеющей целью обеспечение стабильности, а также предложен подход к выбору механизмов валютного регулирования, способный стимулировать экономический рост.

Книга заинтересует научных работников, преподавателей, аспирантов и студентов, изучающих и исследующих вопросы в области финансовой политики государства. Она будет также полезной для практических работников банковской системы и органов исполнительной власти, а также представителей бизнес-сообщества.

УДК336  
ББК 65.26

ISBN 978-9939-67-193-2

©Издательство РАУ, 2017

## ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>ВВЕДЕНИЕ</b>	4
<b>ГЛАВА 1.</b>	
<b>ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ РОЛИ ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ В ДОСТИЖЕНИИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА</b>	7
1.1. Сущность валютного регулирования и эволюция монетарных и валютных режимов	7
1.2. Роль валютного регулирования в формировании долгосрочного экономического роста	24
1.3. Обзор теоретических основ воздействия монетарного регулирования на экономический рост	34
<b>ГЛАВА 2.</b>	
<b>ВАЛЮТНЫЕ КРИЗИСЫ 2008-2009 гг. и 2014-2015 гг. В АРМЕНИИ</b>	48
2.1. Эндогенные факторы валютных кризисов 2008-2009гг. и 2014-2015гг. в Армении	49
2.2. Экзогенные факторы валютных кризисов 2008-2009гг. и 2014-2015гг. в Армении	62
<b>ГЛАВА 3.</b>	
<b>ПОДХОД К ВАЛЮТНОМУ РЕГУЛИРОВАНИЮ В РЕСПУБЛИКЕ АРМЕНИЯ</b>	70
3.1. Факторы денежно-кредитной и валютной политики в экономическом росте	70
3.2. Подход к выбору политики валютного регулирования в Армении	89
3.3. Модернизация политики валютного регулирования в Республике Армения	99
<b>ЗАКЛЮЧЕНИЕ</b>	111
<b>ЛИТЕРАТУРА</b>	114
<b>ПРИЛОЖЕНИЯ</b>	124

## ВВЕДЕНИЕ

Современная мировая экономика отличается высокой волатильностью валютных курсов и котировок ценных бумаг, оказывающей значительное влияние на реальную экономику, особенно в развивающихся странах. При этом объемы мирового валютного рынка продолжают расти, а среднесуточный оборот в апреле 2016 г. составил более 5 трлн. долларов США<sup>1</sup>. В то же время, мировой валютный рынок достаточно сильно концентрирован как по валюте, так и географически. Так, доллар США занимает в среднем около 45% оборота, а более 56% валютнообменных операций происходит в Великобритании (более 36%) и США (более 20%)<sup>2</sup>. Таким образом, валютная политика стран на локальном уровне находится в неизбежной зависимости от поведения мировых валют, в первую очередь, доллара США.

Волатильность обменных курсов национальных валют отражается на экспортно-импортных позициях страны, финансовом состоянии организаций реального и финансового секторов, и наконец, оказывает прямое влияние на инфляцию. Поэтому политика валютного регулирования предопределяет как текущее состояние экономики, так и перспективы роста, стимулируя или ограничивая экономическую активность участников рынка, улучшая или ухудшая инвестиционную привлекательность экономики.

Очевидно, что в условиях ВТО и дальнейшего углубления экономической глобализации национальная валюта становится практически единственным эффективным инструментом защиты внутреннего рынка стран от экзогенных факторов, следовательно конкурентоспособность национальных экономик во многом обусловлена выбором режимов и механизмов валютного регулирования в соответствующей стране. Однако, в отличие от развитых стран, достигших высокого уровня развития финансовых институтов и рынков, практикующих режим свободно плавающего валютного курса, в развивающихся странах наличествуют ограничения, мотивирующие монетарные органы применять различные механизмы и подходы к «ручному» регулированию курса национальной валюты.

В качестве наиболее значимых ограничений при выборе режима и механизмов валютного регулирования в развивающихся странах следует отметить высокую степень концентрации на товарных рынках, высокие финансо-

---

<sup>1</sup> База данных Банка международных расчетов: <http://www.bis.org/publ/rpfx16.htm?m=6%7C35>

<sup>2</sup> База данных Банка международных расчетов: [http://www.bis.org/statistics/d11\\_2.pdf](http://www.bis.org/statistics/d11_2.pdf)

вые риски и инфляционные ожидания, неразвитость финансовой системы, а также значительная долларизация и низкая монетизация экономики и др. В подобных условиях большинство из традиционных инструментов макроэкономической политики государств оказывают недостаточное воздействие на факторы, стимулирующие экономический рост. Требуются новые, более эффективные и, главное, краткосрочные пути решения задачи существенного повышения конкурентоспособности экономики, чему во многом может способствовать корректное валютное регулирование.

В рассматриваемом контексте особый интерес представляет Армения, которой присущи практически все вышеупомянутые ограничения, в том числе институциональная несостоятельность, высокая монополизированность экономики, неэффективное правовое поле, неэффективная налогово-бюджетная политика и др. При этом, учитывая слабую развитость небанковских институтов финансового посредничества в Армении, а значит: отсутствие эффективных механизмов воздействия на экономику посредством денежно-кредитного регулирования, на первый план выходит проблема выбора механизмов валютного регулирования.

Однако политика валютного регулирования в Армении создает множество проблем. Так, в период с 2003 г. по 2009 г. по причине безудержного укрепления курса армянского драма под влиянием роста притока иностранной валюты по линии частных иностранных трансфертов и достижения низкого инфляционного фона произошло значительное снижение паритета покупательной способности (ППС), приведшее к сокращению экспортного потенциала и повышению степени импортозависимости экономики, т.е. Армения столкнулась с классическими проявлениями «голландской болезни» в экономике. В периоды же глобального 2008 - 2009 г.г. и регионального 2014-2016 гг. экономических кризисов в Армении настойчиво и последовательно продолжался путь сохранения экономической стабильности. Следует отметить, что ценовая стабильность была достигнута благодаря реализации жесткой денежно-кредитной политики за весь упомянутый период, приведшей в 2016 г. к дефляции, а также применению с декабря 2014 г. беспрецедентных в мировой практике повышенных резервных требований к инвалютным банковским обязательствам, позволившим Центральному банку Армении «обеспечить» самый стабильный курс национальной валюты с начала 2014 г. по настоящее время по сравнению практически со всеми постсоветскими и восточноевропейскими странами. В итоге, экономика Армении лишилась шансов на расширение экспорта, особенно в связи с входжением в состав ЕАЭС, по причине потери сравнительных ценовых преимуществ национальных производителей на внешних товарных рынках.

Принято считать, что ценовая и курсовая стабильность являются надежными предпосылками для привлечения прямых иностранных инвестиций, однако опыт Армении свидетельствует о недостаточности подобных предположений, т.к. институциональные составляющие имеют значительно более значимое влияние на поведение инвесторов. Именно этим объясняется устойчивое сокращение ПИИ в Армении в период с 2009 г. по настоящее время, когда в условиях стабильности валютного курса и инфляции, наряду с сокращением экспортного потенциала сокращаются и инвестиции в основной капитал. На наш взгляд, Армения столкнулась также с фактором завершения восстановительного экономического роста в 2008 г., когда завершился исторический период использования потенциала «старой» традиционной экономики, а после 2009 г. по настоящее время не удастся достичь уровня ВВП 2008 г. Стагнация, продолжающаяся в экономике Армении вот уже 8 лет, также свидетельствует о необходимости модернизации институтов экономического регулирования и смены макроэкономической политики, особенно валютного регулирования, способного обеспечить наиболее быстрый эффект в стимулировании экономического роста.

## ГЛАВА 1.

# ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ РОЛИ ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ В ДОСТИЖЕНИИ 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. Од-

нако, 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 авторами 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 1950–1990 гг., 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 2016 г., 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 авторами 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 гг., 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.

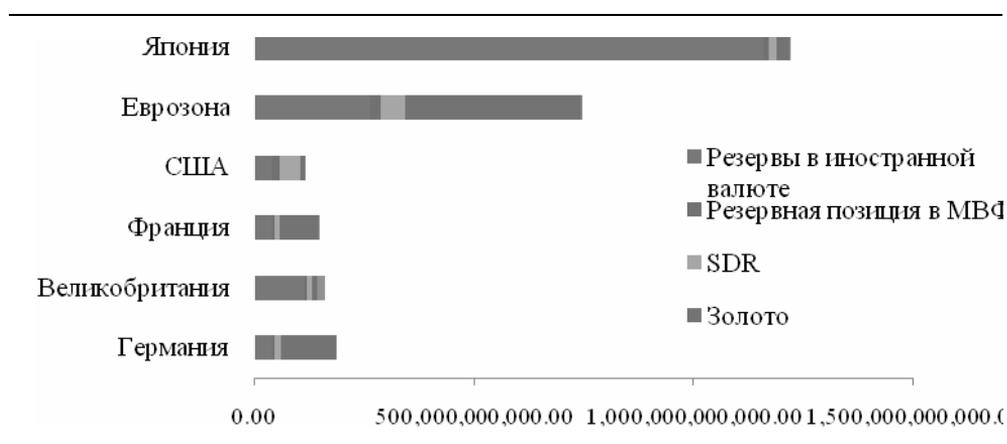


Рис. 1.2. Структура международных резервов Центральные банки некоторых стран, 2016г.

Источник: Составлено авторами 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 определялась 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 вначале 1970-х гг. подготовил почву для более диверсифицированного выбора режимов обменных курсов и способствовал анализу необходимости выбора того или иного режима в эмпирической литературе<sup>3</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>4</sup>, подчеркнула основы, связанные со способностями справиться с шоками спроса и полезности денежно-кредитной политики для управления совокупным спросом. Последующие авторы (например, Поле<sup>5</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>6</sup> и Дрейер (1978)<sup>7</sup>).

Более поздние исследования представили соображения оптимальной макроэкономической стабилизации, добавив полномочия для различных ви-

---

<sup>3</sup> Heller (1978), Holden et al. (1979), Dreyer (1978), Melvin (1985), Savvides (1990), Edwards (1996), Bernhard and Leblang (1999), and Poirson (2001).

<sup>4</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>5</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>6</sup> Heller, H. Robert, 1978, „Determinants of Exchange Rate Practices,“ *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 10 (August): 308-321

<sup>7</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

дов шоков (Мелвин (1985)<sup>8</sup> и Савид (1990, 1993)<sup>9</sup>). Эти авторы считают, что присутствие основных номинальных шоков повышает вероятность привязки валюты, в то время как реальные шоки уменьшают его. Опираясь на работы Барро and Гордонс<sup>10</sup> (1983) относительно эффективности денежно-кредитной политики, научные работы 1980-х гг. 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>11</sup>. Более поздняя литература, наконец, отмечает, что валютные кризисы 1990-х гг. (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>12</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>13</sup> и Бергер<sup>14</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>15</sup> МакКиннон

---

<sup>8</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>9</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 Rate and the Choice of a Standard by LDCs: A Joint Formulation,“ *Journal of Economic Development*, Vol. 18, No. 2 (December): 107-125.

<sup>10</sup> Barro and Gordon. 1983. Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics* 12: 101-121.

<sup>11</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>12</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>13</sup> Edwards, Sebastian, 1996, „The Determinants of the Choice Between Fixed and Flexible Exchange-rate Regimes,“ NBER Working Paper No. 5756.

<sup>14</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>15</sup> Mundell, Robert, 1961, „A Theory of Optimal Currency Areas,“ *American Economic Review* 51 (September): 657-665

(1963)<sup>16</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 экономики<sup>17</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>18</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>19</sup>.

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. 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 графиках, 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.

---

<sup>16</sup> McKinnon, Ronald, 1993, *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy* (Baltimore: Johns Hopkins University Press).

<sup>17</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>18</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>19</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).

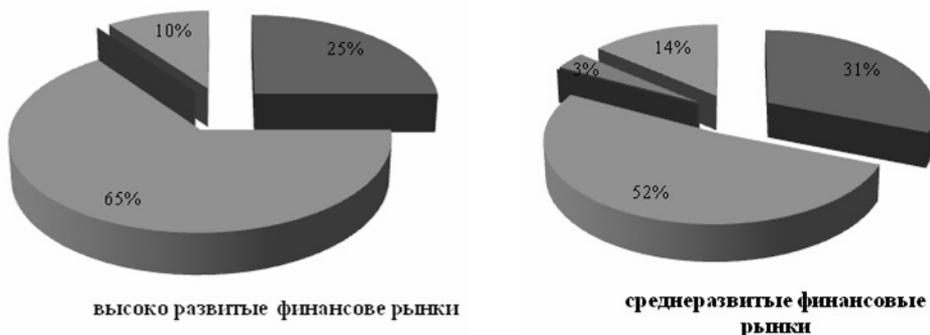


Рис. 1.3.  
**Распределение стран, в зависимости от режима монетарной политики и степени развитости финансовых рынков**

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



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

Хендерсон (1979)<sup>20</sup>, МакКиннон (1981)<sup>21</sup> и Бойер (1978)<sup>22</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>23</sup>. Вместе с Барро и Гордоном (1983)<sup>24</sup> достаточно много авторов ут-

<sup>20</sup> Henderson Dale W., 1979, „Financial Policies in Open Economies,“ *American Economic Review* 69(2): 232--39.

<sup>21</sup> McKinnon, Ronald, 1981, „The Exchange Rate and Macroeconomic Policy: Changing Postwar Perceptions,“ *Journal of Economic Literature* 19(2): 531--537.

<sup>22</sup> Boyer, Robert S., 1978, „Optimal Foreign Exchange Market Intervention,“ *Journal of Political Economy*: 1045-1055.

<sup>23</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.

верждают, 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 Джiovаннини (1989), Мелитц (1988))<sup>25</sup>. Такая точка зрения крайне важна при переходе от командной экономики к рыночной.

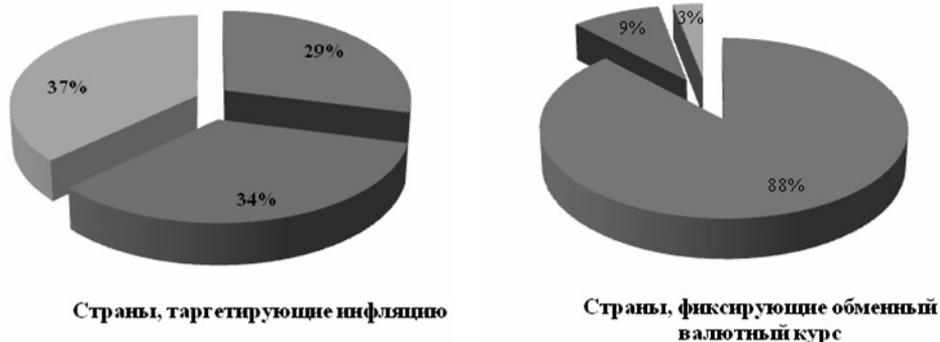


Рис. 1.4.  
**Распределение стран, в зависимости от режима монетарной политики и степени развитости финансовых рынков**

**Источник:** Составлено авторами 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.

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 фи-

<sup>24</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>25</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).

нансового посредничества, преобладает высокая и средняя степень развитости финансовых систем.

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 фиксации курса (см. рис. 1.5).



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

Источник: Составлено авторами 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 гг. постановил, что обменный курс имеет соответствующий номинальный якорь при условии, что налогово-бюджетная политика устойчива (Бегг (1998) и Бруно (1991, 1993))<sup>26</sup>.

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.

Таблица 1.2.

### Зависимость валютных и монетарных режимов

Валютные режимы	Таргетирование Инфляции	Таргетирование Обменного курса	Таргетирование денежного предложения	Не классифицируемые режимы денежно-кредитной политики
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 авторами на основе Классификации МВФ. International Monetary Fund, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction*, 2017. – [www.imf.org](http://www.imf.org)

<sup>26</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).

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**

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

Источник: Составлено авторами 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>27</sup>, Салант и Хендерсон (1978))<sup>28</sup>, или приводят к ожиданиям, которые возникают в контексте множественного равновесия (Обстфелд (1996)).<sup>29</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 это 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>30</sup>.

Волатильность номинального обменного курса означает волатильность реального обменного курса. Мусса<sup>31</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

---

<sup>27</sup> Krugman, Paul, 1979, „A Model of Balance of Payments Crises,“ *Journal of Money, Credit and Banking* 11 (August): 311--25

<sup>28</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

<sup>29</sup> Obstfeld, Maurice, 1996, „Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features,“ *European Economic Review* 40 (April): 1037.

<sup>30</sup> Friedman, Milton (1953) “The Case for Flexible Exchange Rates” in *Essays in Positive Economics* (Chicago, University Press).

<sup>31</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.

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 валютного регулирования, тогда как страны, зависящие во многом от шоков в финансовой системе должны стремиться к фиксации курсов»<sup>32</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>33</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>34</sup>. Иными словами, в любом случае вмешательство в 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>35</sup>.

Наконец, согласно Франкелу (1999)<sup>36</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.

---

<sup>32</sup> Stockman, Alan C. (2000) "Exchange Rate Systems in Perspective" *Cato Journal* 20-1, 115-122.

<sup>33</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>34</sup> Guembel, Alexander and Oren Sussman (2004) "Optimal Exchange Rates" *Journal of the European Economic Association* 2-6, 1242-1274.

<sup>35</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>36</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.

В этой связи, в рамках данного исследования, немаловажным представляется вопрос о классификации режимов. Выше мы уже рассмотрели официальную классификацию МВФ, которая лежит сегодня в основе деятельности Центральных банков мира. Однако практика указывает на существенные разночтения 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>37</sup>. Рейнхар и Рогофф рассматривают изменения рыночного обменного курса<sup>38</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>39</sup>. Все перечисленные методы классифицируют валютные режимы, исходя из номинального валютного курса.

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.

<sup>37</sup> Levy-Yeyati, Eduardo and Federico Sturzenegger (2003) “To Float or to Fix” American Economic Review 93(4), 1173–1193.

<sup>38</sup> Rogoff, Kenneth, Ashoka Mody, N.Oomes, R. Brooks, and Aasim 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>39</sup> Shambaugh, Jay (2004) “The Effect of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy” Quarterly Journal of Economics 119-1, 301–352.

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 теневого рынка, формирующего 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.

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>40</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

---

<sup>40</sup> Shambaugh, Jay (2004) "The Effect of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy" Quarterly Journal of Economics 119-1, 301-352.

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 незначительный 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.

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. Трудно не 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. 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 наш взгляд, 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 эффек-

тивным 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>41</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

---

<sup>41</sup> R. McKinnon, G.Schnabl. The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin Review of Development Economics, 8(3), 331–360, 2004.

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 недальновидная политика банков по использованию краткосрочных средств в целях долгосрочного инвестирования.

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>42</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>43</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>44</sup>, А. Гош<sup>45</sup>, М. Коллинс<sup>46</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.

---

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

<sup>43</sup> Goldstein, M. *Managed Floating Plus*. Washington DC: Institute for International Economics, Policy Analyses in International Economics. 2002

<sup>44</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>45</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>46</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.

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 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>47</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>48</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>49</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>50</sup>.

Поскольку в основе экономического развития страны находятся инвестиции, ряд работ посвящен именно исследованию влияния валютной поли-

---

<sup>47</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>48</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>49</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>50</sup> Bailliu, J., Lafrance, R. and Perrault, J.F. Does Exchange Rate Policy Matter for Growth? International Finance, 6(3), 2003. p.381-414.

тики на объем инвестиций. Одной из основных целей является выявление того режима валютного регулирования, который в наибольшей степени способствует притоку инвестиций в экономику.

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>51</sup>.

Кроме выше рассмотренных, 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, несущественно, поскольку снижение объемов чистого экспорта компенсируется ростом внутреннего спроса<sup>52</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>53</sup>.

Влияние изменений реального курса национальной валюты на экономическое развитие исследовали также Д. Маклеод и Э. Милева. На основе

---

<sup>51</sup> Bohm, H. and Funke, M. Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter for Investment? CESifo Working Paper, 578, 2001. pp. 1-25.

<sup>52</sup> Kappler, M., H. Reisen, M. Schularick, and E. Turkish, E., "The Macroeconomic Effects of Large Exchange Rate Appreciations", *Open Economies Review*. 2012.

<sup>53</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.

проведенного анализа авторы, в частности, отмечают, что снижение реального курса национальной валюты на 10% 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>54</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>55</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>56</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 политики 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>57</sup>.

В контексте вышеприведенного исследования Д. Родрик, М. Раппети и П. Скотт приводят свои выводы относительно результатов обесценивания ва-

---

<sup>54</sup> Mcleod D., Mileva E. Real Exchange Rates and Productivity Growth // Fordham University Department of Economics Discussion Paper No: 2011-04.

<sup>55</sup> Там же.

<sup>56</sup> Rodrik D. The Real Exchange Rate and Economic Growth: Theory and Evidence. 2007. 37 pp.

<sup>57</sup> Там же.

люты. Соглашаясь с тем, 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>58</sup>.

В другой работе (А. Моралес, С. Сосвилля) проведено исследование роли политики валютного регулирования в так называемой конвергенции<sup>59</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>60</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 регули-

---

<sup>58</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>59</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>60</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.

рования и отрицательное влияние режима плавающего валютного курса на рост реального валового выпуска в странах с уровнем 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>61</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>62</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 гг., 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>63</sup>.

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

---

<sup>61</sup> Там же.

<sup>62</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>63</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)

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

Схожую точку зрения относительно роли валютного курса в экономическом развитии высказывает 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>64</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>65</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 национальной валюты РФ при неизменном реальном ВВП способствует снижению спроса населения страны на товары отечественного производства<sup>66</sup>.

---

<sup>64</sup> Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России. 1998–2002. М., 2003.

<sup>65</sup> Картаев Ф.С. Моделирование влияния валютного курса рубля на динамику ВВП. // Автореферат диссертации на соискание ученой степени к.э.н. М. 2009, с. 3

<sup>66</sup> Дынникова О.В. Макроэкономические перспективы укрепления рубля и валютная политика. Научный доклад. М. 2000, 34 с.

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>67</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.

Наибольшего внимания заслуживает точка зрения профессора Г. Багратяна<sup>68</sup> относительно роли валютного регулирования в экономике Армении, представляющая собой уникальный подход, отличающийся от всех других, встречающихся в профессиональной литературе. Учитывая большие потоки частных иностранных денежных трансфертов в Армении, немаловажным представляется вопрос стерилизации «незаработанного» экономикой притока иностранной валюты. Как известно, на протяжении всего периода становления независимой армянской экономики приток такой неконтролируемой массы во многом способствовал укреплению обменного курса драма. При этом приток частных иностранных трансфертов приводил к существенному росту потребительского спроса населения, 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 Г. Багратян 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 до-

---

67 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.

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

ходов. Таким образом, инфляционный фон, как минимум, не снизит реальные доходы населения, а в долгосрочной перспективе будет нивелирован экономическим ростом и общей макроэкономической стабилизацией. В этой связи интересен опыт Норвегии, использующей Государственный нефтяной стабилизационный фонд в качестве инструмента абсорбции притока иностранной валюты от экспорта нефти.<sup>69</sup>

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. 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>70</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>71</sup>.

---

<sup>69</sup> Данилина М.В. Функционирование государственного нефтяного стабилизационного фонда (Опыт Норвегии).- Журнал Проблемы прогнозирования, 2004, N4.- с. 59-69

<sup>70</sup> М. А. Восканян Денежно-кредитная политика ЦБ РА: 20 лет реформ // Электронный ресурс: <http://regconf.hse.ru/uploads/9dbc422e84acbab516a3b0d4e403871571176c64.pdf> и Ա.Թևիկյան Դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության մեխանիզմները տնտեսության և գործարար միջավայրի վրա // «21-րդ ԴԱԸ», 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 – Арменика», Ереван, 2007

<sup>71</sup> Айвазян С.А., Бродский Б.Е., Сандоян Э.М., Восканян М.А., Манукян Д.Э. Макроэконометрическое моделирование экономик России и Армении. // Прикладная Эконометрика № 30 (2) 2013

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>72</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 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 рассмотрение степени 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>73</sup>. Здесь автор имел в виду периодически появляющееся несоответствие между объемом денежной массы, необходимой для стабильного развития экономики, и его реальной величиной.

---

<sup>72</sup> 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

<sup>73</sup> Friedman M. "The Role of Monetary Policy" // The American Economic Review, Vol. 58, No. 1, 1968, pp.12.

И именно поддержание данного равновесного уровня, согласно ученому, должно 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>74</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 варьировалась в зависимости от циклов, что говорит о непредсказуемости последствий применения инструментов денежно-кредитной политики. Таким образом, Фридман утверждал, что монетарная политика является неэффективной с точки зрения антициклического регулирования, поскольку в условиях неопределенности возможна еще большая дестабилизация экономики<sup>75</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.

---

<sup>74</sup>Там же, pp.12-13.

<sup>75</sup> Friedman M. "The Lag in Effect of Monetary Policy" // Journal of Political Economy, Vol. 69, No.5, 1961, pp. 457-460.

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>76</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. Анниччарико 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 рабочую силу<sup>77</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>78</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>79</sup>. С

---

<sup>76</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.

<sup>77</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>78</sup> Картаев Ф.С. Издержки меню, монетарная политика и долгосрочный экономический рост// Научные исследования экономического факультета. Электронный журнал. 2012. № 2, с. 39

<sup>79</sup> Там же, с. 46.

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 г. 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 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>80</sup>.



Рис. 1.6. Страны, таргетирующие инфляцию в зависимости от степени развитости.

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

<sup>80</sup>Svensson L. Inflation Targeting // National bureau of economic research, Working Paper 16654. 2010. pp. 11-12.

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. 1.6, 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 рассчитано 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. 1.7 и 1.8) 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 в столь очевидных выводах. Прежде всего, рост ВВП на душу населения в большинстве случаев обусловлен вообще ростом экономики, который, в принципе, обусловлен эволюцией развитых экономик.

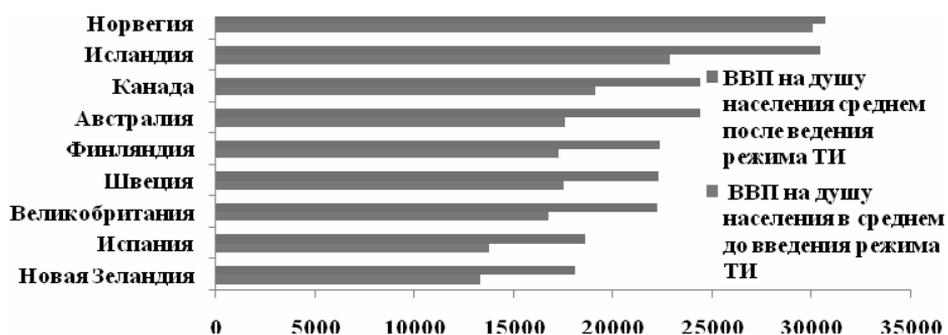


Рис. 1.7. ВВП на душу населения в развитых странах до и после внедрения таргетирования инфляции.

Источник: составлено авторами 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. 1.8).

Среди современных экономистов, которые занимаются исследованием роли денежно-кредитной политики в экономическом развитии, можно выде-

лить также П. Харкера. В частности, в одной из своих работ<sup>81</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>82</sup>.

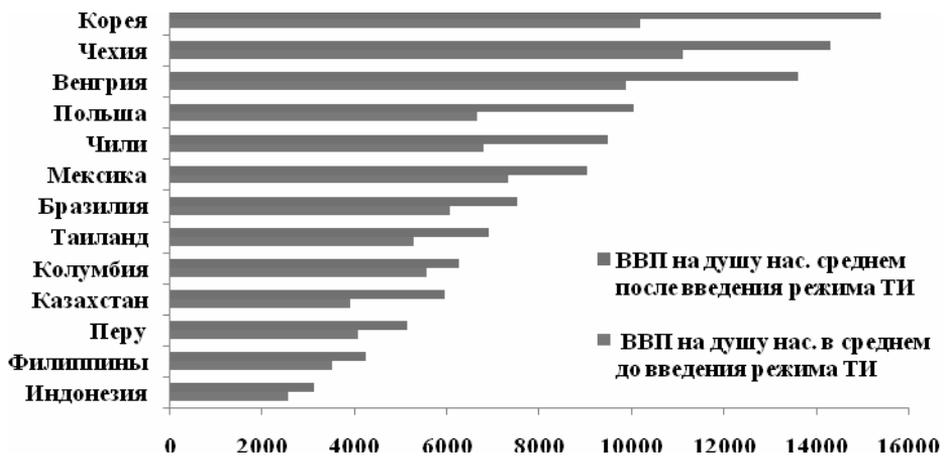


Рис.1.8. ВВП на душу населения в развивающихся странах до и после внедрения таргетирования инфляции.

Источник: составлено авторами 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)

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, ко-

<sup>81</sup> P. T. Harker *Growth and the Role of Economic Policies* // Money Marketeers of New York University, Inc., New York, 2016

<sup>82</sup> Тамже, pp. 5-6

торая 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>83</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 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>84</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>85</sup>. Одной из причин этого 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

---

<sup>83</sup> Plosser C.I. 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.

<sup>84</sup> Humpage O.F., "Monetary policy and real economic growth," Economic Commentary, Federal Reserve Bank of Cleveland, 1996. p. 2.

<sup>85</sup> Там же, pp. 2-3.

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>86</sup>.

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

$$PY = MV$$

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>87</sup>.

---

<sup>86</sup> Jevons, W.S. (1875), *Money and the Mechanism of Exchange*, London: Appleton. p. 3.

<sup>87</sup> Woodford, M. *Interest and Prices*, Princeton: Princeton University Press. 2003.

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>88</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 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>89</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.

---

<sup>88</sup> Там же

<sup>89</sup> Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. М.: Прогресс, 1978.

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>90</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. 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>91</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>92</sup>.

---

<sup>90</sup> Моисеев С.Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики // Финансы и кредит. 2002. №18, с. 38.

<sup>91</sup> Mishkin, Frederic S. The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy // NBER Working papers, N 5464, 1996, pp. 2-4.

<sup>92</sup> Bernanke B.S., Gertler M. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission // Journal of economic perspectives, vol. 9, № 4, 1995, pp. 27-28.

В итоге, 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>93</sup>. В данном случае рассматривается влияние монетарной политики в 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 имеющих 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>94</sup>.

Действие «балансового» канала наблюдается также через влияние монетарной политики на решения домохозяйств. Так, денежно-кредитная политика, в результате которой домохозяйства ожидают ухудшения своего финан-

---

<sup>93</sup> Там же, р. 29.

<sup>94</sup> Mishkin, Frederic S. The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy // NBER Working papers, № 5464, 1996, pp. 10-13.

сового 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>95</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 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>96</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>97</sup>.

Это подтверждают также результаты другого исследования (Э. Сандоян, Э. Карапетян), согласно которым существует достаточно прочная связь

---

<sup>95</sup> Там же, pp. 13-15.

<sup>96</sup> John B. Taylor The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework Journal of Economic Perspectives-Volume 9, Number 4, 1995, pp. 15-17.

<sup>97</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

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>98</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 политики считают развитие финансовых институтов, которые будут формировать спрос и предложение на финансовые продукты, в частности, на открытом рынке<sup>99</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>100</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-кре-

---

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

<sup>99</sup> Сандоян Э.М. и Восканян М.А. 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>100</sup> Թավադյան Ա. Դրամավարկային քաղաքականությունը տնտեսական անվտանգության տեսանկյունից «21-րդ ԴԱԸ», թիվ 6 (64), 2015թ. էջ. 80-88

дитной 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>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> Մկրտչյան Շ., Քամայան Հ. ՀՀ դրամավարկայի նրադաքականությունը գնաճի նպատակադրման ռազմավարության պայմաններում. Քանակական գնահատում կառուցվածքային ավտորեգրեսիոն մոդելի միջոցով // «Ֆինանսներ և էկոնոմիկա», №1 (127) / հունվար 2011 թ., էջ 64-66

## ГЛАВА 2.

### ВАЛЮТНЫЕ КРИЗИСЫ 2008–2009 гг. И 2014–2015 гг. В АРМЕНИИ

За последнее десятилетие Армения пережила два значительных валютных кризиса. 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. 2.1).

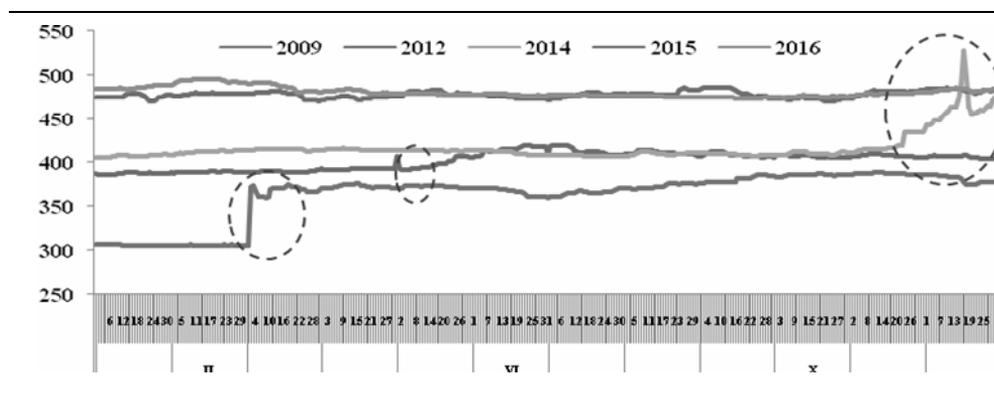


Рис. 2.1. Ежедневная динамика обменного курса драма по отношению к доллару, 2009г., 2012г., 2014-2016гг.\*.

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

\*На рисунке выделены 1,3,7,9,13,15,20, 26 дни

Второй кризис наблюдался в конце 2014г., опять же обусловленный кризисными явлениями на валютном рынке России.

Рассматривая два отмеченных кризиса можно отметить что, если в 2009г. скачек обменного курса драма по отношению к доллару произошел в течение одного дня, и в дальнейшем в этот период высокая волатильность на рынке уже не наблюдалась, то в случае 2014г. нестабильность на валютном рынке продолжалась на протяжении двух месяцев, что привело к негативным ожиданиям и панике со стороны спроса, и затем к значительным объемам спекулятивных операций со стороны предложения.

Добавим к этому, что в 2012г. также наблюдался некоторый скачок курса. Однако своевременные действия Центрального банка не позволили деста-

билизовать ситуацию на валютном рынке, что оставило скачок обменного курса драма по отношению к доллару примерно на 10% без внимания со стороны реального сектора.

Учитывая, что теория и мировая практика выделяют как экзогенные, так и эндогенные причины возникновения валютных кризисов в странах, в рамках данного исследования нами были оценены ключевые факторы, повлекшие за собой два значительных валютных кризиса в экономике Армении.

## 2.1. Эндогенные факторы валютных кризисов 2008-2009гг. и 2014-2015гг. в Армении

Говоря о причинах возникновения валютных кризисов в первую очередь необходимо выделить факторы, связанные с внутренней структурой и макроэкономической политикой в стране.

### ✓ *Жесткое валютное регулирование*

Первостепенным фактором, который, как правило, может стать причиной серьезных потрясений на валютном рынке является жесткое валютное регулирование. Известно, что нерыночный характер воздействия на спрос и предложение на валюту на рынке, в большинстве своем ведет к большим рискам появления нестабильности.

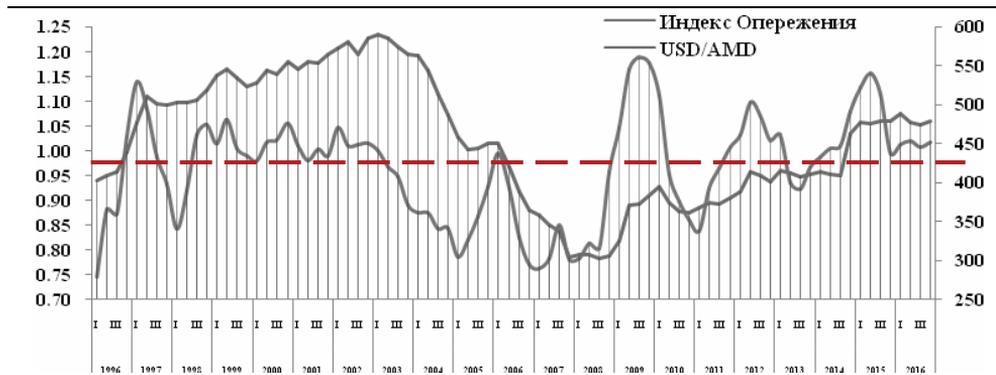


Рис. 2.2. Индекс опережения валютного курса в Армении и обменный курс USD/AMD, 1996-2016гг., ежеквартально\*.

Источник: Рассчитано авторами 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, одновременно, что ЦБ относительно не вмешивается в установление валютного курса. В обратном случае, когда индекс опережения меньше 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.

Многие наши исследования неоднократно доказывали активное вмешательство на валютный рынок со стороны Центрального банка РА. Последовательные расчеты Индекса опережения за последние восемь лет указывают на перманентное вмешательство на валютный рынок со стороны «денежных властей» (см. рис. 2.2).

Наиболее яркое вмешательство наблюдалось в период с 2003 по 2008гг., когда обменный курс драма к доллару США характеризовался значительным укреплением. Следующий значительный скачок Индекса опережения, указывающий на активность Центрального банка на валютном рынке, наблюдался на протяжении всего 2009г., затем в 2012г. и, наконец, в 2014г., что доказывает наличие элементов жесткого валютного регулирования, которые в двух случаях из трех привели к резким и значительным скачкам обменного курса драма на рынке.

Наряду с этим, в рамках данного исследования нами был проведен регрессионный анализ с использованием Dummy-переменной. В данном случае, если индекс превышает 1, то dummy-переменная принимает значение 0, в противном случае последняя принимает значение 1. По результатам проведенной регрессии ( $NER = -0.034858INDEX + 0.020965$ ,  $R^2 = 0.317$ ), стало ясно, что индекс опережения является значимой переменной для валютного курса драма ( $p\text{-value} = 0$ ), и между ними наблюдается отрицательная зависимость (см. таблица 1). Низкий коэффициент детерминации при этом говорит о том, что в регрессионном анализе были учтены не все значимые переменные. Однако, на данном этапе, целью исследования стало определить перечень значимых переменных, и лишь на последующих этапах исследования выявить зависимость валютного курса от значимых переменных.

Таблица 2.1.

### Результаты регрессионного анализа зависимости Индекса опережения и обменного курса драма по отношению к доллару США

Dependent Variable: NER				
Method: Least Squares				
Date: 04/29/17 Time: 16:17				
Sample: 1996Q2 2016Q4				
Included observations: 83				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INDEX	-0.034858	0.005679	-6.138338	0.0000
C	0.020965	0.004181	5.013879	0.0000
R-squared	0.317488	Mean dependent var		0.002066
Adjusted R-squared	0.309062	S.D. dependent var		0.031010
S.E. of regression	0.025776	Akaike info criterion		-4.454948
Sum squared resid	0.053816	Schwarz criterion		-4.396663
Log likelihood	186.8804	Hannan-Quinn criter.		-4.431533
F-statistic	37.67919	Durbin-Watson stat		0.812860
Prob(F-statistic)	0.000000			

Источник: составлено авторами.

О значительной активности Центрального банка РА на валютном рынке говорят также валютные интервенции за последние десять лет. Так в период укрепления драма наблюдается активность по линии купли иностранной валюты на рынке, а в периоды кризиса – наоборот, продажи. Интересно также, что последние полтора года со стороны Центрального банка не производятся никакие действия на валютном рынке, о чем свидетельствует также и рассчитанный нами Индекс опережения. Дело в том, что ЦБ РА, начиная с декабря 2014 г. по настоящее время, применяет беспрецедентные в мировой практике повышенные резервные требования к инвалютным банковским обязательствам.

В условиях кризиса 2014-2016 гг. с целью недопущения значительного обесценения курса национальной валюты из-за риска удорожания внешнего долга, инфляционных ожиданий и отсутствия средств для расширения социальных программ (пенсии, семейные пособия и др.) и индексации зарплат бюджетников, ЦБ РА приняло решение любой ценой сохранить стабильность курса драма. С этой целью были потеряны значительные средства из международных резервов на валютные интервенции, а с декабря 2014 г. введены беспрецедентные нормативы обязательного резервирования валютных банковских обязательств (24%, 20%, 18%). 17 декабря 2014 г. ЦБ РА повысил нормативную ставку обязательного резервирования банковских обязательств в иностранной валюте с 12% до 24% с условием размещения резервов в ЦБ исключительно в драмах (ранее 6% требовалось резервировать в драмах, остальные 6% – в валюте депозита)<sup>102</sup>, что явилось причиной резкого укрепления драма буквально со следующего дня. Так, 18 декабря, курс доллара упал на 30,2 пункта и зафиксировался на отметке 497 AMD за 1 USD. По драмовым депозитам норма резервирования сохранилась на уровне 2%. Позже, 23 декабря 2014 г., ЦБ РА пересмотрел норму резервирования и опустил ставку с 24% до 20%, что действовало вплоть до октября 2016 г., когда норму опустили до 18%, действующих по сей день. Таким образом, банковской системе предъявлено требование резервировать в драмах дополнительно средств порядка 5% к ВВП страны, из коих около 3,5% к ВВП составило дополнительное требование драмового резервирования по сравнению с действующим до декабря 2014 г. нормативом<sup>103</sup>. В результате применения подобного нестандартного подхода к обеспечению стабильности курса с помощью механизма резервных требований возникла искусственная дополнительная потребность в национальной валюте. Очевидно, что применяемая политика поддержания стабильности обменного курса создает глубокие и сложно преодолимые проблемы.

---

<sup>102</sup> Официальный сайт Центрального Банка РА: <https://www.cba.am/am/SitePages/regbanks.aspx>

<sup>103</sup> База данных Центрального Банка РА:

<https://www.cba.am/am/SitePages/statmonetaryfinancial.aspx>

Вместе с тем, структура сделок на Фондовой бирже РА, без учета кредитных ресурсов, также доказывает доминирующее положение Центрального банка РА в формировании спроса и предложения на валютном рынке (см. рис. 2.4).

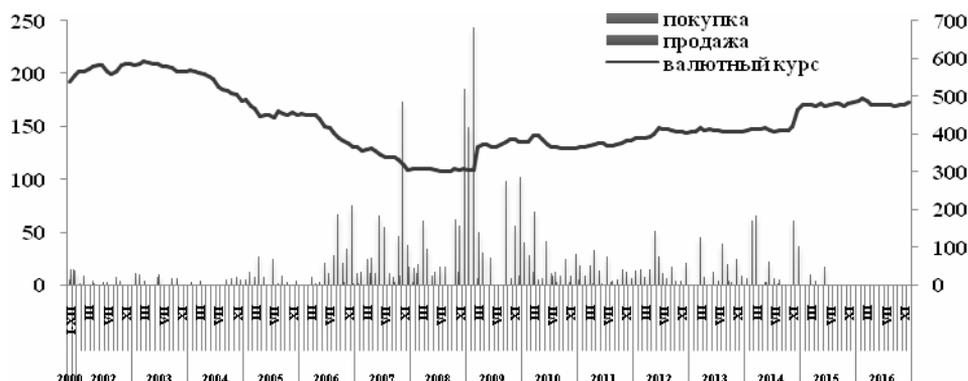


Рис. 2.3. Валютные интервенции ЦБ РА, 2000-2016гг., в тыс.долл.США

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

\* На рисунке выделены I, II, III, IV, VIII и месяцы.

Вышепредставленные аргументы подтверждаются сокращением валютного рынка Армении вдвое в 2015г. и фактически отсутствием торгов валютой в 2016г., что совпадает с динамикой валютных интервенций в 2015 и 2016гг. со стороны «денежных властей».

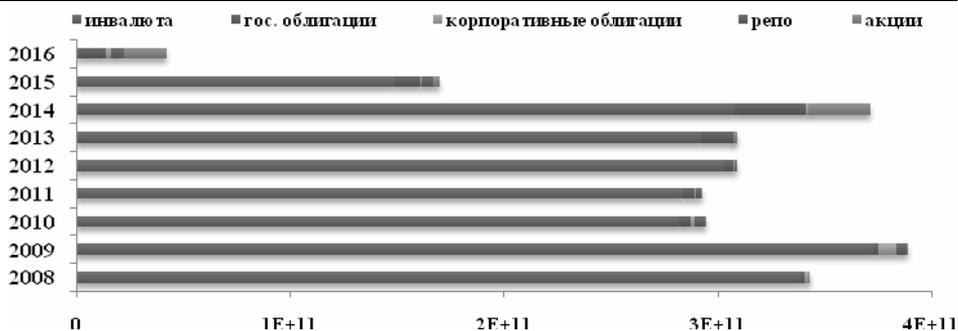


Рис. 2.4. Структура сделок на фондовой бирже РА (без кредитных ресурсов), млн. драм., 2008-2016гг.

Источник: База данных Армянской Фондовой Биржи Nasdaq OMX - <https://nasdaqomx.am/>

Таким образом, перманентное сдерживание обменного курса драма по отношению к доллару стало одной из ключевых причин резких колебаний на валютном рынке в Армении.

✓ **Несоответствие реального и фактического обменного курса драма**

Согласно классической монетарной теории, обесценение национальной валюты должно сопровождаться снижением покупательной способности, и наоборот, укрепление должно вести к увеличению ППС национальной денежной единицы.



Рис. 2.5. 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. 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. 2.5).

**Результаты регрессионного анализа зависимости Паритета  
Покупательной Способности и обменного курса драма  
по отношению к доллару США**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PPP	-2.618416	0.862417	-3.036136	0.0075
C	890.5127	144.1910	6.175922	0.0000
R-squared	0.351593	Mean dependent var	455.4421	
Adjusted R-squared	0.313452	S.D. dependent var	84.31747	
S.E. of regression	69.86394	Akaike info criterion	11.43028	
Sum squared resid	82976.48	Schwarz criterion	11.52969	
Log likelihood	-106.5876	Hannan-Quinn criter.	11.44710	
F-statistic	9.218120	Durbin-Watson stat	0.387521	
Prob(F-statistic)	0.007457			

Источник: составлено авторами

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.

Вместе с тем, результаты регрессионного анализа указывают на то, что валютный курс отрицательно зависит от паритета покупательной способности ( $AMD = -2.618416PPP + 890.512$ ,  $R^2 = 0.35$ ) (см. таблица 2.2).

✓ **Высокий уровень долларизации, недоверие к драму**

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>104</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 сбережения в иностранной валюте, о чем говорит динамика долларизации срочных депозитов в банковской системе.

<sup>104</sup> Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

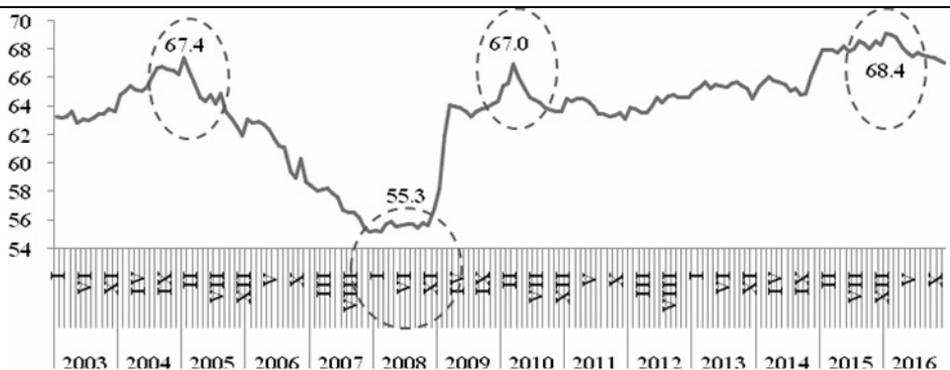


Рис. 2.6. Долларизация денежной массы РА, 2003-2016гг., ежемесячно, %\*.

Источник: Рассчитано авторами 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. 2.6).

Однако наступивший мировой финансовый кризис и фактическое 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>105</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.

<sup>105</sup> См., например: Головин М.Ю. Долларизация в переходных экономиках России и стран Центральной и Восточной Европы ... М.: Вершина, 2003. - 251с.

**Результаты регрессионного анализа зависимости  
долларизации денежной массы и обменного курса драма  
по отношению к доллару США**

Dependent Variable: AMD Method: Least Squares Date: 04/06/17 Time: 22:40 Sample (adjusted): 2003M02 2016M12 Included observations: 167 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D01	0.014123	0.002231	6.330420	0.0000
C	-0.001433	0.001369	-1.046293	0.2970
R-squared	0.195413	Mean dependent var		-0.001115
Adjusted R-squared	0.190537	S.D. dependent var		0.019653
S.E. of regression	0.017682	Akaike info criterion		-5.220681
Sum squared resid	0.051585	Schwarz criterion		-5.183340
Log likelihood	437.9269	Hannan-Quinn criter.		-5.205525
F-statistic	40.07422	Durbin-Watson stat		1.864077
Prob(F-statistic)	0.000000			

Источник: составлено авторами

Однако наши исследования доказывают, что уровень долларизации и индекс потребительских цен не коррелируют<sup>106</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%, что за последние 10 лет представляет собой наивысшей показатель, а уровень долларизации, наоборот, упал в среднем с 70% до 30%.

Как показывают результаты регрессионного анализа, долларизация денежной массы является значимой переменной для обменного курса драма ( $AMD=0.014123D01-0.001433$ ,  $R^2=0.19$ ), а связь между ними положительная (см. таблицу 2.3).

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.

<sup>106</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.

Среди факторов, имеющих существенное влияние на уровень долларизации, необходимо отметить валютный курс, который в условиях Армении является одним из приоритетов, 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.



Рис. 2.7. Долларизация банковской системы РА, 2000-2016гг., ежемесячно, %\*.

Источник: Рассчитано авторами с использованием базы данных Центрального Банка РА <http://www.cba.am/>

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

Процесс обесценения национальной валюты способствовал увеличению ожиданий на будущие периоды. С 1998 по 2003 гг., драм обесценивался более медленными темпами, но долларизация инерционно увеличивалась, достигнув 80% от общих банковских вкладов. Укрепление драма с 2003г. еще год сопровождалось увеличением уровня долларизации как денежной массы в целом, так и банковской системы, в частности. Однако стабильное укрепление драма, последующие четыре года привели к снижению уровня долларизации до 35% на начало 2008г. Затем валютный кризис повлек за собой резкий переток сбережений населения в иностранную валюту, что увеличило уровень долларизации до 75-80%, чем, в свою очередь, закрепилось недоверие со стороны реального сектора по отношению к Центральному банку и национальной денежной единице.

Последнее, в свою очередь, сопровождается перманентными негативными ожиданиями со стороны населения по отношению к волатильности об-

менного курса драма и способствует усилению кризисных явлений на валютном рынке в моменты резких колебаний обменного курса.

Таблица 2.4.

### Результаты регрессионного анализа зависимости долларизации банковской системы и обменного курса драма по отношению к доллару США

а) Долларизация срочных депозитов юридических лиц					б) Долларизация срочных депозитов физических лиц				
Dependent Variable: AMD Method: Least Squares Date: 04/06/17 Time: 22:44 Sample (adjusted): 2003M02 2016M12 Included observations: 167 after adjustments					Dependent Variable: AMD Method: Least Squares Date: 04/06/17 Time: 22:45 Sample (adjusted): 2003M02 2016M12 Included observations: 167 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D01	0.000939	0.000267	3.517769	0.0006	D01	0.005430	0.000785	6.919280	0.0000
C	-0.001032	0.001471	-0.701531	0.4840	C	-0.000520	0.001346	-0.386321	0.6998
R-squared	0.069766	Mean dependent var	-0.001115		R-squared	0.224902	Mean dependent var	-0.001115	
Adjusted R-squared	0.064128	S.D. dependent var	0.019653		Adjusted R-squared	0.220205	S.D. dependent var	0.019653	
S.E. of regression	0.019012	Akaike info criterion	-5.07574		S.E. of regression	0.017365	Akaike info criterion	-5.258021	
Sum squared resid	0.059641	Schwarz criterion	-5.038232		Sum squared resid	0.049695	Schwarz criterion	-5.220680	
Log likelihood	425.8104	Hannan-Quinn criter.	-5.060418		Log likelihood	441.0448	Hannan-Quinn criter.	-5.242865	
F-statistic	12.37470	Durbin-Watson stat	1.642155		F-statistic	47.87644	Durbin-Watson stat	1.992292	
Prob(F-statistic)	0.000562				Prob(F-statistic)	0.000000			
в) Долларизация общих депозитов									
Dependent Variable: AMD Method: Least Squares Date: 04/06/17 Time: 22:46 Sample (adjusted): 2003M02 2016M12 Included observations: 167 after adjustments									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
D01	0.001866	0.000816	2.286247	0.0235					
C	-0.001004	0.001503	-0.668393	0.5048					
R-squared	0.030706	Mean dependent var	-0.001115						
Adjusted R-squared	0.024931	S.D. dependent var	0.019653						
S.E. of regression	0.019407	Akaike info criterion	-5.034442						
Sum squared resid	0.062145	Schwarz criterion	-4.997100						
Log likelihood	422.3759	Hannan-Quinn criter.	-5.019286						
F-statistic	5.226924	Durbin-Watson stat	1.562302						
Prob(F-statistic)	0.023511								

Источник: составлено авторами

Несмотря на то, что долларизация срочных депозитов юридических лиц является значимой переменной, связь между этой переменной и обменным курсом национальной валюты достаточно слабая, о чем говорит как слишком маленький коэффициент детерминации, так и невысокий коэффициент переменной ( $AMD=0.000939D01-0.001032C$ ,  $R^2=0.06$ ) (см. таблицу 2.4-а).

Долларизация срочных депозитов физических лиц, как мы видим из полученных результатов, является значимой переменной для обменного курса драма ( $AMD=0.00543D01-0.00052C$ ,  $R^2=0.22$ ), а связь между ними наблюдается положительная (см. таблицу 2.4-б).

Наконец, из результатов исследования стало ясно, что общие депозиты являются значимой переменной, и вместе с тем, связь между этой переменной и валютным курсом слабая, о чем говорит слишком маленький коэффициент детерминации ( $AMD=0.001866D01-0.001004C$ ,  $R^2=0.03$ ) (см. таблицу 2.4-в).

### ✓ *Спекулятивные операции банков*

Безусловно, спекулятивные операции со стороны банковского сектора в периоды высокой волатильности на валютном рынке Армении стали также причиной продолжительного периода валютных кризисов, особенно в случае 2014г. Рисунок 2.8 отражает спрэд между минимальными и максимальными значениями обменного курса, формируемого банковской системой. Как мы можем видеть в периоды резких скачков курса наблюдается значительное увеличение спреда, причем в случае 2014г. такая тенденция носит более длительный характер.

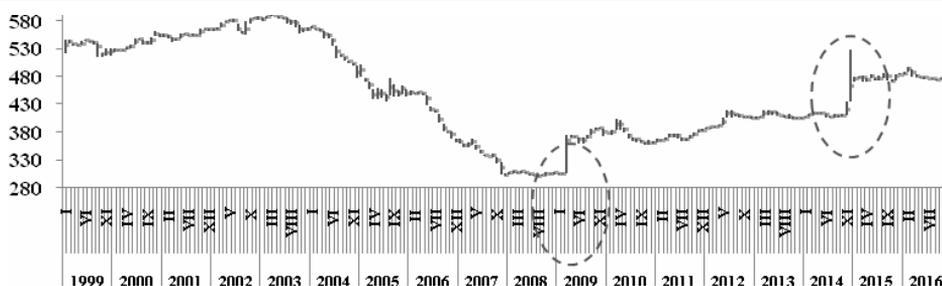


Рис. 2.8. **Динамика минимальных, максимальных и средних значений обменного курса USD/AMD на валютном рынке, 1999-2016гг., ежемесячно\*.**

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

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

Такая картина говорит о спекулятивном характере формирования обменного курса драма в данные периоды. Таким образом, банковская система усугубила ситуацию на валютном рынке в период кризиса, подстегивая негативные ожидания относительно обесценения драма, что, в свою очередь, повлекло за собой панику и более долгие сроки протекания валютного кризиса на рынке.

### ✓ *Слабо развитая финансовая система*

Не секрет, что финансовая система Армении не сильно развита. Безусловно, это является значительным фактором, сдерживающим темпы экономического роста, углубления бедности и многие другие негативные факторы. С точки зрения последствий для валютного рынка, следует отметить, что односторонность развития институтов финансового посредничества могут способствовать усилению спекулятивных операций на валютном рынке, особенно в периоды валютных кризисов.

Как мы можем видеть на рисунке 9, на сегодняшний день доминирующая часть кредитных ресурсов в экономике предоставляется со стороны бан-

ковского сектора. Причем интересно, что в 2005г. наблюдалась схожая тенденция, тогда как в 2010г. (сразу после валютного кризиса) участие банковского сектора в кредитовании экономики сводилось к трети от общих объемов совокупных кредитов, предоставляемых реальному сектору. Иными словами, в период высоких темпов экономического роста до 2008г. финансовая система Армении характеризовалась также развитием небанковских институтов финансового посредничества.

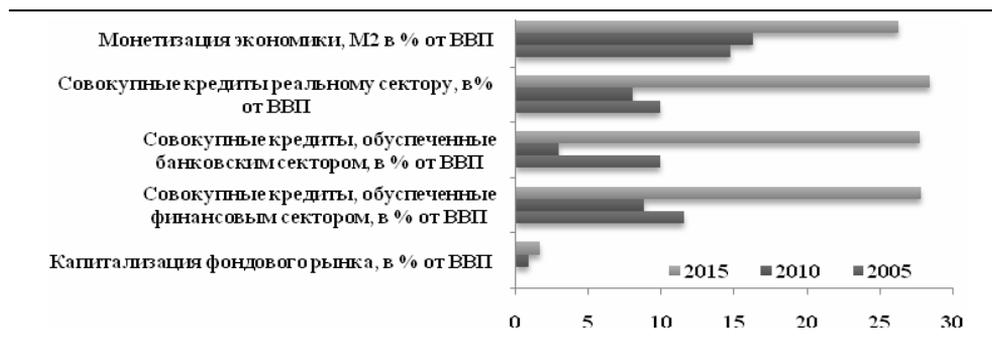


Рис. 2.9. Основные показатели развития финансового рынка Армении.

Источник: База данных Всемирного Банка - <http://databank.worldbank.org/data>

Однако после кризиса ситуация меняется, и на сегодняшний день банковская система остается доминирующей в финансовой системе Армении. С точки зрения воздействия на валютный рынок интересна структура Фондового рынка РА с учетом кредитных ресурсов.

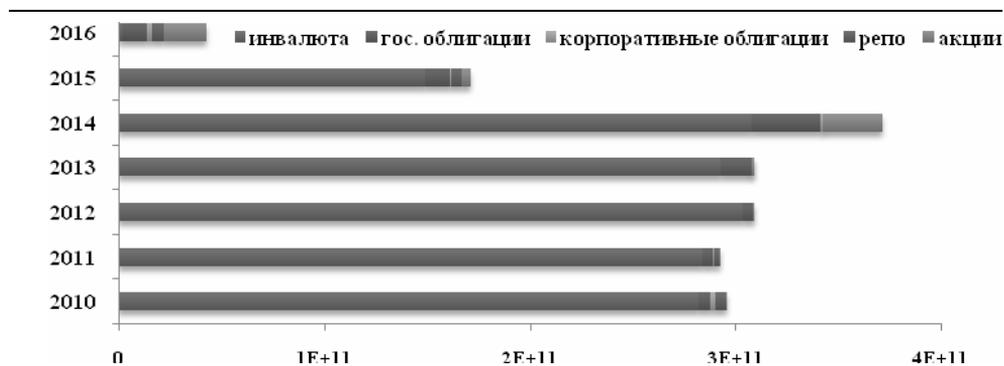


Рис. 2.10. Структура сделок на фондовой бирже РА с учетом кредитных ресурсов, млн. драм., 2010-2015гг.

Источник: База данных Армянской Фондовой Биржи Nasdaq Omx - <https://nasdaqomx.am/>

Новые требования к норме резервирования со стороны ЦБ РА привели к значительному сокращению кредитного рынка в 2015г. При этом стоит отметить, что сократились также и объемы валютного рынка.

Все это в целом доказывает отсутствие рыночных механизмов формирования спроса и предложения на фондовом рынке, что, в свою очередь, становится одной из причин возникновения валютных кризисов.

### ✓ *Макроэкономическая среда*

Наконец, макроэкономическая нестабильность также может явиться причиной или, по крайней мере, в какой то степени обусловить возникновение валютных кризисов. Темпы экономического роста в Армении можно условно разделить на три основных этапа.

Первый этап с начала получения независимости вплоть до 2000 г., когда Армения находилась в военном положении, экономической и энергетической блокаде, характеризуется низкими темпами экономического роста, в среднем составляющий – 20,8% в период 1991–1993гг. и 5,4% в период 1994–2000гг. (см. рисунок 2.11). Безусловно на этом этапе говорить о серьезных восстановительных темпах экономического роста не приходится.

Второй этап в период 2001–2008гг. характеризуется бурным экономическим ростом, в среднем составляющим 11,9% в год. Наконец, третий этап – посткризисный, который продолжается по настоящее время. Средний экономический рост с учетом сильного падения темпов в 2009г. составляет 1,3%, что сложно назвать «восстановительным ростом».

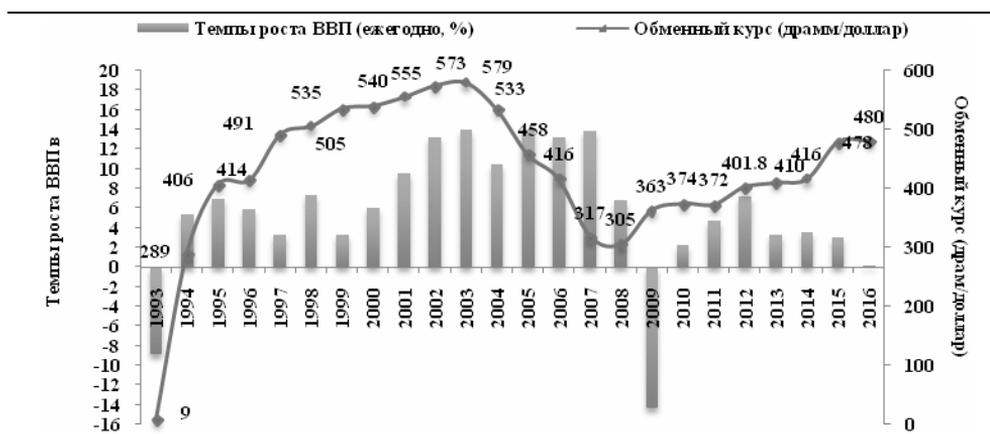


Рис. 2.11. Темпы экономического роста и обменный курс USD\AMD, 1993-2015гг.

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

Результаты регрессионного анализа указывают на то, что обменный курс драма имеет значительное влияние на экономический рост страны ( $GDP = -0.405076NER + 0.024539$ ,  $R^2 = 0.49$ ).

Таким образом, последние восемь лет указывают на хроническую рецессию в экономике, которая не позволила достичь объемов ВВП 2008г.

Таблица 2.5.

**Результаты регрессионного анализа зависимости  
экономического роста и обменного курса драма  
по отношению к доллару США**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NER	-0.405076	0.051982	-7.792581	0.0000
C	0.024539	0.001420	17.28146	0.0000
R-squared	0.490803	Mean dependent var		0.025174
Adjusted R-squared	0.482721	S.D. dependent var		0.015891
S.E. of regression	0.011429	Akaike info criterion		-6.074991
Sum squared resid	0.008230	Schwarz criterion		-6.008087
Log likelihood	199.4372	Hannan-Quinn criter.		-6.048593
F-statistic	60.72433	Durbin-Watson stat		0.132035
Prob(F-statistic)	0.000000			

Источник: составлено авторами

Сложившаяся ситуация требует кардинального пересмотра макроэкономического регулирования, чему, в свою очередь, должно предшествовать выявление ключевых причин и факторов такой затянувшейся стагнации в экономике.

**2.2. Экзогенные факторы валютных кризисов 2008-2009гг. и  
2014-2015гг. в Армении**

Как известно, малые экономики сильно подвержены внешним шокам. В случае Армении воздействие внешних факторов на волатильность обменного курса национальной валюты играет преобладающую роль. При этом многие наши исследования доказывают тесную зависимость экономики Армении от волатильности макроэкономических процессов в России. В этой связи, в рамках данного исследования, наибольшее внимание авторами уделено именно фактору российской экономики с точки зрения возникновения валютных кризисов на рынке.

✓ *Воздействие российской экономики (в т.ч. трансферты, ПИИ, туризм и т.д.)*

Одним из наиболее важных каналов воздействия российской экономики на армянскую является канал частных денежных трансфертов. Как известно, Армения является трансфертозависимой страной. При этом, основной поток иностранных денежных трансфертов приходится именно на Россию. Как мы можем видеть на рисунке 12, в Армении наблюдаются два периода резкого сокращения притоков частных иностранных трансфертов, в 2009г. и 2014г. Очевидно, что такое сокращение произошло за счет сокращения потоков трансфертов из России, что, в свою очередь, было обусловлено кризисом в российской экономике.

Безусловно, такая динамика не могла не отразиться на валютном рынке Армении, и в достаточной степени стала причиной двух ключевых валютных кризисов, которые наблюдались в стране за последние десять лет.



Рис. 2.12. 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/>

Нами также был проведен регрессионный анализ взаимосвязи между притоками трансфертов и обменным курсом национальной валюты.

Как мы видим из таблицы 2.6, по сравнению с другими переменными, связь между притоком трансфертов и валютным курсом самая сильная, как можно было ожидать отрицательная ( $NER = -0.49612 \text{TRANSF} + 0.002262$ ,  $R^2 = 0.5$ ). Похожие результаты получены и при ежемесячных данных ( $NER = -0.324757 \text{TRANSF} + 0.000629$ ,  $R^2 = 0.42$ ).

Таблица 6.

### Результаты регрессионного анализа зависимости частных иностранных денежных трансфертов и обменного курса драма по отношению к доллару США

Dependent Variable: NER Method: Least Squares Date: 04/25/17 Time: 10:38 Sample: 2004Q2 2016Q4 Included observations: 51					Dependent Variable: NER Method: Least Squares Date: 04/25/17 Time: 11:22 Sample (adjusted): 2004M02 2015M12 Included observations: 155 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TRANSF	-0.496712	0.069563	-7.140504	0.0000	TRANSF	-0.324757	0.030471	-10.65779	0.0000
C	0.002262	0.003689	0.613099	0.5426	C	0.000629	0.000610	1.031791	0.3038
R-squared	0.509935	Mean dependent var	-0.003047		R-squared	0.426082	Mean dependent var	-0.001102	
Adjusted R-squared	0.499934	S.D. dependent var	0.036488		Adjusted R-squared	0.422331	S.D. dependent var	0.009630	
S.E. of regression	0.025803	Akaike info criterion	-4.438257		S.E. of regression	0.007319	Akaike info criterion	-6.983793	
Sum squared resid	0.032623	Schwarz criterion	-4.382499		Sum squared resid	0.006196	Schwarz criterion	-6.944523	
Log likelihood	115.1756	Hannan-Quinn criter.	-4.409308		Log likelihood	543.2440	Hannan-Quinn criter.	-6.967843	
F-statistic	50.98680	Durbin-Watson stat	1.275151		F-statistic	113.5885	Durbin-Watson stat	0.021761	
Prob(F-statistic)	0.000000				Prob(F-statistic)	0.000000			

Источник: составлено авторами.

Наряду с этим, ключевым источником прямых инвестиций в экономику Армении из стран ЕАЭС является Россия. При этом, если посмотреть на динамику притока чистых прямых инвестиций, то заметно значительное снижение общего объема инвестиций, и если, по состоянию на 2014г. инвестиции из России составляли одну четвертую всех инвестиций в страну, то уже в 2015г. российские инвестиции составляют 73%.

Таблица 2.7.

### ПИИ в РА в разбивке по государствам-членам ЕАЭС, млн. долларов США

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Прямые инвестиции в страну (чистое принятие обязательств)	529,3	653,2	496,6	346,1	404,3	178,5
<b>из них из:</b>						
<b>стран ЕАЭС</b>	-	-	-	-	108,5	130,4
<b>в том числе:</b>						
<b>Беларусь</b>	-	-	-	-	-	0,0
<b>Казахстан</b>	-	-	-	-	-0,1	-0,1
<b>Кыргызстан</b>	-	-	-	-	-	0,0
<b>Россия</b>	-	-	-	-	108,5	130,5

Источник: База данных Евразийской экономической комиссии - <http://www.eurasiancommission.org>

При этом, такое увеличение произошло не за счет роста инвестиций из России, а по причине значительного сокращения объемов инвестиций в страну в целом.

Что касается других стран ЕАЭС, то их доля в инвестиционной позиции Армении настолько мала, что судить о мобильности капитала среди этих стран можно только с точки зрения будущих возможных инвестиций.

Учитывая, что, как было сказано выше, Россия занимает среди стран ЕАЭС доминирующую позицию по прямым инвестициям в Армению, интересно будет также рассмотреть участие российских инвестиций в других странах ЕАЭС. Как мы можем видеть из таблицы 8, Армения занимает далеко не лидирующие позиции с точки зрения инвестиций в страну. Более того, общие инвестиции в страны ЕАЭС со стороны РФ занимают всего 7,6% от совокупных инвестиций. Учитывая централизованность развития ЕАЭС, такие цифры говорят о плохой мобильности рынка капитала.

Таблица 2.8.

**Прямые инвестиции из России в разбивке по государствам-членам ЕАЭС, млн. долларов США**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Прямые инвестиции из страны (чистое приобретение финансовых активов)	52616,3	66850,8	48822,4	86506,5	57082,2	22188,4
<b>из них в:</b>						
<b>страны ЕАЭС: в т.ч.</b>	724,8	3 583,1	1 442,9	1 638,1	1 580,5	1 694,4
<b>Армения</b>	<b>4,7</b>	<b>69,4</b>	<b>130,2</b>	<b>93,5</b>	<b>271,6</b>	<b>156,5</b>
<b>Беларусь</b>	934,0	2 819,2	470,0	863,2	608,7	736,2
<b>Казахстан</b>	-225,4	674,2	844,5	670,8	657,1	642,9
<b>Кыргызстан</b>	11,3	20,3	-1,8	10,6	43,1	158,9

Источник: База данных Евразийской экономической комиссии - <http://www.eurasiancommission.org>

Наконец, наиболее ярким аргументов в пользу воздействия российской экономики на волатильность на валютном рынке Армении является иллюстрация валютных кризисов в России и Армении в 2009г. и 2014г. Как мы можем видеть на графике 2.13, прослеживается определенная взаимосвязь колебаний обменных курсов валютных пар USD/RUB и USD/AMD с учетом некоторого временного лага.

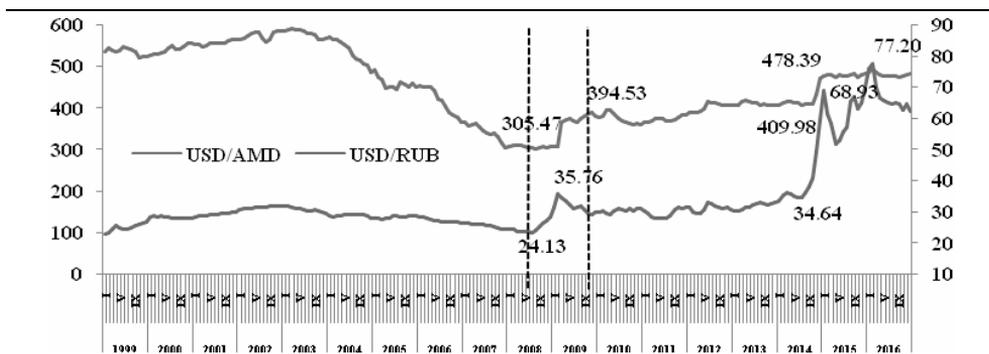


Рис. 2.13. Динамика обменного курса валютных пар USD/RUB и USD/AMD, 1999-2016гг., ежемесячно\*.

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

\* На рисунке выделены I и VIII месяцы.

В обоих случаях валютный кризис в РФ происходил поэтапно и на протяжении вполне ощутимого отрезка времени, тогда как в Армении происходил резкий скачок курса.

Ежедневная динамика подтверждает выдвинутый тезис (см. рисунки 2.14 и 2.15). Кроме того, очевидным становится явное сдерживание обменного курса драма по отношению к доллару в рассмотренные периоды. Особенно наглядно это заметно в динамике курса 2009г., когда обесценение драма произошло буквально за один день. 2014г. характеризуется более плавным обесценением, однако, наряду с этим, в этот период наблюдается затянувшая паника на валютном рынке, как было показано выше, поджигаемая в том числе со стороны банковской системы.

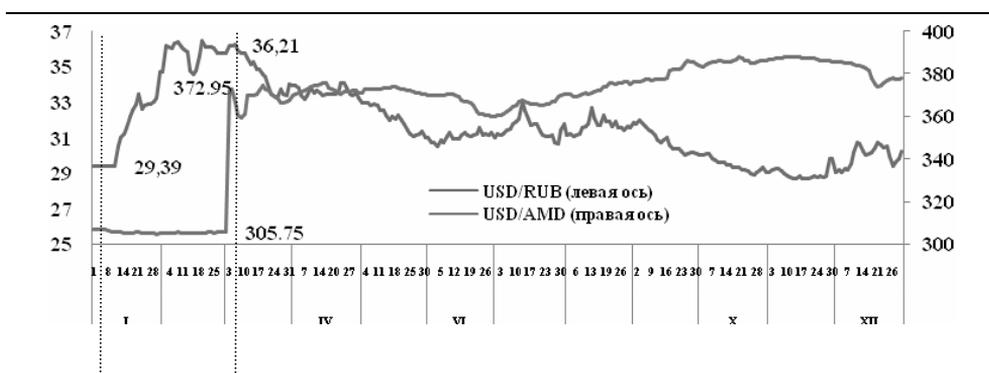


Рис. 2.14. Динамика обменного курса валютных пар USD/RUB и USD/AMD, ежедневно, 2009г.\*

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.

Стоит отметить, что в условиях 2014г. особенно, Центральный банка мог последовать примеру Банка России и перейти на свободное плавание валютного курса. Однако было принято решение сохранить стабильность обменного курса драма, в результате чего драм сохранил свои позиции по отношению к доллару уже на протяжении последующих трех лет.

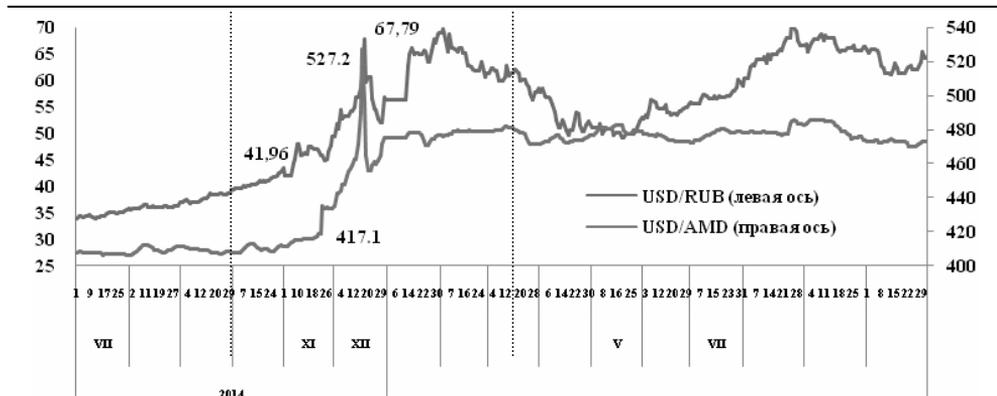


Рис. 2.15. Динамика обменного курса валютных пар USD/RUB и USD/AMD, 2014г. ежедневно\*.

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.

В работе также проведен эконометрический анализ взаимосвязи волатильности курса рубля по отношению к доллару и валютной пары драм-доллар.

Таблица 2.9.

### Результаты регрессионного анализа зависимости волатильности рубля и обменного курса драма по отношению к доллару США

1999-2014 гг. (ежемесячно)					2014-2016 гг. (ежемесячно)				
Dependent Variable: AMD Method: Least Squares Date: 04/25/17 Time: 15:25 Sample (adjusted): 1999M02 2014M09 Included observations: 198 after adjustments					Dependent Variable: AMD Method: Least Squares Date: 04/25/17 Time: 14:08 Sample: 2014M10 2016M12 Included observations: 27				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RUB_1999_C	1.491345	0.157024	9.497578	0.0000	RUB_2014_C	0.056246	0.016187	3.474829	0.0019
	-0.004181	0.000627	-6.672928	0.0000		0.003519	0.001203	2.925103	0.0072
R-squared	0.326585	Mean dependent var	-0.001253		R-squared	0.325681	Mean dependent var	0.004713	
Adjusted R-squared	0.322964	S.D. dependent var	0.009090		Adjusted R-squared	0.298708	S.D. dependent var	0.007153	
S.E. of regression	0.007480	Akaike info criterion	-6.942715		S.E. of regression	0.005990	Akaike info criterion	-7.326304	
Sum squared resid	0.010405	Schwarz criterion	-6.906285		Sum squared resid	0.000897	Schwarz criterion	-7.230316	
Log likelihood	654.6152	Hannan-Quinn criter.	-6.828756		Log likelihood	100.9051	Hannan-Quinn criter.	-7.297762	
F-statistic	90.20399	Durbin-Watson stat	0.038082		F-statistic	12.07444	Durbin-Watson stat	0.185320	
Prob(F-statistic)	0.000000				Prob(F-statistic)	0.001880			

Источник: составлено авторами.

Поскольку ЦБ России в 2014 году принял решение о смене подхода к валютному регулированию и перешел полностью на свободное плавание ва-

лютного курса, с целью оценить воздействие валютной политики РФ на валютную политику Армении, мы разбили временные ряды, используемые в регрессионном анализе на два этапа: до и после перехода Банка России на свободное плавание.

Как мы видим, в обоих случаях обменный курс рубля является важной переменной для валютного курса драма, и связь между ними положительная. Так же можно заметить, что коэффициент детерминации тоже не сильно изменился. А вот коэффициент самой переменной до 2014 года был больше ( $AMD=1.491345RUB_{1999\_} - 0.004181$ ,  $R^2=0.32$ ), чем после 2014 года ( $AMD=0.056246RUB_{2014\_} + 0.003519$ ,  $R^2=0.32$ ).

### ✓ *Волатильность на мировых валютных рынках*

Наконец, обменный курс доллара на мировых валютных рынка и его волатильность также могут считаться эндогенными факторами формирования обменного курса драма.

Динамика обменного курса валютных пар USD\EURO и USD\AMD представлена на рисунке 2.16.

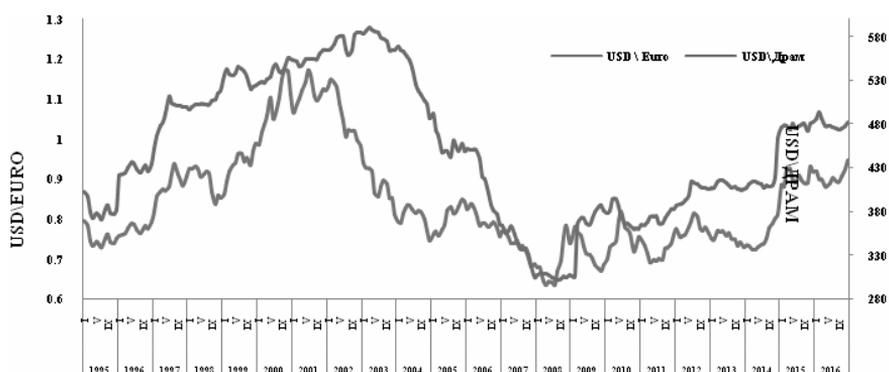


Рис. 2.16. Динамика обменного курса USD\EURO и USD\AMD, 1995-2016гг., ежемесячно\*.

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

\*На рисунке выделены I и VII месяцы.

Результаты проведенной регрессии показали, что, несмотря на то, что курс доллара к евро является значимой переменной для обменного курса драма по отношению к доллару, однако связь между ними достаточно слабая ( $AMD=0.096252EUR+0.000701$ ,  $R^2=0.04$ ), что говорит о том, что тенденции на мировых валютных рынках не имеют столь значимого воздействия на форми-

рование обменного курса драма по отношению к доллару, а значит: превалирует нерыночный подход в валютном регулировании в Армении.

Таблица 2.10.

**Результаты регрессионного анализа зависимости волатильности валютной пары евро-доллар и обменного курса драма по отношению к доллару США**

Dependent Variable: AMD				
Method: Least Squares				
Date: 04/26/17 Time: 10:08				
Sample (adjusted): 1995M02 2016M12				
Included observations: 263 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EUR	0.096252	0.026852	3.584509	0.0004
C	0.000701	0.000608	1.153289	0.2498
R-squared	0.046919	Mean dependent var		0.000761
Adjusted R-squared	0.043267	S.D. dependent var		0.010075
S.E. of regression	0.009854	Akaike info criterion		-6.394245
Sum squared resid	0.025345	Schwarz criterion		-6.367080
Log likelihood	842.8432	Hannan-Quinn criter.		-6.383328
F-statistic	12.84870	Durbin-Watson stat		0.126989
Prob(F-statistic)	0.000403			

Источник: составлено авторами

## **ГЛАВА 3.**

### **ПОДХОД К ВАЛЮТНОМУ РЕГУЛИРОВАНИЮ В РЕСПУБЛИКЕ АРМЕНИИ**

Неэффективные денежно-кредитная и валютная политики в последние годы негативно сказались на экономическом росте, что обуславливает необходимость кардинального пересмотра подходов к монетарному и валютному регулированию в Армении. Реализация таргетирования инфляции носит формальный характер и, в принципе, не соответствует заявленной политике. Более того, основные препятствия на пути к 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.

#### **3.1. 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 отмечено выше, большая часть регулятивных механизмов (включая монетарную политику) искажена и действует неэффективно. Между тем, в условиях развивающейся экономики, как правило, именно валютное регулирование может стать толчком для достижения долгосрочных темпов экономического роста. При этом

центральным вопросом при выборе политики валютного регулирования является оценка влияния валютного курса на инфляцию.

Известно, что 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 инфляции, 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.

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, а также отсутствие приемлемой диверсификации на мировых валютных рынках.

Тем не менее, в рамках экономики Армении первостепенной является задача достижения высоких и качественных темпов экономического роста. В условиях отсутствия эффективной фискальной политики, связанной с высокой долей теневого сектора 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 в краткосрочный период. 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 уро-

вень расходов государства, которые также путем расширения совокупного спроса могли бы стать толчком для экономического роста.

С другой стороны, денежно-кредитная политика в Армении на протяжении многих лет была направлена на жесткое сдерживание роста денежного предложения, что обусловлено высоким уровнем инфляционных ожиданий. 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 валютная политика также 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 Армению можно считать классическим примером ловушки инфляционного таргетирования.

Во многих наших исследованиях<sup>107</sup> 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.

Следует отметить, что 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>108</sup>, ЦБ РА первоначально ориентировался на показатели, свойственные более развитым экономикам. Очевидно, что, в том числе и с точки зрения по-

---

<sup>107</sup> См. подробнее: 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; 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.

<sup>108</sup> См. подробнее: Восканян М.А. Режимы денежно-кредитной политики. (учебно-методическое пособие). Ер., Изд-во «Экономист», 2009.

рогового значения инфляции, такой целевой ориентир не мог не сказаться на росте негативно<sup>109</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 3.1 показана динамика поквартального изменения ИПЦ и реальных темпов роста ВВП в Армении. Как видно из графика, 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 регрессионного анализа. На первом этапе анализа нами были использованы поквартальные ВВП и поквартальные изменения ИПЦ. Была осуществлена первичная статистическая обработка динамики ВВП. Во-первых, были прологарифмированы абсолютные величины ВВП, после чего было проведено сезонное сглаживание для 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 ИПЦ была получена низкого значения, что говорит о том, что данный фактор - не значимой 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 глобального финансового кризиса. При этом, регрессионный анализ показал, что, если до второго квартала 2008 года изменения ИПЦ отрицатель-

---

<sup>109</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», Ер., 2009, Ст. 61-74.

но сказывались на изменениях в экономическом росте, то после указанного периода коэффициент ИПЦ приобретает положительный характер.



Рис. 3.1. ИПЦ, рост в % и темпы роста реального ВВП, 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 в последние годы отрицательно сказывается на экономическом росте в 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 за последние 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 не-

гativamente сказываются на экономическом росте в 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 3.2 рассмотрена динамика ставки рефинансирования за последние 15 лет. 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 статистические показатели ( $R^2=0.014$ ,  $GDP=0.0055R+0.0224$ ) (см. приложение 14).



Рис. 3.2. Ставка рефинансирования ЦБ РА и темпы роста реального ВВП, 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. 3.3. Ставка РЕПО ЦБ РА и темпы роста реального ВВП, 2001-2016 гг., 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 ставок РЕПО в последние годы ЦБ РА также осуществлял сдерживающую политику.

С другой стороны, если говорить о воздействии на денежные агрегаты, то такая взаимосвязь не обнаружена (см. Приложение 6). То есть, по сути, увеличение ставки РЕПО 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.

Повышение обязательной нормы резервирования банковских инвалютных обязательств в декабре 2014 года до 24% (сейчас – 18%) также способствовало резкому сокращению денежного предложения, в частности, через сокращение ликвидности банковской системы и ее возможности кредитовать реальный сектор, что, в свою очередь, значительно замедлило экономический рост в Армении за последние три года.



Рис. 3.4. Норма резервирования ЦБ РА и темпы роста реального ВВП, 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 проследить не может. Однако, косвенное влияние очевидно 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 наличности. 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 так же, в свою очередь, будет способст-

водить снижению темпов экономического роста<sup>110</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 удержания уровня цен и обменного курса национальной валюты в пределах заданной величины, также была направлена на дестимулирование кредитной политики банковской системы, что привело к 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 М2Х. 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.

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

---

<sup>110</sup> См. подробнее: 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>

того, нередко случаи дефляции. С точки зрения обеспечения роста в условиях развивающейся экономики периоды дефляции еще более негативно сказываются на экономическом росте.

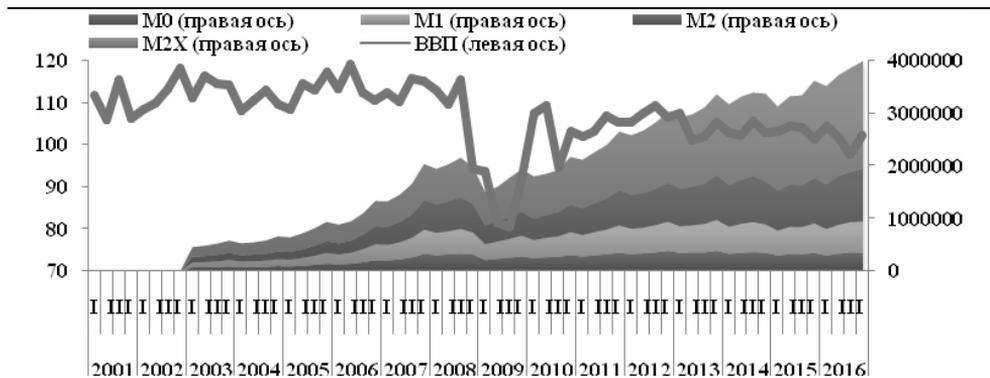


Рис. 3.5. Денежное предложение и темпы роста реального ВВП, 2001-2016гг., ежеквартально\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - [www.cba.am](http://www.cba.am)

Примечание: ВВП – Темпы роста реального Валового внутреннего продукта в рыночных ценах, 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 3.5 представлена структура денежного предложения и темпы роста реального ВВП (в рыночных ценах), в процентах к соответствующему кварталу предыдущего года, откуда видно, что, 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 (М1). При этом прослеживается небольшой рост среднесрочных денег и уже значительный рост «долларовой»<sup>111</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, то 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. 3.6). Во-первых, за исключе-

<sup>111</sup>Примечание: среднесрочные сбережения в иностранной валюте.

нием 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.

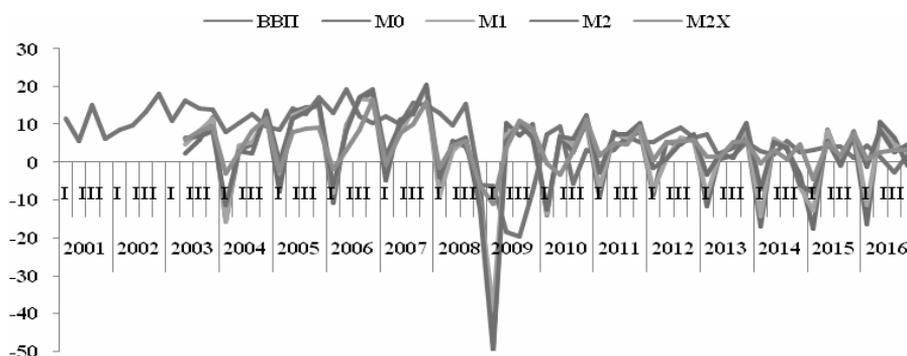


Рис. 3.6. Денежное предложение и темпы роста реального ВВП, 2001-2016гг., ежеквартально\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - [www.cba.am](http://www.cba.am)

Примечание: ВВП – Темпы роста реального Валового внутреннего продукта в рыночных ценах, 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 3.1. В случае денежных агрегатов была применена та же первичная статистическая обработка данных, что и в случае ВВП (см. приложение 8). Хотя по результатам 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 М0, то есть наличный оборот, который в первую очередь формирует совокупный потребительский спрос, но также «имеет непосредственное влияние на инфляционное давление в экономике»<sup>112</sup>. То есть, сокращая наличную массу с целью сдерживания инфляции в

<sup>112</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.).

стране, ЦБ РА сокращает также и ВВП. Следующим агрегатом, имеющим наибольшее воздействие на темпы роста ВВП является M2X, который, как известно, включает в себя 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 3.1.

**Результаты регрессионного анализа воздействия денежных агрегатов на ВВП в Республике Армения**

	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 авторские

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 оказались только денежные агрегаты M0 и M2X. Однако, учитывая, что между денежными агрегатами существует большая корреляция, возможно, что здесь есть проблема мультиколлинеарности, 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 М0 на уровень цен. Однако, как показал регрессионный анализ, если за период 2004-2008гг. денежный агрегат М0 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 М1 в период 2004-2008гг. наблюдалось воздействие на инфляцию без временного лага, а уже в период 2008-2016гг. с временным лагом в 8 кварталов. Денежный агрегат М2 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 М2Х 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 М0 и М2Х, а в период после кризиса все рассмотренные агрегаты с достаточно 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, 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 показано выше, ЦБ РА на деле осуществляет валютное регулирование, жестко удерживая обменный курс национальной ва-

люты 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.

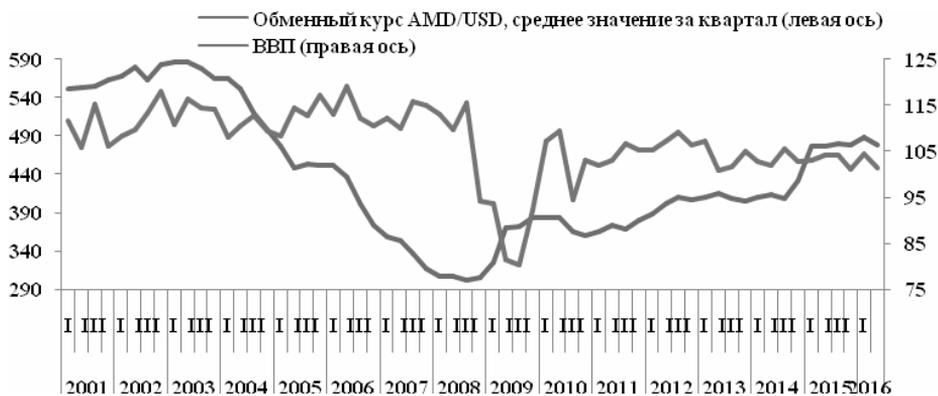


Рис. 3.7. Обменный курс драма и темпы роста реального ВВП, 2001-2016гг., ежеквартально.

Источник: База данных Центрального Банка РА - [www.cba.am](http://www.cba.am)

Примечание: ВВП – Темпы роста реального Валового внутреннего продукта в рыночных ценах, 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 один 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.

Динамика экспортно-импортных позиций Армении свидетельствует о том, что на протяжении практически всего периода существования независимой РА экспорт рос очень медленно, а периодами даже сокращался и составлял в среднем треть от импорта. Вместе с тем темпы роста ВВП, безусловно, должны быть тесно связаны с темпами роста экспортных позиций экономики.

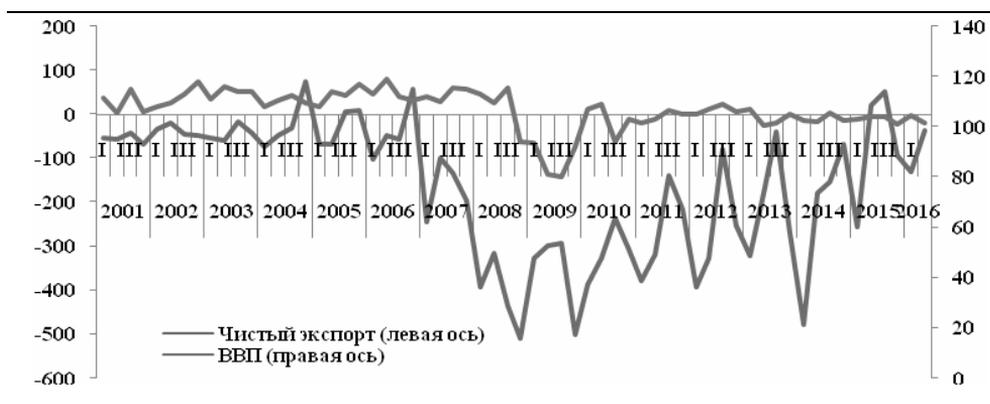


Рис. 3.8. Чистый экспорт и темпы реального роста ВВП, 2001-2016гг., ежеквартально\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - [www.cba.am](http://www.cba.am)

Примечание: ВВП – Темпы роста реального Валового внутреннего продукта в рыночных ценах, 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 ( $p\text{-value}=0.0021$ ), чего 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 ( $R^2=0.03$ ,  $NX=-0.91175NER+0.00808$ ), а это 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 населения, а значит: через совокупное потребление имеют свое воздействие на ВВП.



Рис. 3.9. 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. 3.9). Иная валютная политика привела бы к обратному эффекту.

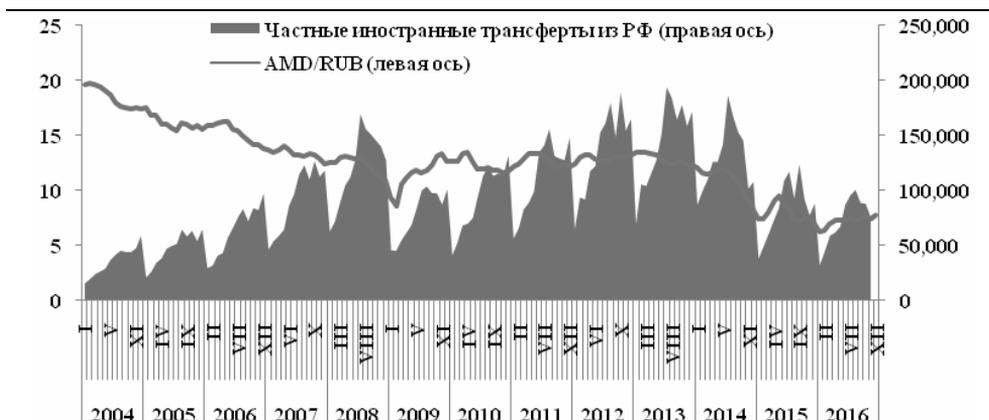


Рис. 3.10. Частные иностранные трансферты из РФ и обменный курс драма, 2004-2016гг., ежемесячно\*.

Источник: База данных Центрального Банка РА - www.cba.am

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

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 армянской экономике посредством, например сокращения притока трансфертов, что опять же отражается на совокупном спросе Армении, а значит сокращает экономический рост (см. рис. 3.10).

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. 3.11. 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)

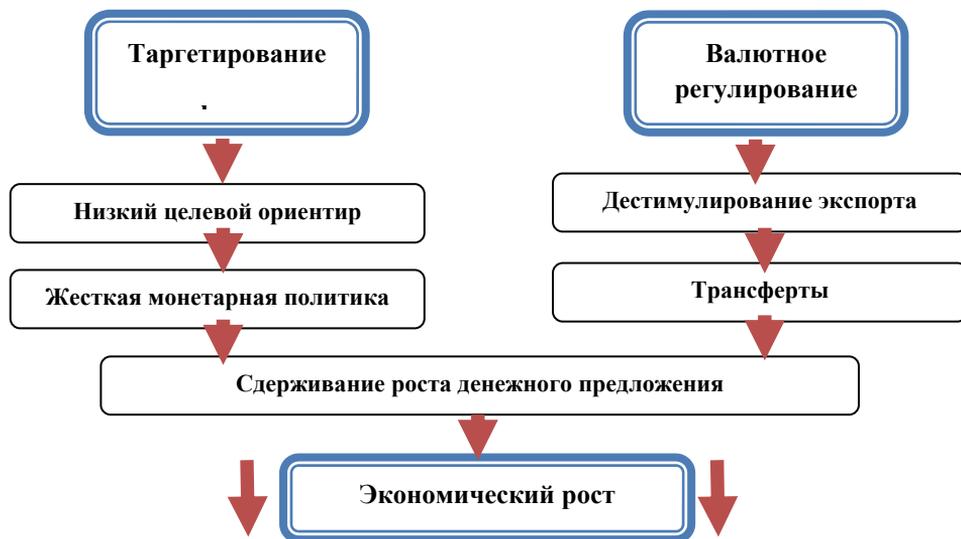
Учитывая проведенный выше анализ, мы также рассмотрели многофакторное воздействие на экономический рост. Непосредственное воздействие на ВВП имеют денежные агрегаты  $M_0$  и  $M_2X$ , на которые, в свою очередь, влияют изменения в Норме резервирования, притоке частных иностранных трансфертов и изменения 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 3.1.). Этот факт обуславливает необходимость пересмотра подходов к монетарному регулированию в общем, и 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 сдерживание темпов экономического роста.

Схема 3.1.

**Роль монетарной и валютной политики в экономическом росте Армении.**



Источник: составлено авторами.

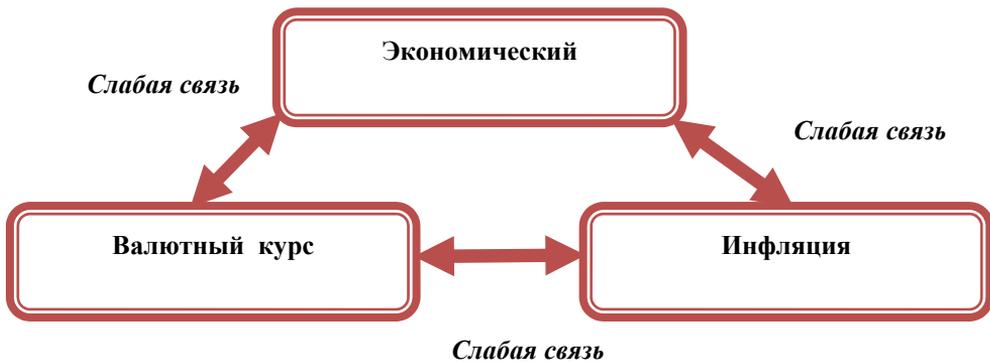
При этом, если де-факто единственным действенным инструментом в монетарном регулировании является валютная политика, то необходимо признать такое первенство и с юридической точки зрения, а, именно: определиться с режимом валютного регулирования, который бы соответствовал реальному направлению валютной 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 неэффективно. Поэтому следует признать недееспособность классических подходов в денежно-кредитной политике.

Схема 3.2.

**Взаимосвязь экономического роста, валютного курса и инфляции в Армении.**



Источник: составлено авторами

На схеме 3.2. 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 нерыночном характере формирования как инфляции, так и валютного курса. Наши исследования показали, что, учитывая высокую степень монополизированности экономики в Армении, ценообразование не имеет рыночного характера. 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 естественного формирования валютного курса.

### 3.2. Подход к выбору политики валютного регулирования в Армении

Как было показано в предыдущих главах, экономика Армении, будучи малой открытой экономикой, сильно подвержена внешним шокам. При этом, основные каналы притока иностранной валюты (экспорт, включая туризм, частные иностранные трансферты, ПИИ) связаны с Россией.

Однако, невзирая на углубление экономической интеграции с РФ в рамках ЕАЭС, а также несмотря на то, что «денежные власти» и России, и Армении вели политику по активному вмешательству в формирование обменных курсов национальной денежной единицы, на протяжении многих лет, особенно в период последних двух кризисов, 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 конвергенции в подходах к валютному регулированию со стороны ЦБ РА с валютной политикой Банка России.

Таблица 1.

#### Выборка временных рядов исследования

№	Название	Выборка	Трансформация	Сезонное сглаживание
1.	Валютный курс USD/AMD	1999-2016гг. (ежемесячно)	$\Delta \ln$	Да
		2004-2016гг. (ежеквартально)	$\Delta \ln$	Да
		2004-2015гг. (ежегодно)	$\Delta \ln$	Нет
2.	Валютный курс USD/RUB	1999-2016гг. (ежемесячно)	$\Delta \ln$	Да
		2004-2016гг. (ежеквартально)	$\Delta \ln$	Да
		2004-2015гг. (ежегодно)	$\Delta \ln$	Нет
3.	ВВП РА (AMD)	2004-2016гг. (ежеквартально)	$\Delta \ln$	Да
		2004-2015гг. (ежегодно)	$\Delta \ln$	Нет
4.	Приток трансфертов	2004-2016гг. (ежеквартально)	$\Delta \ln$	Да
		2004-2015гг. (ежегодно)	$\Delta \ln$	Нет
5.	Чистый экспорт	2004-2016гг. (ежеквартально)	$\Delta \ln$	Да
		2004-2015гг. (ежегодно)	$\Delta \ln$	Нет
6.	Потребление	2004-2016гг. (ежеквартально)	$\Delta \ln$	Да
		2004-2015гг. (ежегодно)	$\Delta \ln$	Нет

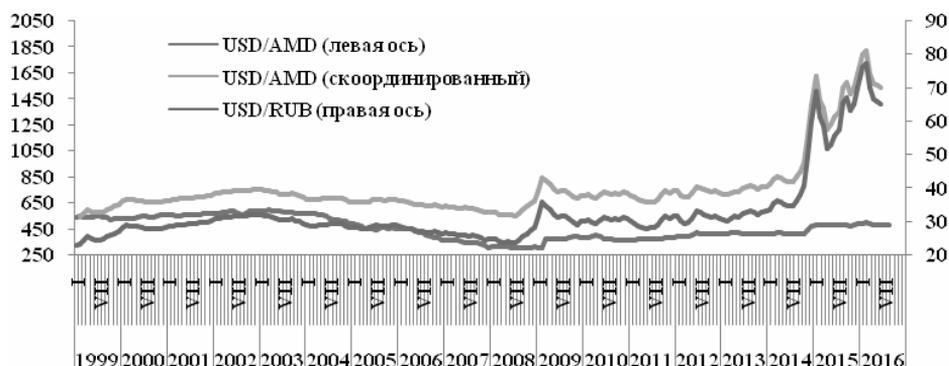
Отметим, что макроэкономические ряды, использованные в данной работе, были подвергнуты первичной статистической обработке. Выборка вклю-

чают квартальные и ежемесячные данные в основном с 1999 по 2016гг. Опишем более подробно, какие принципы первичной статистической обработки данных были использованы.

Первичная статистическая обработка динамики валютного курса драма РА включает следующее. Во-первых, абсолютные величины валютного курса драма были сезонно сглажены и прологарифмированы. Во-вторых, используя полученные величины мы рассчитали первые разности, которые практически показывают процентное изменение динамики валютного курса драма по сравнению с предыдущим кварталом (месяцем). По такому же принципу были осуществлены первичные статистические обработки остальных временных рядов. Ниже представлена таблица списка использованных временных рядов и их обработки.

В данной работе оценка параметров построенных моделей была сделана с помощью метода наименьших квадратов (NLS). Прогнозирование временных рядов макроэкономических показателей было осуществлено с помощью модели ARMA.

В первую очередь, рассмотрим идеальный случай, при котором ЦБ РА вел бы абсолютно скоординированную с Банком РФ валютную политику. Из рисунка 3.12 видно, что в случае свободного плавления обменного курса драма по траектории российского рубля, что было бы вполне естественно в условиях соответствующего сокращения притока иностранной валюты на армянский рынок, произошло бы соразмерное обесценение драма на протяжении последних семнадцати лет.



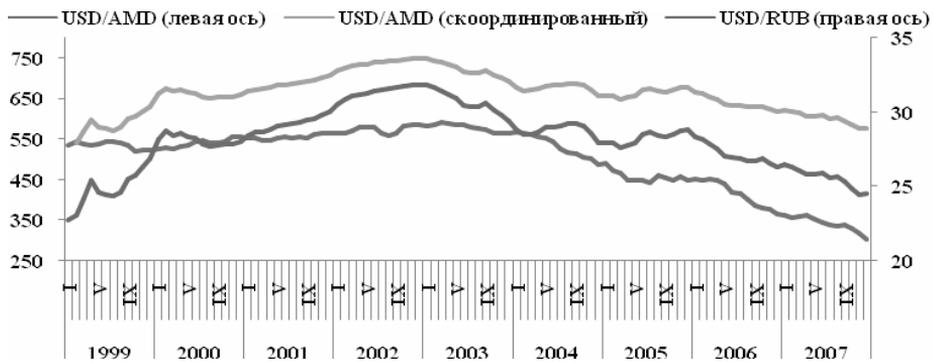
**Рис. 3.12. Сценарий валютной политики ЦБ РА, в случае координации с валютной политикой Банка России с 1999г. по 2016г., ежемесячно\***

Источник: Официальный сайт Банка России - [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru); Официальный сайт ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am); расчеты авторские.

\*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 регулированию 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 в отдельности.

Как мы можем видеть из рисунка 3.13, динамика изменений драма и рубля в период 1999-2007 гг. 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.



**Рис. 3.13. 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 авторские

\* На рисунке выделены I, IV, VII и X месяцы.

Начиная с 2008 года, валютная политика ЦБ РА вплоть до 2014 года практически созвучна с валютной политикой Банка России. Однако в период после валютного кризиса в 2014г., случившегося в России и молниеносно отразившегося на экономике Армении, наблюдается значительное отклонение в режимах и механизмах валютного регулирования в этих странах. Так, 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 направленной на жесткое регулирование курса и сохранение стабильности драма (см. рис. 3.14).

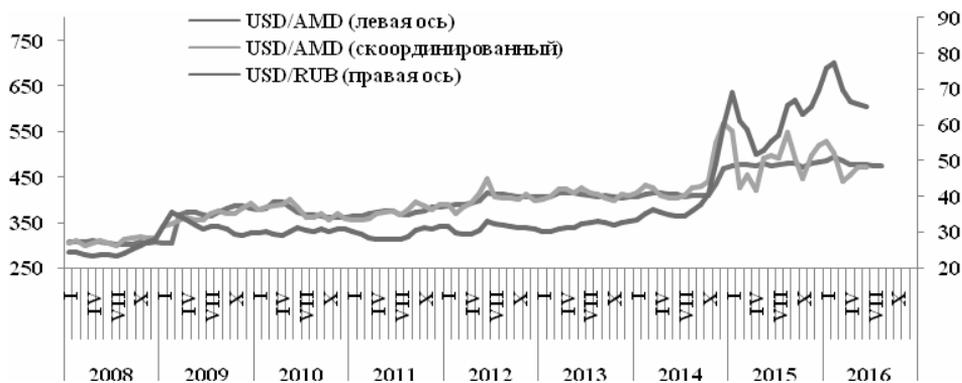


Рис. 3.14. Сценарий валютной политики ЦБ РА, в случае координации с валютной политикой Банком России с 2008г. по 2016г., ежемесячно\*.

Источник: Официальный сайт Банка России - [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru); Официальный сайт ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am); расчеты авторские

\* На рисунке выделены I, IV, VII и X месяцы.

Центральный банк Армении в этот период продолжил свою традиционную политику стабильного валютного курса даже в период вхождения Армении в ЕАЭС, не пытаясь использовать возможность расширения армянского экспорта на российском рынке благодаря созданию Таможенного союза со странами евразийского региона.

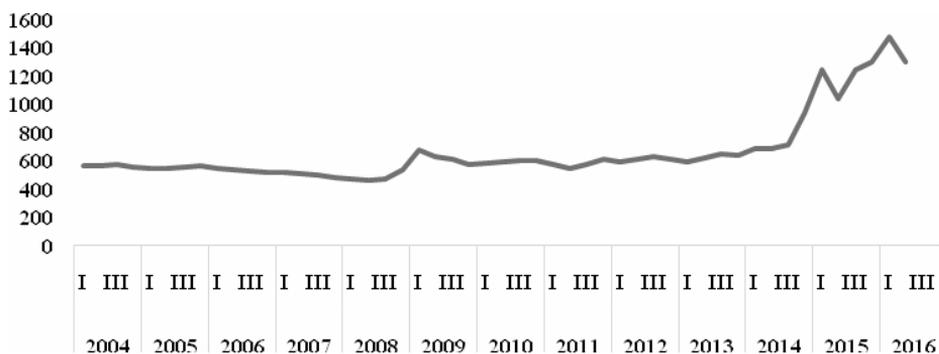


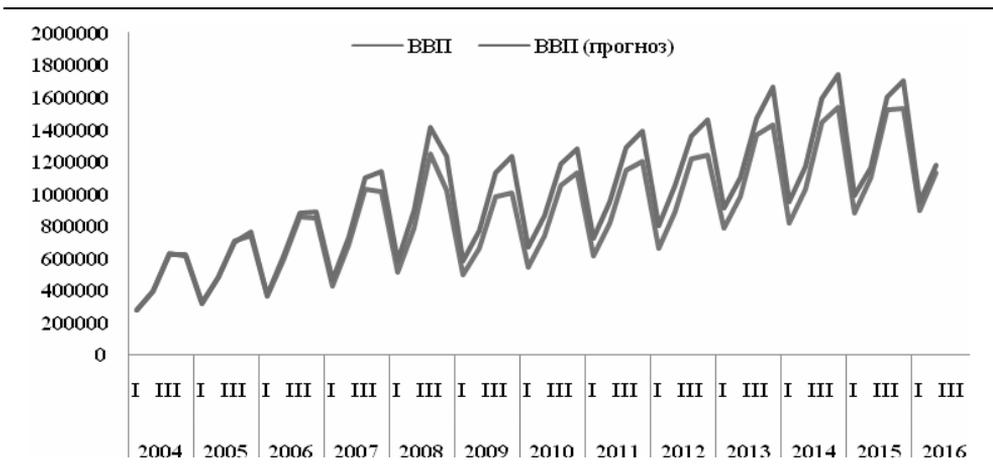
Рис. 3.15. Сценарий валютной политики ЦБ РА, в случае координации с валютной политикой Банка России с 2004г. по 2016г., динамика обменного курса дама по отношению к доллару, ежеквартально\*.

Источник: Официальный сайт Банка России - [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru); Официальный сайт ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am); расчеты авторские

\* На рисунке выделены I и III кварталы.

Рассмотрим возможные изменения обменного курса под другим ракурсом. Учитывая, что настоящий бум экономического роста в Армении

произошел в период 2004-2008 гг., а именно: в этот период наблюдается значительное 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. 3.15). Учитывая проведенный в предыдущем параграфе анализ, можно прийти к выводу, 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. 3.16.



**Рис. 3.16. 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 авторские

\* На рисунке выделены I и III кварталы.

Таким образом, можно предположить, что в случае реализации со стороны ЦБ РА валютной политики, созвучной с политикой валютного регулирования ЦБ РФ, в Армении сложились бы более высокие темпы экономического роста.

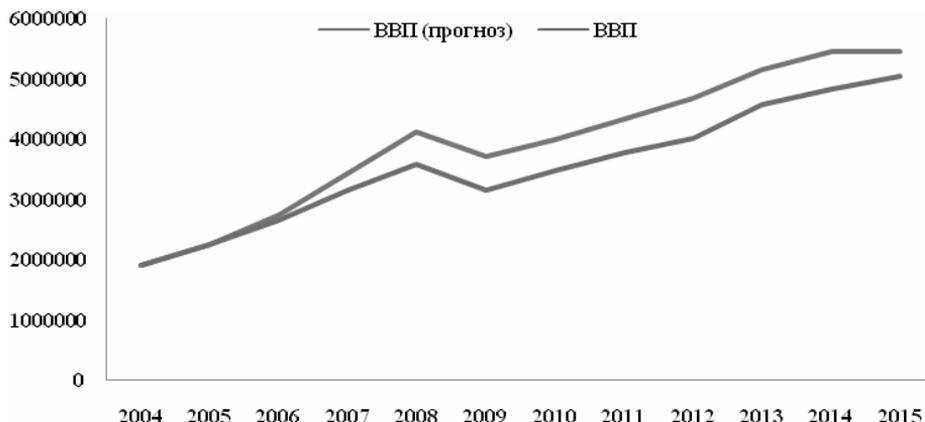


Рис. 3.17. Фактический и потенциальный ВВП РА, с учетом воздействия чистого экспорта в случае координации с валютной политикой Банка России с 2004г. по 2016г., ежегодно (AMD)

Источник: Официальный сайт ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am); расчеты авторские

Кроме того, учитывая основные факторы, значимые в Армении с точки зрения экономического роста, нами был рассчитан потенциальный ВВП для 2004-2016 гг. с учетом воздействия чистого экспорта в случае реализации валютной политики, созвучной с политикой Банка России (см. рис. 3.17). Расчеты также свидетельствуют о значительном расхождении между фактическими значениями ВВП и условно потенциальными, особенно в период 2014-2016 гг.

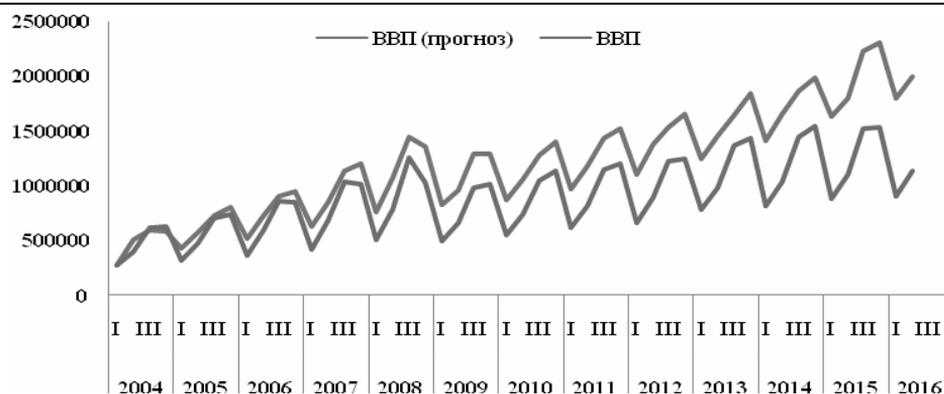
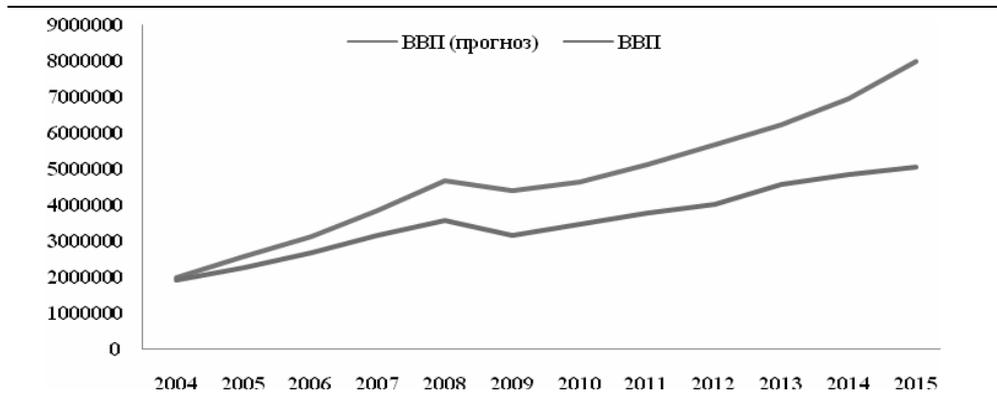


Рис. 3.18. Фактический и потенциальный ВВП РА, с учетом воздействия роста потребления в случае координации с валютной политикой Банка России с 2004г. по 2016г., ежеквартально (AMD)

Источник: Официальный сайт ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am); расчеты авторские.

\* На рисунке выделены I и III кварталы.

Еще одним весомым фактором формирования ВВП РА является совокупное потребление. На рисунках 3.18 и 3.19 проиллюстрирован потенциальный ВВП Армении с учетом воздействия роста потребления в случае координации с валютной политикой Банка России с 2004г. по 2016г. в ежеквартальном и ежегодном разрезе.



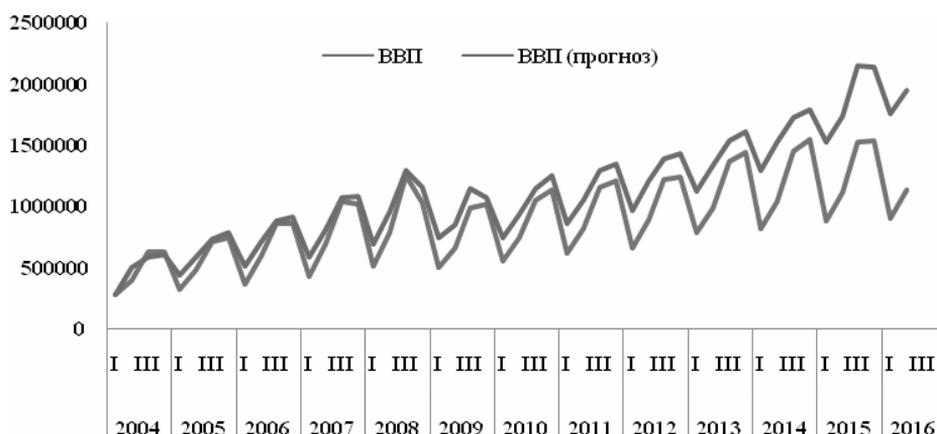
**Рис. 3.19. Фактический и потенциальный ВВП РА, с учетом воздействия роста потребления в случае координации с валютной политикой Банка России с 2004г. по 2016г., ежегодно (AMD)**

Источник: Официальный сайт ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am); расчеты авторские

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. Еще более значимые потери наблюдаются в период после 2014 года, когда Армения вступила в ЕАЭС, и произошел существенный кризис на валютном рынке России.

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. 3.20 и 3.21).

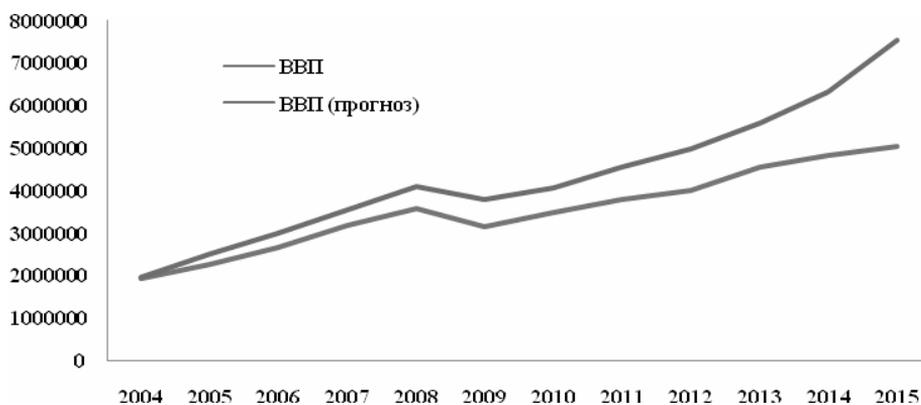


**Рис. 3.20. Фактический и потенциальный ВВП РА, с учетом воздействия роста потребления и чистого экспорта в случае координации с валютной политикой Банка России с 2004г. по 2016г., ежеквартально**

Источник: Официальный сайт ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am); расчеты авторские.

\* 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. 3.21).



**Рис. 3.21. 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 авторские.

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 (рассматривалось воздействие трансфертов и валютного курса) и чистый экспорт (рассматривалось воздействие валютного курса). При этом валовое накопление было взято за константу.

На рисунках 3.22 и 3.23 проиллюстрированы построенные сценарии изменений ВВП РА с учетом развития событий на мировом рынке нефти и при той или иной политике 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 негармонизированную валютную политику с Россией.

**Сценарий 5:** цены на нефть снижаются на 7% ежеквартально, ЦБ Армении ведет негармонизированную валютную политику с Россией.

**Сценарий 6:** цены на нефть не изменяются, ЦБ Армении ведет негармонизированную валютную политику с Россией.

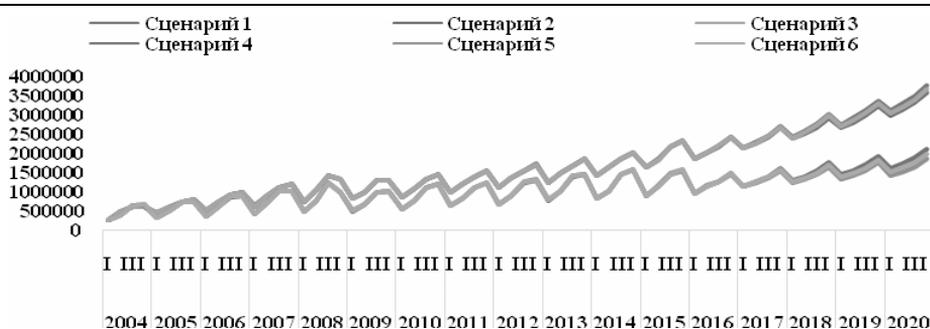


Рис. 3.22. Прогноз поквартального ВВП РА при прочих равных условиях с 3 квартала 2016 по 4 квартал 2020).

Источник: Официальный сайт Банка России - [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru); Официальный сайт ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am); расчеты авторские.

\* 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 целом, 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.

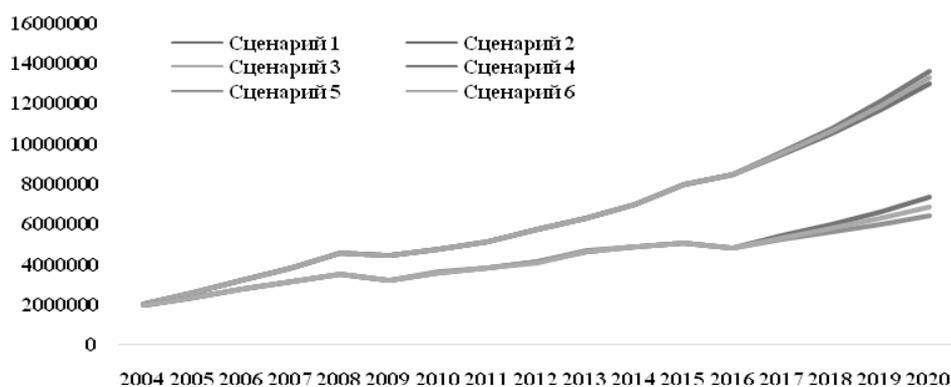


Рис. 3.23. Прогнозы годовой ВВП РА при прочих равных условиях с 3 квартала 2016 по 4 квартал 2020).

Источник: Официальный сайт Банка России – [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru); Официальный сайт ЦБ РА – [www.cba.am](http://www.cba.am); расчеты авторские

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.

### **3.3. Модернизация политики валютного регулирования в Республике Армения**

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. Основываясь на вышеприведенных результатах теоретического и эмпирического анализа, а также с учетом мирового опыта в области реализации эффективной политики денежно-кредитного и валютного регулирования в современных условиях, нами предлагается комплексный подход, состоящий из следующих элементов

#### **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 политики 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 развиваю-

щихся стран колеблется в пределах 10-12% ежегодного роста. Между тем целевой ориентир в рамках таргетирования инфляции в Армении за 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. Повышение 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, нами предлагается 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>113</sup>. Следует за основу брать 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, осуществляя денежно-кредитную политику, опираются больше на немонетарные факторы формирования инфляции, а

---

<sup>113</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).

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 так же 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 смысле 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).

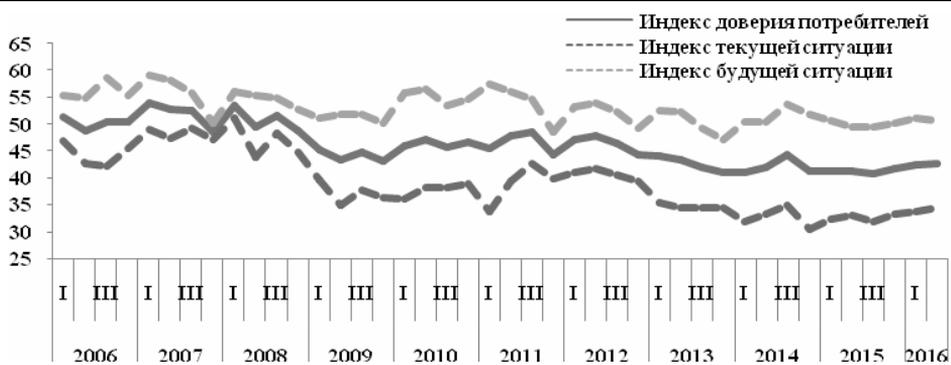


Рис. 3.24 Изменение индекса доверия потребителей, включая индекс текущей ситуации, и индекса будущей ситуации ЦБ РА.

Источник: Официальный сайт ЦБ РА – [www.cba.am](http://www.cba.am)

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.

На рис. 3.24 представлена динамика Индекса доверия населения за весь период осуществления таргетирования инфляции в Армении.

Как мы можем видеть из графика, 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 не рыночность 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 повышение 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 так же задачу внешнего долга, что тоже несомненно является элементом вмешательства фискального регулирования в денежно-кредитную политику.

Наконец, стоит отметить так же выгоды импорта за последние годы, благодаря активной политике Центрального Банка по укреплению обменного курса национальной валюты. Учитывая импортозависимость экономики Армении, политика укрепления драма по отношению к доллару позволила реальному сектору, сосредоточенному на импорте продукции в Армению, усилить свои позиции на рынке.

Таким образом, Центральному Банку Армении следует кардинально пересмотреть свои позиции в отношении к целям и задачам фискального регулирования и сосредоточиться на решении задач, которые приоритетны именно для монетарного регулирования.

*- методика расчета ИПЦ<sup>114</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 экономики 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 разнятся. А поскольку этот 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.

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 кардиналь-

---

<sup>114</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.: Тнтесгагет, 2015, 772 с. Стр. 753-760 .

но может отличаться и расходная часть бюджета, которая, в свою очередь, имеет непосредственное отношение к методике расчета Индекса Потребительских Цен.

Результаты наших исследований<sup>115</sup> позволяют выделить следующие проблемы и недостатки в методике расчета потребительской корзины в Армении:

- Методика сбора и анализа информации по уровню цен на товары и группы товаров характеризуется рядом недостатков. В частности, ежегодно, со стороны НСС РА<sup>116</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. На наш взгляд, 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 требуют открытой публикации такой информации. В этой связи, следует 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.
- Учитывая высокий уровень бедности, а также сильное расслоение населения по уровням доходов, предлагаем ввести несколько различных

---

<sup>115</sup> См. подробнее: Восканян М.А., Манукян Д.М. Методика расчета Индекса Потребительских цен в РА. 21-ый ВЕК Информационно-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>116</sup> Национальная Статистическая Служба Республики Армения.

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, трансмиссионного механизма монетарного регулирования.

*- 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 стран указывает на необходимость отделения функций монетарного регулирования (Центральный банк) от функций регулирования/надзора институтов финансового посредничества (Мегарегулятор).

Следует также модернизировать систему банковского регулирования в области сдерживания валютных рисков. В этой связи необходимо отказаться от традиционного (норматив валютной позиции, привязанный к регулятивному капиталу) и Базельского (Базель-2, 3) подходов пруденциального регулирования валютных рисков, перейдя на осуществление валютного регулирования с применением норматива «повалютной» позиции (норматива валютного паритета)<sup>117</sup>, устанавливающего пределы повалютного соответствия активов и обязательств банков (по твердым валютам: +/- 5%, а по остальным: до +/- 1%). Подобный подход полностью исключает спекулятивную активность банков на рынках «Форекс» и практически ликвидирует валютные риски, связанные с колебаниями курса, т.к. банкам, по существу, запрещается иметь открытую валютную позицию<sup>118</sup>. Более того, норматив повалютной позиции становится не только инструментом ограничения долларизации, как действующий в настоящее время норматив валютной позиции, а, в первую очередь, – нормативом регулирования валютных рисков в банковской системе. В некоторых

---

<sup>117</sup> Сандоян Э.М., Саркисян Р.А. О необходимости пересмотра норматива регулирования открытой валютной позиции в банковских системах стран с переходной экономикой. XIX Кондратьевские чтения «Модернизация Российской экономики: уроки прошлого, шансы и риски»// Тезисы участников Чтений. Международный фонд Н. Д. Кондратьева. – : МФК, 2011.

<sup>118</sup> Сандоян Э.М., Саркисян Р.А. Экономика Армении: современное состояние, тенденции и проблемы. Журнал ЭФИ: "Экономика, финансы, исследования". – Астана: Изд-во АО «Институт Экономических исследований» МЭБП РК, 2011. N3 (23)

странах, например в Перу, Орган банковского надзора требует, чтобы банки регулировали согласованность между инвалютными активами и обязательствами так, чтобы разрыв между ними составлял не более одного процента<sup>119</sup>.

Кроме того, в качестве инструмента макропруденциального регулирования необходимо установить также норматив повалютного паритета на макроуровне в качестве соотношения чистых нехеджированных обязательств в иностранной валюте и общих банковских активов<sup>120</sup> (разрыв между активами и обязательствами национальной банковской системы в иностранной валюте).

Необходимо законодательно запретить банкам, пенсионным фондам и страховым компаниям осуществление операций на рынках деривативов, корпоративных ценных бумаг и «Форекс», разрешая лишь брокерские операции по поручительству клиентов.

И, наконец, следует незамедлительно отказаться от действующей в Армении политики резервных требований и перейти к реализации новых инновационных подходов<sup>121</sup>.

*- развитие институтов финансового посредничества*

Учитывая превалирование банковского сектора среди других секторов финансовой системы в Армении, необходимо проводить целенаправленную политику по развитию других, небанковских 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 инструменты долгосрочных вложений, которые будут направлены на развитие реального сектора страны, а значит обусловят повышение темпов экономического роста в долгосрочной перспективе.

---

<sup>119</sup> Prat, Stephanie, 2007, "The Relevance of Currency Mismatch Indicators: An Analysis through Determinants of Emerging Market Spreads," *Economie Internationale*, No111(3).

<sup>120</sup> Romain Ranciere, Aaron Tornell and Athanasios Vamvakidis, *A New Index of Currency Mismatch and Systemic Risk*, IMF working paper, WP/10/263

<sup>121</sup> Сандоян Э.М. Подход к развитию политики резервных требований Центральных банков. Журнал "Вопросы регулирования экономики", ISSN 2078-5429 (Print), Online - ISSN 2412-6047 - Ростов-на-Дону, Том 6, N 2, 2015

- законодательные изменения

Согласно статье 200 Конституции Республики Армения<sup>122</sup> с изменениями, внесенными в 2005г. и 2015г., «Основной целью Центрального банка является 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 предусматривает условий необходимости достижения именно низких цен, а во-вторых, вынуждает Центральный банк стать заложником собственного целевого ориентира. Безусловно, не следовало бы подобную целепостановку выносить на конституционный уровень, но, тем не менее, Конституция требует обеспечения стабильных или, как принято трактовать в экономической теории, умеренных, но никак не низких цен, следовательно, Центральный банк вправе реализовывать более гибкую денежно-кредитную политику, стимулирующую экономический рост.

Поправка 2015г. добавила к обязательствам Центрального Банка РА также обеспечение финансовой стабильности<sup>123</sup>. По нашему мнению, формулировка «финансовой стабильности» включает в себя стабильность всех элементов финансовой системы, а значит, например, стабильность 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 Центрального Банка РА входит решение задач по обеспечению стабильности государственного бюджета. Более того, в Законе о Центральном Банке РА<sup>124</sup> также предусмотрен пункт относительно независимости ЦБ РА от государственных органов, что опять же противоречит отмеченной статье в Конституции РА. Таким образом, напрашивается необходимость законодательного уточнения формулировки «финансовая стабильность».

Кроме того, учитывая неэффективность реализации режима инфляционного таргетирования, а также значительное замедление темпов экономического роста в Армении за последние девять лет, на наш взгляд, 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 стратеги-

<sup>122</sup> Конституция Республики Армения с изменениями. Принята 06.12.2015.

<sup>123</sup> Конституция Республики Армения с изменениями. Принята 06.12.2015.

<sup>124</sup> Закон Республики Армения о Центральном Банке Республики Армения. Статья 1 п. 5.

ческой 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 в последние годы. В таких условиях все направления макроэкономической политики, включая денежно-кредитное регулирование, должны быть направлены на достижение именно отмеченной выше цели.

Наконец, Статья 4 п.2 Закона РА о ЦБ РА гласит: «Если другие задачи Центрального банка противоречат его основной задаче, Центральный банк отдает приоритет основной задаче и руководствуется необходимостью ее реализации», что, фактически, вынуждает ЦБ РА в ущерб, в том числе и экономическому росту вести на протяжении многих лет жесткую денежно-кредитную политику. Интересно так же, 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 наш взгляд, 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>125</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 развитости соседних государств, конъюнктура валютного рынка и т.д. Вмешательство со стороны денежных властей может быть прямым или косвенным»<sup>126</sup>.

Фактически, данный режим валютного регулирования предполагает возможность Центрального Банка РА активно, как прямо, так и косвенно, вмешиваться в валютный рынок с целью формирования определенного курса. Причем, как указано выше, речь идет о поддержании долгосрочного тренда.

В этой связи, целесообразно пересмотреть политику валютного регулирования, таргетируя не стабильность курса, а экономический рост.

*- конвергенция (гармонизация) подходов к политике валютного регулирования в рамках ЕАЭС*

В контексте вхождения в ЕАЭС страны евразийского экономического пространства подвержены большему 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 предлагаем пересмотреть подходы к валютному регулированию, придерживаясь созвучности изменений обменного курса драма траектории движения курса российского рубля.

*- стимулирование экспорта*

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

---

<sup>125</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.

<sup>126</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.

роста. Иными словами, динамика драма должна быть направлена не на искусственное укрепление и сдерживание на таких позициях, а наоборот, обесценение. Бесспорно, 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 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 в Армении в последние девять лет является единственным способом быстрого выхода из ловушки экономической стагнации.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

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 быстродейственных 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 первоочередной 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 замедления темпов экономического роста, сложившихся в последние годы.

В результате проведенных исследований нами предлагаются 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.

✓ Валютная политика носит жесткий характер и не соответствует заявленному режиму валютного регулирования, что, в первую очередь, обу-

словлено отсутствием других возможных инструментов монетарного регулирования у ЦБ РА при достижении номинального якоря денежно-кредитной политики. В результате анализа ключевых факторов укрепления курса национальной валюты в период 2003–2009гг. 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. Более того, валютная политика в последние 20 лет нанесла неоспоримый ущерб экономике, в целом, экспортному потенциалу экономики, в частности. Жесткое регулирование обменного курса национальной единицы искажает денежно-кредитную политику и ее воздействие на реальный сектор.

✓ Нерыночные механизмы валютного регулирования усугубили негативные последствия влияния на экономику Армении двух последних кризисов, проявившихся в 2009г. и 2014г. Наши исследования позволили выявить тесную взаимообусловленность волатильности обменного курса драма и волатильностью обменного курса российского рубля и, в целом, от общего состояния экономики 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.

✓ 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. В работе выявлена и обоснована «ловушка» таргетирования инфляции, когда «денежные власти», не преследуя цели 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.

✓ В работе также рассмотрено воздействие валютной политики на темпы экономического роста в Армении, оценена степень возможного негативного и положительного влияния валютного регулирования на ВВП, в том числе и с точки зрения необходимости реализации политики, созвучной с валютной политикой Банка России. За последние 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.

✓ Нами произведена попытка количественной оценки потенциальных потерь и выгод для экономического роста в Армении в случае координации или не координации валютной политики Армении с политикой валютного ре-

гулирования Банка России, на основе чего были построены различные сценарии для потенциального экономического роста – в зависимости от сценариев изменения ключевых факторов роста российской экономики.

✓ Предложен подход к развитию системы валютного регулирования в Армении с целью достижения более высоких и устойчивых темпов экономического роста.

✓ 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.

✓ 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 приемлемым уровнем целевого ориентира в рамках инфляционного таргетирования может стать 8–12% ежегодного роста цен.

✓ Следует пересмотреть показатель, используемый в качестве целевого ориентира (так называемый «очищенный показатель ИПЦ»), а так же методику его расчета с целью более объективной характеристики инфляционного фона в экономике, а значит: более реалистичных механизмов регулирования колебаний роста цен в реальном секторе.

✓ Необходимо достичь значительного повышения уровня доверия к монетарной политике и «денежным властям», что позволит использовать канал инфляционных ожиданий в качестве инструментария денежно-кредитного регулирования.

✓ Напрашивается необходимость кардинального развития и углубления институтов финансового посредничества, что позволит значительно повысить эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

✓ Необходимо разработать механизм координации и гармонизации валютной политики Армении с политикой валютного регулирования в РФ с целью достижения конвергенции в подходах, обеспечивающей повышение экспортного потенциала экономики и стимулирование экономического роста в целом.

## ЛИТЕРАТУРА

### I. Научные статьи и книги

1. *Թնիկյան Ա.* Դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության մեխանիզմները տնտեսության և գործարար միջավայրի վրա // «21-րդ ԴԱԸ», թիվ 1 (41), 2012թ. էջ. 94-95:
2. *Թավադյան Ա.* Դրամավարկային քաղաքականությունը տնտեսական անվտանգության տեսանկյունից «21-րդ ԴԱԸ», թիվ 6 (64), 2015թ. էջ. 80-88:
3. Մկրտչյան Շ., Քամալյան Հ. ՀՀ դրամավարկայի նքաղաքականությունը գնաճի նպատակադրման ռազմավարության պայմաններում. Քանակական գնահատում՝ կառուցվածքային ավտորեգրեսսիոն մոդելի միջոցով // «Ֆինանսներ և էկոնոմիկա», №1 (127) / հունվար 2011, էջ 64-66:
4. Սանդոյան Է., Կարապետյան Է. Ռաջիոնալ դրամավարկային քաղաքականության մոդելի ընտրությունն անցումային տնտեսությամբ երկրներում // «Ֆինանսներ և էկոնոմիկա», №4-5 / մարտ-ապրիլ 2005, էջ 98-105:
5. Սանդոյան Է., Տնտեսական լճացումը ՀՀ-ում 2009-2016 թ.թ.՝ պատճառները, հետևանքները և հեռանկարները: Вестник Российско-Армянского Университета (серия: гуманитарные и общественные науки). Ер.: Изд-во РАУ, 2017, N1 (25). - С. 212.
6. Айвазян С.А., Бродский Б.Е., Сандоян Э.М., Восканян М.А., Манукян Д.Э. Макроэконометрическое моделирование экономик России и Армении. // Прикладная Эконометрика № 30 (2) 2013.
7. Багратян Г.А. Мегаэкономика и глобальные экономические проблемы: Учебно-методическое пособие. - Ер.: Изд-во РАУ, 2013. - 252 стр.
8. 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
9. Восканян М.А. Денежно-кредитная политика ЦБ РА: 20 лет реформ // Эл/ресурс:  
<http://regconf.hse.ru/uploads/9dbc422e84acbab516a3b0d4e403871571176c64.pdf>

10. 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, Т. 4. Гуманитарные науки: экономика, социология. - Ер.: Изд-во ЕГУ, 2013. - 344 С. - Стр. 243-250;
11. Восканян М.А. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 00.03. – «Финансы, денежное обращение и кредит» на тему «Проблемы инфляционного таргетирования в денежно-кредитной политике (на примере Республики Армения)». 2008г.
12. 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», Ер., 2009, Ст. 61-74
13. Восканян М.А. Режимы денежно-кредитной политики. (учебно-методическое пособие). Ер.: Изд-во «Экономист», 2009.
14. Восканян М.А. Трансмиссионный механизм монетарной политики Армении в условиях инфляционного таргетирования. Сборник научных трудов «Информационные технологии и управление» (6), «Энциклопедия – Арменика», Ер., 2007.
15. 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», Ер., 2007, 152-165.
16. 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», Ер., Изд-во РАУ, Ереван, 2007, 94-100.
17. 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.
18. 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.
19. 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 .

20. 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 .
21. 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 конференция(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.;
22. 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)
23. Восканян М.А., Режимы денежно-кредитной политики. (учебно-методическое пособие). Ер.: Изд-во «Экономист», 2009;
24. Головнин М.Ю. Долларизация в переходных экономиках России и стран Центральной и Восточной Европы ... М.: Вершина, 2003. - 251с.
25. Данилина М.В. Функционирование государственного нефтяного стабилизационного фонда (Опыт Норвегии).- Журнал Проблемы прогнозирования, 2004, N4.- с. 59-69
26. диссертации на соискание ученой степени к.э.н. М. 2009, с. 3
27. Дынникова О.В. Макроэкономические перспективы укрепления рубля и валютная политика. Научный доклад. М. 2000, 34 с.
28. 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)
29. Картаев Ф.С. Издержки меню, монетарная политика и долгосрочный экономический рост// Научные исследования экономического факультета. Электронный журнал. 2012. №2, с. 39
30. Картаев Ф.С. Моделирование влияния валютного курса рубля на динамику ВВП. // Автореферат
31. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. М.: Прогресс, 1978.
32. Колосюк Н.А. Причины азиатского финансового кризиса // Известия Восточного института. №7. 2003, с. 42-47
33. 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.
34. Моисеев С.Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики // Финансы и кредит. – 2002. – №18, с. 38
  35. Сандоян Э.М. Перспективы выбора альтернативных подходов к политике валютного регулирования в Армении. Международный научно-практический журнал "Вестник финансового университета". - Москва, Том 21, N 1, 2017
  36. 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>
  37. Сандоян Э.М. Подход к развитию политики резервных требований Центральным банкам. Журнал "Вопросы регулирования экономики", ISSN 2078-5429 (Print), Online - ISSN 2412-6047 - Ростов-на-Дону, Том 6, N 2, 2015
  38. Сандоян Э.М., Акопян Л.М. Неинфляционная монетизация экономики как фактор экономического развития // Экономика и финансы. Вестник Нижегородского университета им. Н.И. Лобачевского, 2008, № 5, с. 178–181
  39. Сандоян Э.М., Акопян Л.М. Неинфляционная монетизация экономики как фактор экономического развития. Вестник Нижегородского университета им.Н.И.Лобачевского. Экономика и финансы. – Нижний Новгород: Изд-во ННГУ, 2008, N6
  40. Сандоян Э.М., Восканян М.А. Валютное регулирование в Республике Армения: проблемы и перспективы развития. о материалах семинара на тему «Политика валютного регулирования в РА: проблемы и перспективы развития»: Российско-Армянский университет (19 октября 2016г.)/ Под редакцией Э.М. Сандояна, М.А. Восканян. – Ер.: Изд-во РАУ, 2017. – 44с.
  41. Сандоян Э.М., Восканян М.А. 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
  42. Сандоян Э.М., Саркисян Р.А. О необходимости пересмотра норматива регулирования открытой валютной позиции в банковских системах стран с переходной экономикой. XIX Кондратьевские чтения «Модернизация

- Российской экономики: уроки прошлого, шансы и риски»/ Тезисы участников Чтений. Международный фонд Н. Д. Кондратьева.-М: МФК, 2011
43. Сандоян Э.М., Саркисян Р.А. Экономика Армении: современное состояние, тенденции и проблемы. Журнал ЭФИ: "Экономика, финансы, исследования". -Астана: Изд-во АО «Институт Экономических исследований» МЭБП РК,2011. N3 (23)
  44. 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
  45. Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России. 1998–2002. М., 2003.
  46. 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.
  47. 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
  48. 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.
  49. 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.
  50. Bailliu, J., Lafrance, R. and Perrault, J.F. Does Exchange Rate Policy Matter for Growth? *International Finance*, 6(3), 2003. p.381-414.
  51. Barro and Gordon. 1983. Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics* 12: 101-121.
  52. 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
  53. 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).
  54. 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*.
  55. Bernanke B.S., Gertler M.. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission // *Journal of economic perspectives*, vol. 9, N. 4, 1995, pp. 27-28

56. Bohm, H. and Funke, M. Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter for Investment? CESifo Working Paper, 578, 2001. p.1-25.
57. Boyer, Robert S., 1978, „Optimal Foreign Exchange Market Intervention,“ *Journal of Political Economy*: 1045-1055
58. Bussière M., Lopez C., Tille C.. Do Real Exchange Rate Appreciations Matter for Growth? Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper No: 06. 2014. 41 pp.
59. 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.
60. 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.
61. 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.
62. 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
63. Edwards, Sebastian, 1996, „The Determinants of the Choice Between Fixed and Flexible Exchange-rate Regimes,“ NBER Working Paper No. 5756.
64. Eichengreen, Barry, (1994), *International Monetary Arrangements for the 21st Century* (Washington DC: Brookings Institution);
65. Francesco Giavazzi and Alberto Giovannini. Monetary Policy Interactions under Managed Exchange Rates. *Economica*, 1989, vol. 56, issue 222, pages 199-213;
66. Friedman M. “The Lag in Effect of Monetary Policy” // *Journal of Political Economy*, Vol. 69, No.5, 1961, pp. 457-460.
67. Friedman M. “The Role of Monetary Policy” // *The American Economic Review*, Vol. 58, No. 1, 1968, pp.12.
68. Friedman, Milton (1953) “The Case for Flexible Exchange Rates” in *Essays in Positive Economics* (Chicago, University Press).
69. Garofalo, P. Exchange Rate Regimes and Economic Performance: The Italian Experience. *Banca D'Italia Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche*, 10, 2005, p.1-50.
70. 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.
71. Goldstein, M. *Managed Floating Plus*. Washington DC: Institute for International Economics, Policy Analyses in International Economics. 2002

72. Guembel, Alexander and Oren Sussman (2004) "Optimal Exchange Rates" *Journal of the European Economic Association* 2-6, 1242-1274.
73. 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.
74. Harker P.T. *Growth and the Role of Economic Policies // Money Marketeers of New York University, Inc., New York, 2016*
75. Heller, H. Robert, 1978, „Determinants of Exchange Rate Practices,“ *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 10 (August): 308--321
76. Henderson, Dale W., 1979, „Financial Policies in Open Economies,“ *American Economic Review* 69(2): 232--39
77. Humpage O.F., "Monetary policy and real economic growth," *Economic Commentary*, Federal Reserve Bank of Cleveland, 1996. p. 2
78. Husain A., Mody A., Rogoff K. S. Exchange rate regime durability and performance in developing versus advanced economies // NBER working paper. 2004. 47 pp.
79. 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
80. Jevons, W.S. (1875), *Money and the Mechanism of Exchange*, London: Appleton. p. 3
81. John B. Taylor *The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework Journal of Economic Perspectives*-Volume 9, Number 4, 1995, pp. 15-17
82. Kappler, M., H. Reisen, M. Schularick, and E. Turkisch, E., "The Macroeconomic Effects of Large Exchange Rate Appreciations", *Open Economies Review*. 2012
83. 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
84. Krugman, Paul, 1979, „A Model of Balance of Payments Crises,“ *Journal of Money, Credit and Banking* 11 (August): 311--25
85. Levy-Yeyati, Eduardo and Federico Sturzenegger (2003) "To Float or to Fix" *American Economic Review* 93(4), 1173-1193.
86. 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;
87. McKinnon, Ronald, 1963, „Optimum Currency Areas,“ *American Economic Review* 53 (September): 717—725;

88. McKinnon, Ronald, 1981, „The Exchange Rate and Macroeconomic Policy: Changing Postwar Perceptions,“ *Journal of Economic Literature* 19(2): 531--537.
89. McKinnon, Ronald, 1993, *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy* (Baltimore: Johns Hopkins University Press)
90. Mcleod D., Mileva E. Real Exchange Rates and Productivity Growth // Fordham University Department of Economics Discussion Paper No: 2011-04.
91. 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).
92. 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
93. Mishkin, Frederic S. The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy // NBER Working papers, N 5464, 1996
94. 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.
95. Mundell, R.A., 1961. A theory of optimum currency areas. *American Economic Review* 53, 657–665.;
96. Mussa, Michael (1986) “Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 25, 117-214.
97. Obstfeld, Maurice, 1996, „Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features,“*European Economic Review* 40 (April): 1037
98. 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..
99. Plosser C.I. *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
100. Prat, Stephanie, 2007, “The Relevance of Currency Mismatch Indicators: An Analysis through Determinants of Emerging Market Spreads,” *Economie Internationale*, No111(3).
101. R. McKinnon, G.Schnabl. The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin *Review of Development Economics*, 8(3), 331–360, 2004
102. Rapetti M., Skott P, Razmi A. The Real Exchange Rate and Economic Growth: are Developing Countries Different? // Working Paper 2011-07. 18 pp.

103. Rodrik D. The Real Exchange Rate and Economic Growth: Theory and Evidence. 2007. 37 pp.
104. Rogoff, Kenneth, Ashoka Mody, N.Oomes, R. Brooks, and Aasim 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.
105. Romain Ranciere, Aaron Tornell and Athanasios Vamvakidis, A New Index of Currency Mismatch and Systemic Risk, IMF working paper, WP/10/263
106. 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
107. Sandoyan E., Davoyan L. Enhancing Financial Deepening as a Factor of Reducing the Inflationary Pressure in Post-Soviet Economies. Journal Global Policy and Governance. - Springer (International Publisher), (ISSN 2194-7740; J Glob Policy Gov DOI 10.1007/s40320-012-0005-0), 2012, N1
108. Sandoyan E., Manukyan D. Exchange Rate Forecast: a New Approach for Armenian Dram. Transition Studies Review. Publisher: Springer Berlin Heidelberg, ISSN: 1614-4007 (Print). Journal no 11300. \_ (Online). ISSN: 1614-4015 (electronic version). DOI: 10.1007/s11300-013-0283-5. Date: July, 2013)
109. 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.;
110. 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.
111. Shambaugh, Jay (2004) "The Effect of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy" Quarterly Journal of Economics 119-1, 301-352.
112. Shambaugh, Jay (2004) "The Effect of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy" Quarterly Journal of Economics 119-1, 301-352.
113. Stockman, Alan C. (2000) "Exchange Rate Systems in Perspective" Cato Journal 20-1, 115-122.
114. Svensson L. Inflation Targeting // National bureau of economic research, Working Paper 16654. 2010. pp. 11-12.
115. 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.
116. William Poole Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model.: Source: The ... 84, No. 2 (May, 1970), pp. 197-216.

117. Woodford, M. Interest and Prices, Princeton: Princeton University Press.2003

## **II. Законы, законодательные и нормативные акты.**

- 118. Закон о Центральном банке Республики Армения.
- 119. Закон о Центральном банке Республики Казахстан.
- 120. Закон о Центральном банке России.
- 121. Закон о Центральном банке Республики Беларусь

## **III. Статистические и информационные источники.**

- 122. Официальный сайт Национальной Статистической Службы Республики Армения, 2016, [www.armstat.am](http://www.armstat.am)
- 123. Официальный сайт Национального Банка Республики Казахстан, [www.nationalbank.kz](http://www.nationalbank.kz)
- 124. Официальный сайт Центрального банка Армении, [www.cba.am](http://www.cba.am)
- 125. Официальный сайт Банка России, [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)
- 126. Официальный сайт Института экономики переходного периода, [www.iet.ru](http://www.iet.ru)
- 127. Официальный сайт Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования, [www.forecast.ru](http://www.forecast.ru)
- 128. Официальный сайт Центра развития, [www.dcente.ru](http://www.dcente.ru)
- 129. Официальный сайт Института комплексных стратегических исследований, [www.icss.ac.ru](http://www.icss.ac.ru)
- 130. Finstats 2011 World Bank <http://info.worldbank.org/>
- 131. База данных Армянской Фондовой Биржи Nasdaq Omx - <https://nasdaqomx.am/>
- 132. База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2016 (WDI)) - <http://data.worldbank.org>

## ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1.

### 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

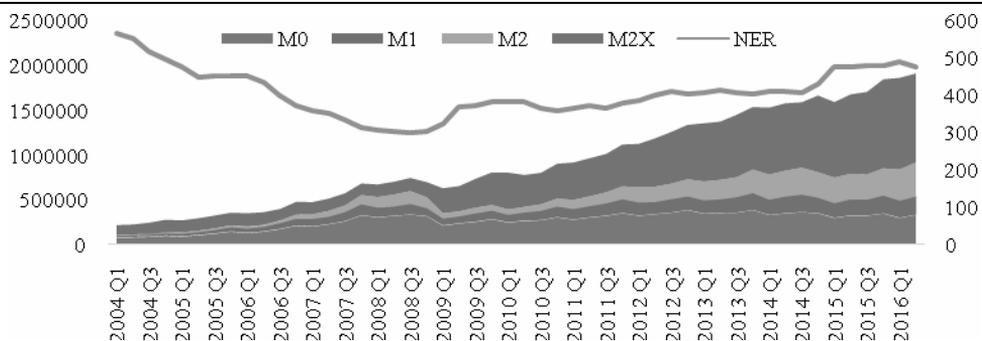
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TRANS(2)	-0.037806	0.018253	-2.071228	0.0456
C	4.031825	1.650093	2.443393	0.0196
D3	-3.772693	0.894105	-4.219520	0.0002
AR(1)	0.471301	0.151011	3.120967	0.0035
R-squared	0.452904	Mean dependent var		0.325000
Adjusted R-squared	0.407313	S.D. dependent 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 2.

### 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

### 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

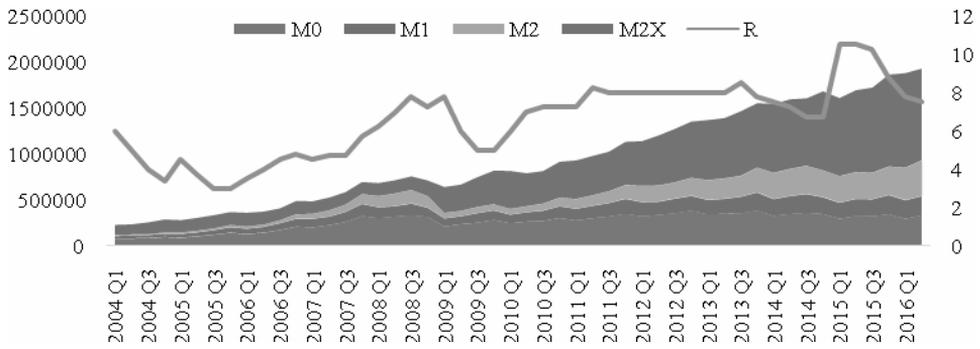
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NER	-1.618340	0.272148	-5.946546	0.0000
C	0.064393	0.010080	6.387952	0.0000
R-squared	0.429344	Mean dependent var	0.070304	
Adjusted R-squared	0.417203	S.D. dependent var	0.091979	
S.E. of regression	0.070218	Akaike info criterion	-2.434459	
Sum squared resid	0.231738	Schwarz criterion	-2.357242	
Log likelihood	61.64424	Hannan-Quinn criter.	-2.405163	
F-statistic	35.36141	Durbin-Watson stat	0.552002	
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			

**Регрессионный анализ взаимосвязи между ставкой refinancing и денежными агрегатами**



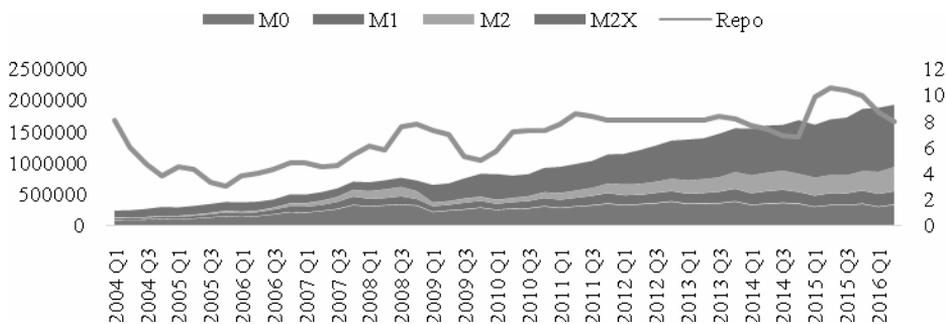
Dependent Variable: M0  
Method: Least Squares

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		

## 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

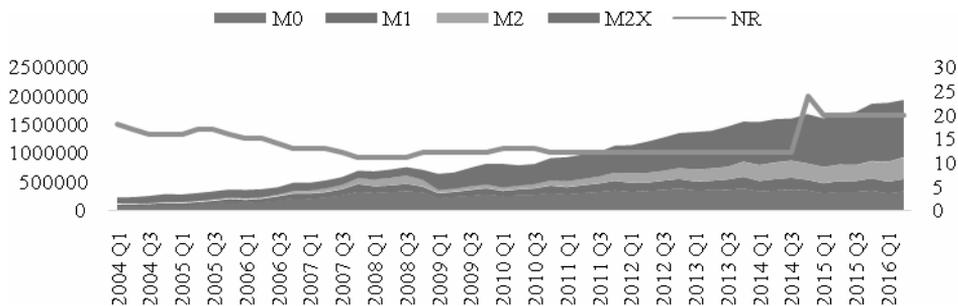
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
REPO	0.000798	0.034516	0.023109	0.9817
C	0.075805	0.026566	2.853499	0.0068
R-squared	0.000013	Mean dependent var	0.075898	
Adjusted R-squared	-0.024986	S.D. dependent var	0.168072	
S.E. of regression	0.170159	Akaike info criterion	-0.657725	
Sum squared 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

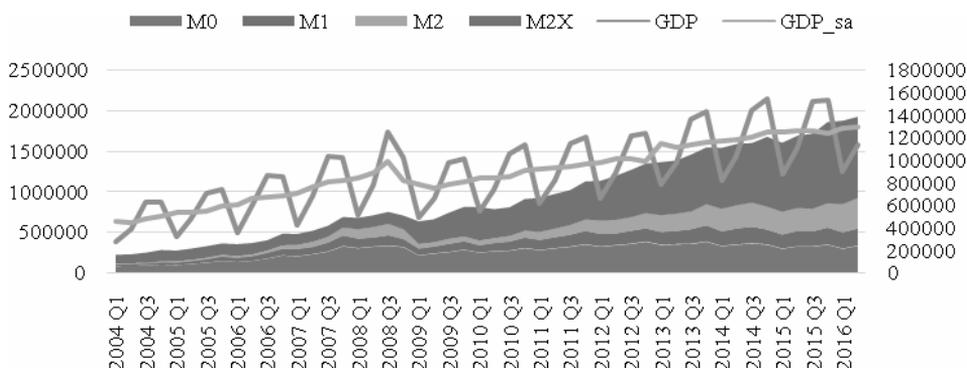
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
REPO	0.011003	0.018665	0.589500	0.5588
C	0.045458	0.014365	3.164417	0.0030
R-squared	0.008613	Mean dependent var	0.046747	
Adjusted R-squared	-0.016172	S.D. dependent var	0.091279	
S.E. of regression	0.092014	Akaike info criterion	-1.887297	
Sum squared 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			

### Регрессионный анализ взаимосвязи между нормой резервирования и денежными агрегатами



Dependent Variable: M0 Method: Least Squares					Dependent Variable: M1 Method: Least Squares				
Sample: 2004Q2 2016Q2 Included observations: 49					Sample: 2004Q2 2016Q2 Included observations: 49				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NR	-0.010805	0.004808	-2.247077	0.0294	NR	-0.007843	0.004095	-1.915068	0.0611
C	0.028252	0.009009	3.136146	0.0030	C	0.042573	0.007673	5.548747	0.0001
R-squared	0.097011	Mean dependent var	0.027811		R-squared	0.072383	Mean dependent var	0.04225	
Adjusted R-squared	0.077798	S.D. dependent var	0.065651		Adjusted R-squared	0.052647	S.D. dependent var	0.05516	
S.E. of regression	0.063045	Akaike info criterion	-2.649974		S.E. of regression	0.053696	Akaike info criterion	-2.97101	
Sum squared resid	0.186810	Schwarz criterion	-2.572751		Sum squared resid	0.135511	Schwarz criterion	-2.89379	
Log likelihood	66.92436	Hannan-Quinn criter.	-2.620678		Log likelihood	74.78978	Hannan-Quinn criter.	-2.94171	
F-statistic	5.049354	Durbin-Watson stat	0.932680		F-statistic	3.667487	Durbin-Watson stat	0.44222	
Prob(F-statistic)	0.029370				Prob(F-statistic)	0.061580			
Dependent Variable: M2 Method: Least Squares					Dependent Variable: M2X Method: Least Squares				
Sample: 2004Q2 2016Q2 Included observations: 49					Sample: 2004Q2 2016Q2 Included observations: 49				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NR	-0.007753	0.006998	-1.107810	0.2736	NX	-0.230180	0.072909	-3.157072	0.0028
C	0.070621	0.013112	5.385954	0.0000	C	0.047409	0.011329	4.184854	0.0001
R-squared	0.025447	Mean dependent var	0.070304		R-squared	0.174962	Mean dependent var	0.045807	
Adjusted R-squared	0.004712	S.D. dependent var	0.091979		Adjusted R-squared	0.157408	S.D. dependent var	0.086305	
S.E. of regression	0.091763	Akaike info criterion	-1.899266		S.E. of regression	0.079221	Akaike info criterion	-2.193183	
Sum squared resid	0.395757	Schwarz criterion	-1.822049		Sum squared resid	0.294973	Schwarz criterion	-2.115966	
Log likelihood	48.53201	Hannan-Quinn criter.	-1.869970		Log likelihood	55.73298	Hannan-Quinn criter.	-2.163887	
F-statistic	1.227243	Durbin-Watson stat	0.206037		F-statistic	9.967104	Durbin-Watson stat	1.667558	
Prob(F-statistic)	0.273581				Prob(F-statistic)	0.002782			

**Регрессионный анализ взаимосвязи ВВП с денежными агрегатами**



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

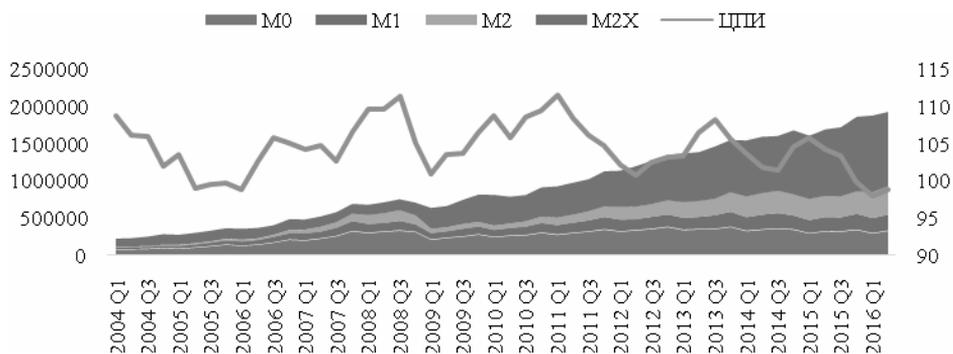
R-squared	0.827930	Mean dependent var	0.021700
Adjusted R-squared	0.820449	S.D. dependent var	0.017644
S.E. of regression	0.007476	Akaike info criterion	-6.894890
Sum squared resid	0.002571	Schwarz criterion	-6.779064
Log likelihood	171.9248	Hannan-Quinn criter.	-6.850946
F-statistic	110.6667	Durbin-Watson stat	0.552440
Prob(F-statistic)	0.000000		

**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			

**Регрессионный анализ взаимосвязи ИПЦ с денежными агрегатами**

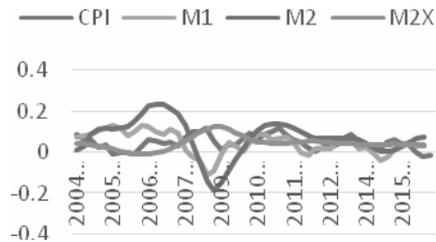
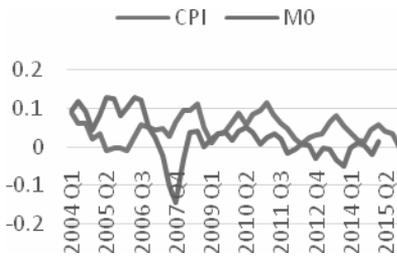


Dependent Variable: CPI  
 Method: Least Squares  
 Sample: 2004Q2 2016Q2  
 Included observations: 49

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	0.918168
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		

Dependent Variable: CPI  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 2004Q2 2008Q2  
 Included observations: 17

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

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		

Dependent Variable: CPI  
 Method: Least Squares  
 Sample (adjusted): 2010Q3 2016Q2  
 Included observations: 24 after adjustments

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

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		

Dependent Variable: CPI  
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2005Q2 2008Q2  
Included observations: 13 after adjustments

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
R-squared	0.684244	Mean dependent var	0.037444	
Adjusted R-squared	0.655539	S.D. dependent var	0.037106	
S.E. of regression	0.021778	Akaike info criterion	-4.675221	
Sum squared resid	0.005217	Schwarz criterion	-4.588309	
Log likelihood	32.38896	Hannan-Quinn criter.	-4.693091	
F-statistic	23.83704	Durbin-Watson stat	1.202007	
Prob(F-statistic)	0.000485			

Dependent Variable: CPI  
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2009Q4 2016Q2  
Included observations: 27 after adjustments

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
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			

Dependent Variable: CPI  
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2005Q2 2008Q2  
Included observations: 13 after adjustments

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
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.	-4.693091	
F-statistic	23.83704	Durbin-Watson stat	1.202007	
Prob(F-statistic)	0.000485			

Dependent Variable: CPI  
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2009Q4 2016Q2  
Included observations: 27 after adjustments

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
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			

Dependent Variable: CPI  
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2010Q1 2016Q2  
Included observations: 26 after adjustments

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
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			

Dependent Variable: CPI  
Method: Least Squares

Sample: 2004Q2 2008Q2  
Included observations: 17

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
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			

Dependent Variable: CPI  
Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2009Q2 2016Q2  
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2X(-3)	0.496267	0.198004	2.506354	0.0185
C	0.015558	0.013092	1.188329	0.2451
R-squared	0.188746	Mean dependent var	0.045297	
Adjusted R-squared	0.158700	S.D. dependent var	0.032485	
S.E. of regression	0.029796	Akaike info criterion	-4.122441	
Sum squared resid	0.023970	Schwarz criterion	-4.028145	
Log likelihood	61.77539	Hannan-Quinn criter.	-4.092909	
F-statistic	6.281809	Durbin-Watson stat	0.513095	
Prob(F-statistic)	0.018524			

Dependent Variable: CPI  
Method: Least Squares

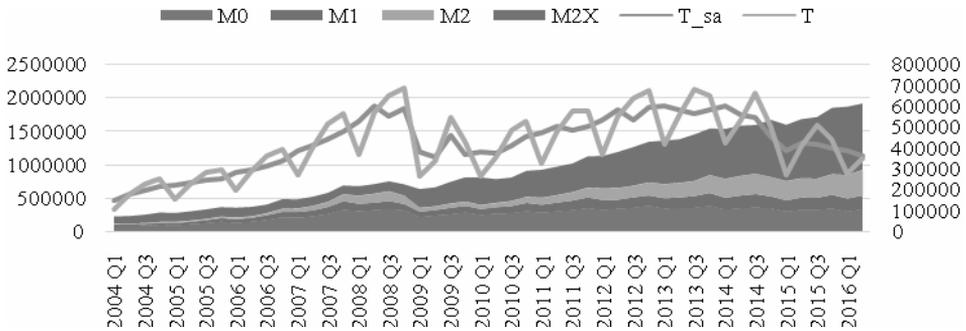
Sample (adjusted): 2009Q3 2016Q2  
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2X(-4)	0.681802	0.182106	3.743996	0.0009
C	0.004275	0.012180	0.350994	0.7284
R-squared	0.350284	Mean dependent var	0.045642	
Adjusted R-squared	0.325295	S.D. dependent var	0.033027	
S.E. of regression	0.027128	Akaike info criterion	-4.307740	
Sum squared resid	0.019134	Schwarz criterion	-4.212583	
Log likelihood	62.30837	Hannan-Quinn criter.	-4.278650	
F-statistic	14.01751	Durbin-Watson stat	0.595795	
Prob(F-statistic)	0.000908			

<p>Dependent Variable: CPI Method: Least Squares</p> <p>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>M2X(-5)</td> <td>0.823999</td> <td>0.164092</td> <td>5.021565</td> <td>0.0000</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>-0.004667</td> <td>0.011108</td> <td>-0.420171</td> <td>0.6779</td> </tr> </tbody> </table> <p>R-squared 0.502152 Mean dependent var 0.045980 Adjusted R-squared 0.482238 S.D. dependent var 0.033606 S.E. of regression 0.024182 Akaike info criterion -4.535263 Sum squared resid 0.014619 Schwarz criterion -4.439275 Log likelihood 63.22605 Hannan-Quinn criter. -4.506721 F-statistic 25.21612 Durbin-Watson stat 0.737407 Prob(F-statistic) 0.000035</p>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	M2X(-5)	0.823999	0.164092	5.021565	0.0000	C	-0.004667	0.011108	-0.420171	0.6779	<p>Dependent Variable: CPI Method: Least Squares</p> <p>Date: 12/14/16 Time: 10:12 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>M2X(-6)</td> <td>0.879495</td> <td>0.157325</td> <td>5.590322</td> <td>0.0000</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>-0.009566</td> <td>0.010785</td> <td>-0.886974</td> <td>0.3839</td> </tr> </tbody> </table> <p>R-squared 0.565624 Mean dependent var 0.045249 Adjusted R-squared 0.547525 S.D. dependent var 0.034052 S.E. of regression 0.022905 Akaike info criterion -4.641085 Sum squared resid 0.012592 Schwarz criterion -4.544309 Log likelihood 62.33411 Hannan-Quinn criter. -4.613217 F-statistic 31.25170 Durbin-Watson stat 0.816812 Prob(F-statistic) 0.000009</p>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	M2X(-6)	0.879495	0.157325	5.590322	0.0000	C	-0.009566	0.010785	-0.886974	0.3839
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																											
M2X(-5)	0.823999	0.164092	5.021565	0.0000																											
C	-0.004667	0.011108	-0.420171	0.6779																											
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																											
M2X(-6)	0.879495	0.157325	5.590322	0.0000																											
C	-0.009566	0.010785	-0.886974	0.3839																											
<p>Dependent Variable: CPI Method: Least Squares</p> <p>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>M0_M1(-4)</td> <td>0.756877</td> <td>0.259616</td> <td>2.915372</td> <td>0.0141</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>-0.026757</td> <td>0.023454</td> <td>-1.140836</td> <td>0.2782</td> </tr> </tbody> </table> <p>R-squared 0.435880 Mean dependent var 0.037442 Adjusted R-squared 0.384596 S.D. dependent var 0.037106 S.E. of regression 0.029109 Akaike info criterion -4.094927 Sum squared resid 0.009320 Schwarz criterion -4.008012 Log likelihood 28.61702 Hannan-Quinn criter. -4.112792 F-statistic 8.499395 Durbin-Watson stat 0.837095 Prob(F-statistic) 0.014053</p>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	M0_M1(-4)	0.756877	0.259616	2.915372	0.0141	C	-0.026757	0.023454	-1.140836	0.2782	<p>Dependent Variable: CPI Method: Least Squares</p> <p>Sample (adjusted): 2005Q3 2008Q2 Included observations: 12 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>M0_M1(-5)</td> <td>0.925837</td> <td>0.166405</td> <td>5.563772</td> <td>0.0002</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>-0.036247</td> <td>0.014946</td> <td>-2.425227</td> <td>0.0357</td> </tr> </tbody> </table> <p>R-squared 0.755833 Mean dependent var 0.041388 Adjusted R-squared 0.731416 S.D. dependent var 0.035792 S.E. of regression 0.018549 Akaike info criterion -4.985759 Sum squared resid 0.003441 Schwarz criterion -4.904941 Log likelihood 31.91455 Hannan-Quinn criter. -5.015680 F-statistic 30.95556 Durbin-Watson stat 1.143447 Prob(F-statistic) 0.000239</p>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	M0_M1(-5)	0.925837	0.166405	5.563772	0.0002	C	-0.036247	0.014946	-2.425227	0.0357
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																											
M0_M1(-4)	0.756877	0.259616	2.915372	0.0141																											
C	-0.026757	0.023454	-1.140836	0.2782																											
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																											
M0_M1(-5)	0.925837	0.166405	5.563772	0.0002																											
C	-0.036247	0.014946	-2.425227	0.0357																											
<p>Dependent Variable: CPI Method: Least Squares</p> <p>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>M0_M1(-8)</td> <td>-0.411951</td> <td>0.138162</td> <td>-2.981659</td> <td>0.0069</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>0.046263</td> <td>0.006123</td> <td>7.555923</td> <td>0.0000</td> </tr> </tbody> </table> <p>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</p>	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																
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																											

**Регрессионный анализ взаимосвязи ИПЦ с частными иностранными трансфертами**

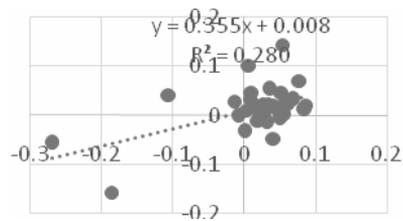
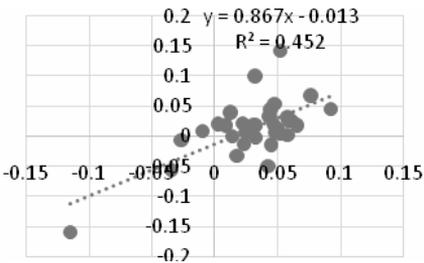
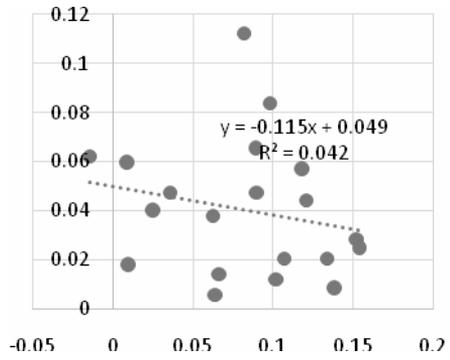
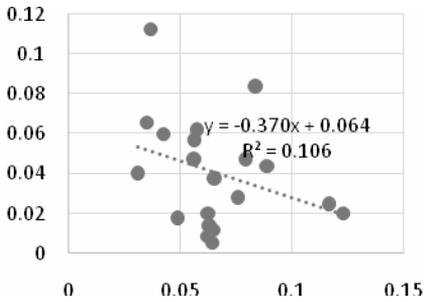
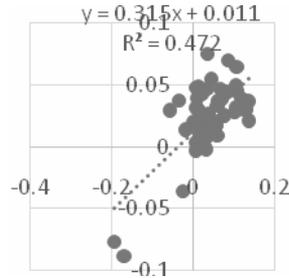
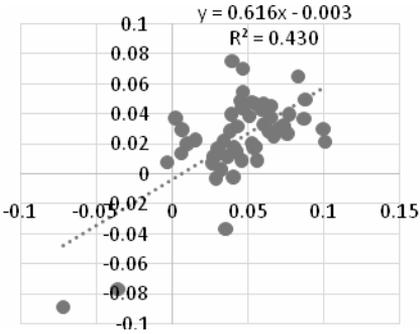
Dependent Variable: M0					Dependent Variable: M2X				
Method: Least Squares					Method: Least Squares				
Date: 11/27/16 Time: 19:45					Date: 11/27/16 Time: 19:45				
Sample: 2004Q2 2016Q2					Sample: 2004Q2 2016Q2				
Included observations: 49					Included observations: 49				
Variable	Coefficient	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			



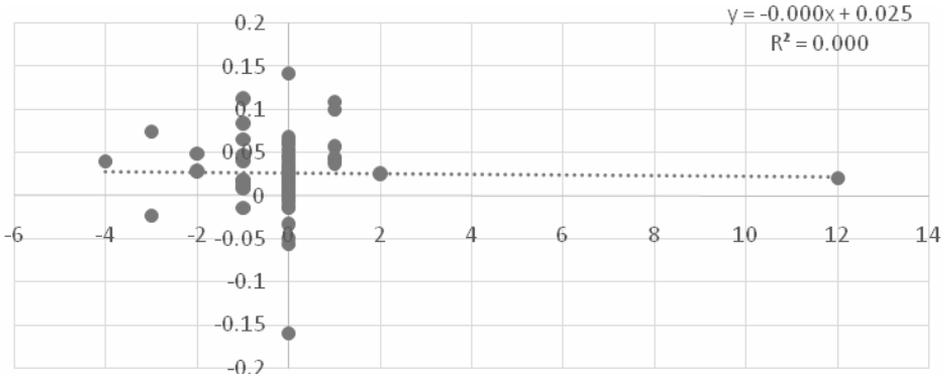
**Регрессионный анализ основных факторов, воздействующих на ВВП**

Dependent Variable: GDP				
Method: Least Squares				
Date: 11/27/16 Time: 19:45				
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			

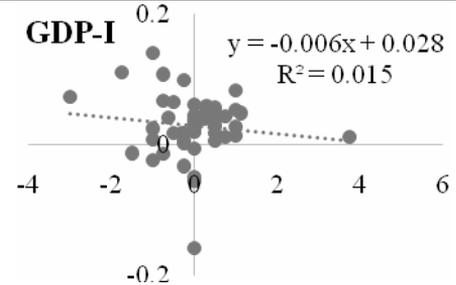
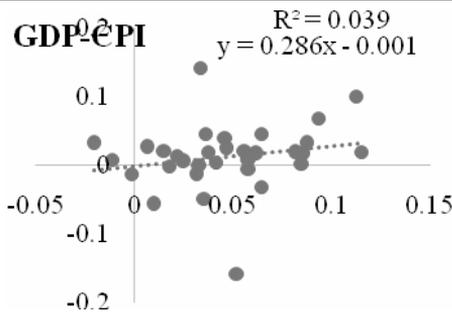
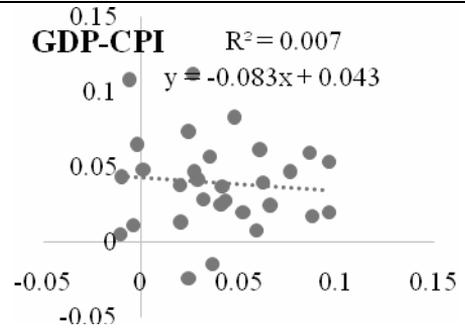
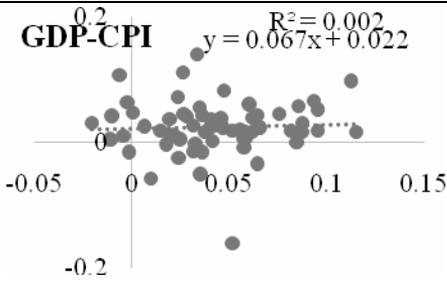
**Регрессионный анализ взаимосвязи между денежными агрегатами и ВВП**

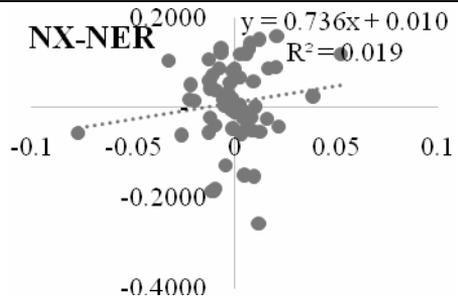
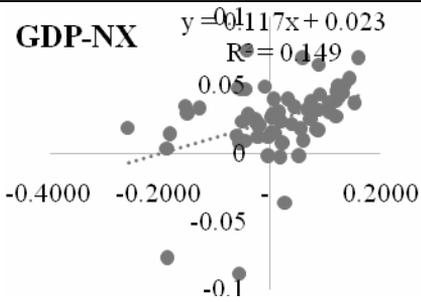
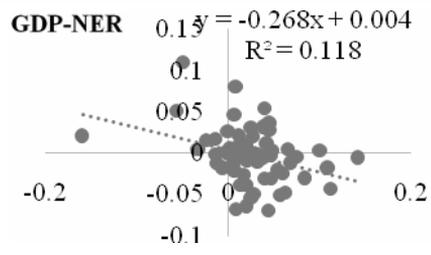
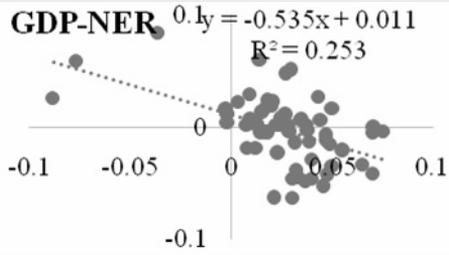
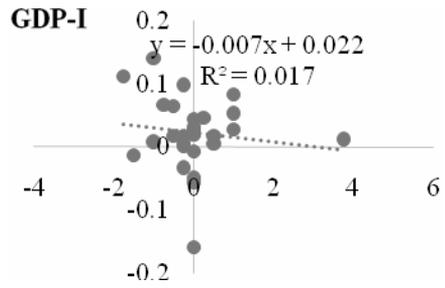
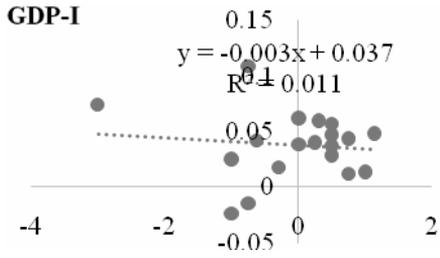


**Регрессионный анализ взаимосвязи между ставкой рефинансирования и ВВП**



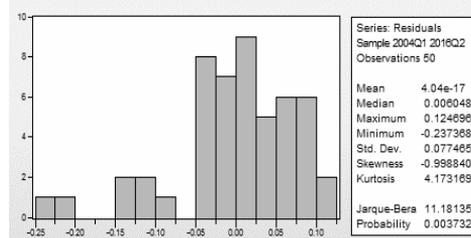
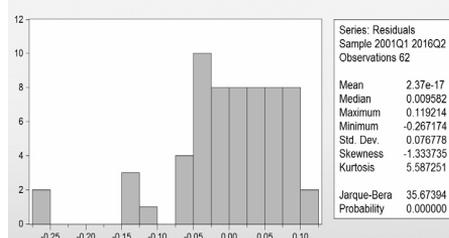
**Регрессионный анализ взаимосвязи между различными факторами и ВВП**





**Результаты регрессионного анализа взаимосвязи ВВП  
и различных факторов.**

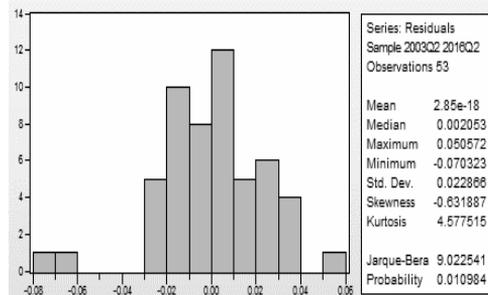
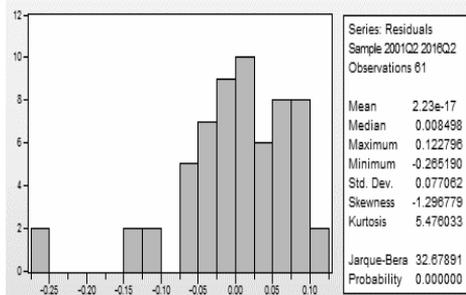
GDP=c+bCPI				
Dependent Variable: DGDP				
Method: Least Squares				
Date: 11/08/16 Time: 21:00				
Sample: 2001Q1 2016Q2				
Included observations: 62				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,076067	0,016287	4,670541	0
CPI	-0,16104	0,304361	-0,52911	0,5987
R-squared	0,004644	Mean dependent 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

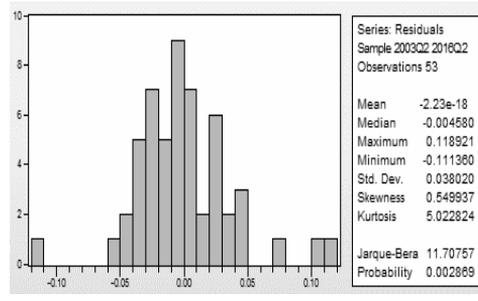
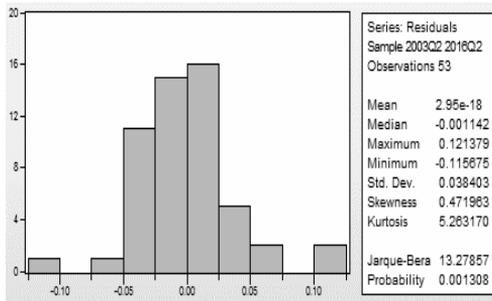
I	0,017282	0,011876	1,455213	0,1521
R-squared	0,042253	Mean dependent var		0,057145
Adjusted R-squared	0,0223	S.D. dependent var		0,079155
S.E. of regression	0,078267	Akaike info criterion		-2,2182
Sum squared resid	0,294037	Schwarz criterion		-2,14172
Log likelihood	57,4549	Hannan-Quinn criter.		-2,18907
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			

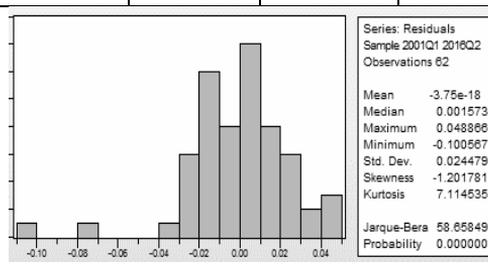
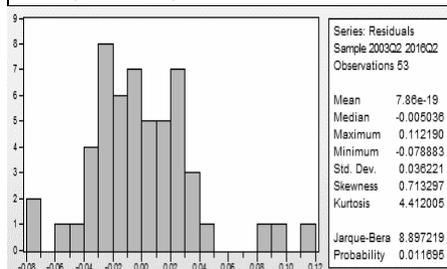
GDP=c+bM1				
Dependent Variable: GDP				
Method: Least Squares				
Date: 11/09/16 Time: 21:39				
Sample (adjusted): 2003Q2 2016Q2				
Included observations: 53 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,011404	0,006214	1,835197	0,0723
M1_S	0,386623	0,10025	3,856583	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			

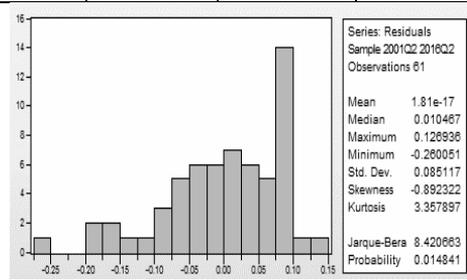
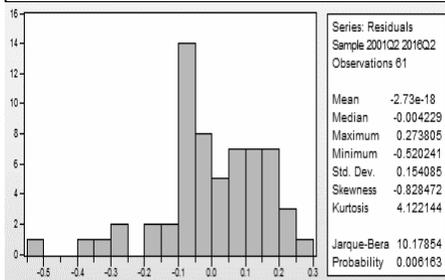
GDP=c+bM2x				
Dependent Variable: GDP				
Method: Least Squares				
Date: 11/09/16 Time: 21:43				
Sample (adjusted): 2003Q2 2016Q2				
Included observations: 53 after adjustments				

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			

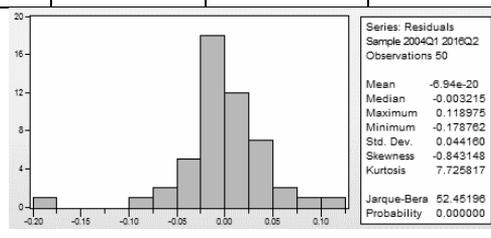
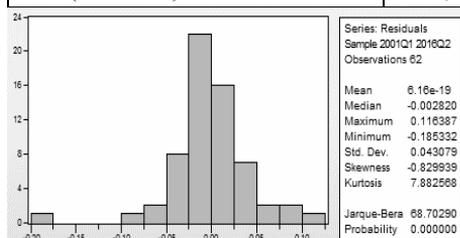
NX=c+bNER				
Dependent Variable: NX				
Method: Least Squares				
Date: 11/09/16 Time: 22:21				
Sample (adjusted): 2001Q2 2016Q2				
Included observations: 61 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,00808	0,01996	0,404808	0,6871
NER_S	-0,91175	0,659498	-1,38249	0,172
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		

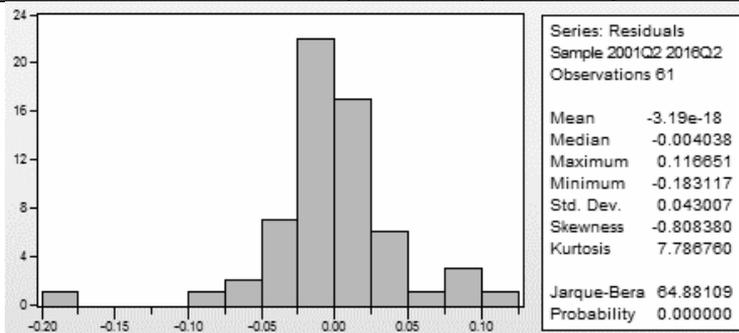
Dependent Variable: GDP				
Method: Least Squares				
Date: 11/09/16 Time: 20:37				
Sample: 2001Q1 2016Q2				
Included observations: 62				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,02274	0,009138	2,488424	0,0156
CPI	0,067228	0,170774	0,393669	0,6952
R-squared	0,002576	Mean dependent var	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			

## 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 соответствующем у 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 $M_0$	0.05	5.49	0	0.264574 – 0.291858	$GDP = 0.278216M_0 + 0.016172$	0.371492	Принимается
Денежный агрегат $M_1$	0.05	3.856	0.0003	0.358534 – 0.412512	$GDP = 0.386623M_1 + 0.011404$	0.225786	Принимается
Денежный агрегат $M_2$	0.05	4.026	0.0002	0.318512 – 0.364162	$GDP = 0.341337M_2 + 0.010079$	0.241178	Принимается

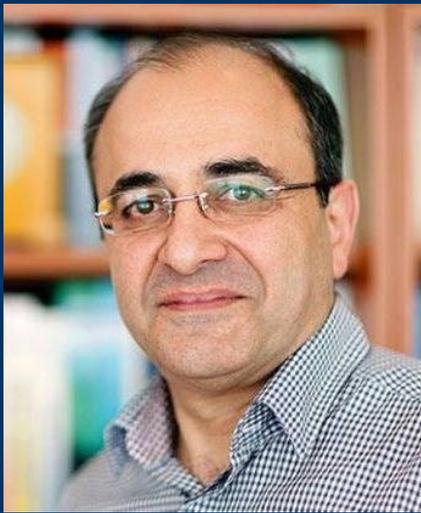
Денежный агрегат M <sub>2X</sub>	0.05	4.80106	0	0.619882 – 0.693532	GDP=0.656707M <sub>2X</sub> - 0.00516	0.311278	Принимается
Номинальный валютный курс	0.05	-4.50925	0	(-0.49841) – (-0.44627)	GDP=- 0.47234NER+0.024431	0.253112	Принимается
Номинальный валютный курс	0.05	-1.38249	0.172	(-1.077) – (-0.746)	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 <sub>0</sub> =- 0.006587Repo+0.036029	0.008	Отвергается
Ставка РЕПО	0.05	0.199829	0.8426	(-0.0012) – 0.005854	M <sub>1</sub> =0.002329Repo+ +0.046993	0.000997	Отвергается
Ставка РЕПО	0.05	0.023109	0.9817	(-0.00964) – 0.011237	M <sub>2</sub> =0.000798Repo+ +0.05805	0.000013	Отвергается
Ставка РЕПО	0.05	0.5895	0.5588	0.005358 – 0.016648	M <sub>2X</sub> =0.011003Repo+ +0.045458	0.008613	Отвергается
Норма резервирования	0.05	-2.247077	0.0294	(-0.01226) – (-0.00935)	M <sub>0</sub> =- 0.010805NR+0.028252	0.097011	Принимается
Норма резервирования	0.05	-1.915068	0.0616	(-0.00908) – (-0.0066)	M <sub>1</sub> =- 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 <sub>0</sub>	0.05	2.167322	0.0357	0.089645 – 0.116307	GDP=0.103M <sub>0</sub> +0.0385M <sub>1</sub> + 0.039M <sub>2</sub> -0.195M <sub>2X</sub> +0.023	0.837033	Принимается
Денежный агрегат M <sub>1</sub>	0.05	0.851831	0.3989	0.025858 – 0.05118	GDP=0.103M <sub>0</sub> +0.0385M <sub>1</sub> + 0.039M <sub>2</sub> - -0.195M <sub>2X</sub> +0.023	0.837033	Отвергается
Денежный агрегат M <sub>2</sub>	0.05	1.411248	0.1652	0.031449 – 0.047017	GDP=0.103M <sub>0</sub> +0.0385M <sub>1</sub> + 0.039M <sub>2</sub> - -0.195M <sub>2X</sub> +0.023	0.837033	Отвергается
Денежный агрегат M <sub>2X</sub>	0.05	-2.807298	0.0074	(-0.2143) – (-0.17543)	GDP=0.103M <sub>0</sub> +0.0385M <sub>1</sub> + 0.039M <sub>2</sub> - -0.195M <sub>2X</sub> +0.023	0.837033	Принимается
Денежный агрегат M <sub>0</sub>	0.05	5.912180	0	0.15017 – 0.165102	GDP=0.1576M <sub>0</sub> - 0.2757M <sub>2X</sub> +0.0296	0.827930	Принимается
Денежный агрегат M <sub>2X</sub>	0.05	-5.926001	0	(-0.28881) – (-0.26275)	GDP=0.1576M <sub>0</sub> - 0.2757M <sub>2X</sub> +0.0296	0.827930	Принимается
Частные иностранные трансферты	0.05	9.390993	0	0.670392 – 0.711596	M <sub>0</sub> =0.69T+0.0165	0.652343	Принимается
Частные иностранные трансферты	0.05	-4.403973	0.0001	(-0.2817) – (-0.24808)	M <sub>2X</sub> =-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 $M_0$ (lag=4, поквартально) (2004-2008гг.)	0.05	2.387591	0.036	0.553736 – 0.880212	$CPI=0.71694M_0(-4)+$ $-0.022437$	0.341341	Принимается
Денежный агрегат $M_0$ (lag=8, поквартально) (2010-2016гг.)	0.05	-2.295138	0.0316	(-0.38804) – (-0.27284)	$CPI=-0.33M_0(-8)+0.043954$	0.193183	Принимается
Денежный агрегат $M_1$ (2004-2008гг.)	0.05	-3.545687	0.0029	(-0.6325) – (-0.46437)	$CPI=-$ $0.548455M_1+0.0877278$	0.455968	Принимается
Денежный агрегат $M_1$ (lag=8, поквартально) (2010-2016гг.)	0.05	-2.518561	0.0196	(-0.3496) – (-0.2216)	$CPI=-0.32356M_1$ $(-8)+0.0496$	0.22398	Принимается
Денежный агрегат $M_2$ (lag=4, поквартально) (2004-2008гг.)	0.05	4.882319	0.0005	0.381747 – 0.477333	$CPI=0.429254M_2(-4)-$ $0.019969$	0.684244	Принимается
Денежный агрегат $M_2$ (lag=6, поквартально) (2010-2016гг.)	0.05	-2.982908	0.0065	(-0.21844) – (-0.1685)	$CPI=-0.1935M_2$ $(-6)+0.051866$	0.270467	Принимается
Денежный агрегат $M_{2X}$ (2004-2008гг.)	0.05	2.480966	0.0254	0.595136 – 0.87725	$CPI=0.736193M_{2X}+$ $0.023383$	0.290954	Принимается
Денежный агрегат $M_{2X}$ (lag=6, поквартально) (2010-2016гг.)	0.05	5.590322	0	0.819022 – 0.939968	$CPI=0.879495M_{2X}(-6)-$ $0.009566$	0.565624	Принимается
Денежные агрегаты $M_0$ и $M_2$ (lag=4, поквартально) (2004-2008гг.)	0.05	2.915372	0.141	0.615751 – 0.898003	$CPI=0.756877(M_0+M_1)(-4)-$ $0.026757$	0.435880	Принимается
Денежные агрегаты $M_0$ и $M_2$ (lag=5, поквартально) (2004-2008гг.)	0.05	5.563772	0.0002	0.83538 – 1.016294	$CPI=0.925837(M_0+M_1)(-5)-$ $0.036247$	0.755833	Принимается

Денежные агрегаты $M_0$ и $M_2$ (lag=8, поквартально) (2010-2016гг.)	0.05	-2.981659	0.0069	(-0.46723) – (-0.35668)	$CPI = -0.411951(M_0 + M_1)(-8) + 0.046263$	0.287802	Принимается
Инфляция (2004-2016гг., кварталы)	0.05	-0.461172	0.6468	(-0.0906) – (-0.02373)	$CPI = -0.06039NER + 0.04331$	0.004505	Не принять
Инфляция (2004-2008гг., кварталы)	0.05	-1.359549	0.1941	(-0.58552) – (-0.28215)	$CPI = -0.433835NER + 0.023095$	0.109706	Не принять
Инфляция (2009-2016гг., кварталы)	0.05	-0.652986	0.5187	(-0.20603) – (-0.06319)	$CPI = -0.13461NER + 0.048413$	0.014014	Не принять



**Сандоян Эдвард Мартинович**  
**Доктор экономических наук РФ и РА, профессор,**  
**Директор и Председатель Ученого совета Института экономики и бизнеса, Руководитель Бизнес-школы Российско-Армянского университета.**

Сандоян Э.М. имеет большой опыт практической деятельности в финансовом секторе Армении. Занимал должности заместителя начальника государственной налоговой службы – заместителя министра, начальника главного управления регулирования, надзора и лицензирования Центрального банка, министра финансов и экономики Армении. Работал в должностях исполнительного директора крупного коммерческого банка, страховой компании и аудиторской организации, председателя наблюдательного совета армянской фондовой биржи и др.

Является автором более 240 опубликованных научных трудов, монографий, учебников, учебно-методических пособий, профессиональных публикаций в СМИ в области макроэкономики, финансового посредничества, банковского регулирования, регулирования финансовых рынков, налогов и налогообложения, государственных финансов, экономики труда, организации и управления промышленным производством, международной экономической интеграции, экономических проблем глобализации, государственного регулирования экономики и экономической политики. Под своим научным руководством подготовил 25 кандидатов и доктора экономических наук.

Член редколлегии 6 научных журналов по экономике, издающихся в России, Казахстане, Италии и Австрии, член Совета научных консультантов по секции «Финансы, банковское дело, страхование и денежно-кредитная политика» Ассоциации университетов Центральной и Восточной Европы (Рим, Италия).



**Восканян Мариам Амбарцумовна**  
**Кандидат экономических наук, доцент,**  
**заведующая кафедрой экономики и финансов Российско-Армянского Университета**

Окончила специалитет и аспирантуру Российско-Армянского университета, где получила степень кандидата экономических наук по специальности «Финансы, денежное обращение и кредит» и степень доктора экономических наук по специальности «Финансы, бухгалтерский учет». Окончила также Московскую Высшую Школу социальных и экономических наук, где получила степень магистра РФ по специальности «Менеджмент в образовании», и The University of Manchester, где получила степень «Master of Education».

Лауреат Молодежного Гранта Астанинского клуба Лауреатов Нобелевской премии в номинации «Лучшая исследовательская работа».

Является членом Специализированного совета 008 ВАК РА по экономическим наукам по специальности 08.00.03 – «Финансы, бухгалтерский учет».

Автор более 90 опубликованных научных трудов, учебных пособий и монографий, в том числе в научных журналах Республики Армения, Российской Федерации и Европы в области макроэкономики, финансов, денежно-кредитного и валютного регулирования, финансового посредничества, а также проблем высшего образования и формирования человеческого капитала.

Активный участник отечественных и международных научно-практических конференций, научных семинаров, тренингов и других видов научной деятельности.