

М.А. Восканян

**ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОГО И
ВАЛЮТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ
В АРМЕНИИ**

**ЕРЕВАН
2016**

ՀԱՅ-ՌՈՒՍԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

Մ.Հ. ՈՍԿԱՆՅԱՆ

ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ԵՎ
ԱՐԺՈՒԹԱՅԻՆ ԿԱՐԳԱՎՈՐՄԱՆ
ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ ԵՎ
ՀԵՌԱՆԿԱՐՆԵՐԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆՈՒՄ

ԵՐԵՎԱՆ
ՀՌՀ ՀՐԱՏԱՐԱԿՉԱԿԱՆ
2016

РОССИЙСКО-АРМЯНСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

М.А. ВОСКАНЯН

**ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОГО И
ВАЛЮТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ
В АРМЕНИИ**

**ЕРЕВАН
ИЗДАТЕЛЬСТВО РАУ
2016**

УДК 336
ББК 65.26
В 762

*Печатается по решению Ученого и Редакционно-издательского
советов Российско-Армянского университета*

Ответственный редактор: *д. экон. н., проф. Э.М. Сандоян*

Рецензенты: *д. экон. н., проф. Т.Ш. Торосян,*

д. экон. н., проф. Н.Ю. Власова

к. физ.-мат. н., д. филос. н., проф. Аветисян П.С.

Восканян М.А.

В 762 Проблемы и перспективы денежно-кредитного и валютного регулирования в Армении: Монография / М.А. Восканян. Ер.: Изд-во РАУ, 2016. – 242 с.

Современная мировая финансовая система диктует поиск новых механизмов монетарного и валютного регулирования. При этом, если развитые экономики идут по одному пути, то развивающиеся страны используют различные подходы к регулированию денежного рынка и решению основной проблемы денежно-кредитного регулирования, инфляции. В этом смысле Армения не является исключением. Последние события на валютном рынке в Армении, а также общее макроэкономическое падение и стагнация экономики, которые наблюдаются в последние годы, указывают на несостоятельность денежно-кредитной и валютной политики, проводимой за все годы независимости. При этом причиной неэффективности монетарного регулирования во многом является институциональная несостоятельность экономики Армении. С другой стороны, в сложившихся условиях наиболее эффективным инструментом макроэкономического регулирования в Армении является именно монетарное регулирование.

В монографии автором на основе ретроспективного анализа, а также оценки современного состояния финансовой системы и механизмов монетарного регулирования в Армении обоснована объективная необходимость пересмотра подходов к денежно-кредитному регулированию с целью достижения долгосрочного и качественного экономического роста.

Книга представит интерес научным работникам, преподавателям, аспирантам, магистрантам и студентам, которые занимаются проблемами в сфере финансов и денежно-кредитного и валютного регулирования.

УДК 336
ББК 65.26

ISBN 978-9939-67-146-8
©Издательство РАУ, 2016

ВВОДНАЯ ЧАСТЬ

Современная мировая экономика отличается высокой степенью непредсказуемости и волатильностью основных макроэкономических показателей. Эта характеристика особо касается развивающихся рынков, наиболее подверженных внешним шокам. Если говорить глобально, то одной из доминирующих причин такой неустойчивости является существенное влияние финансовых рынков на реальный сектор экономики. Сегодня мировые фондовые биржи аккумулируют в себе двойной, а то и тройной объем мирового ВВП. Безусловно, такой расклад не может не иметь значительного влияния на реальный сектор.

Одним из секторов финансового сектора, который имеет непосредственное влияние на экономику, является валютный рынок. Волатильность обменных курсов национальных валют отражается на экспортно-импортных позициях страны, на балансах внутренних и иностранных компаний, на устойчивости банковской системы и других секторов финансовой системы, и наконец, имеет прямое влияние на инфляционные процессы, особенно если мы говорим о развивающихся рынках.

Оптимальная валютная политика является основой экономического роста стран, так как она обеспечивает конкурентоспособность отечественных товаров на мировом рынке, стимулирует приток капитала, приспособливает страны к внешним экономическим шокам, и, наконец, увеличивает доверие к валютной финансовой политике. Выбор правильной политики валютного курса, которая будет соответствовать экономическому состоянию страны, является сложной проблемой. Активное развитие телекоммуникационных технологий, разрабатывающиеся новые финансовые инструменты, стимулирующие поток капитала из одной страны в другую, привели к ускорению процесса глобализации финансовых рынков. Так как весь мир пре-

вращается в единый рынок, актуальным становится вопрос: какую валютную политику использовать в условиях глобализации. Плавающий курс эффективен в странах с развитой финансовой системой, а фиксированный – в странах, которые зависят от экспорта. Но при глобализации задача усложняется: нам известно, что основным признаком глобализации является международное движение капитала. И учитывая то, что приток инвестиций обеспечивается при наличии стабильного валютного курса, актуальность выбора рациональной валютной политики возрастает, потому что, несмотря на то, что плавающий режим используется в странах с развитой экономикой, формирование обменного курса зависит от состояния доллара (т.к. многие валюты привязаны к доллару). Его резкое обесценение или укрепление может негативно повлиять на экономику стран. В частности, от его резких колебаний может сильно пострадать финансовая система.

Рассматривая рыночную экономику, основной целью макроэкономического регулирования, как правило, считают уровень благосостояния. При этом, если развитые страны довольно давно решили эту задачу и механизмы достижения высоких темпов развития и уровня жизни населения уже достаточно эффективно отлажены, то развивающиеся рынки, в особенности страны с переходной экономикой, за последние двадцать лет, по большому счету, просто копируют «рецепты» достижения высокого уровня жизни у развитых стран. Однако, как показывает опыт, положительных результатов удалось достигнуть не очень многим странам. Большая часть развивающихся стран так и осталась на низком уровне состоятельности экономик. На наш взгляд, основная проблема сложившейся ситуации кроется в неверном подходе к построению рыночной экономики.

Изначально, развивающиеся рынки, особенно страны с переходной экономикой, обладают достаточно искаженными механизмами деятельности экономики. А значит, и

обычные методы макроэкономического регулирования, в данном случае, подходить не могут.

Как известно, в свое время экономист Кейнс использовал достаточно эффективные механизмы вмешательства в экономику, именно с целью нивелирования рисков от возникающих крахов рынка. Фактически, в основе политики Кейнса было предположение, что экономика постоянно находится в определенной кризисной ситуации.

Опыт мирового финансового кризиса показал, что даже наиболее развитые страны не были готовы урегулировать привычными механизмами ситуацию и, по сути, прибегали, во многих случаях, именно к «ручному регулированию». Однако нельзя отрицать тот факт, что наличие встроенных стабилизаторов, таких как, скажем, эффективный финансовый надзорный механизм, в случае финансовой системы, позволил бы избежать многих проблем, возникших во время кризиса 2007–2008гг.

С точки зрения развивающихся рынков, ситуация осложняется тем, что, по сути, конъюнктура рынка здесь изначально искажена. Наличие высокой степени концентрации, отсутствие институциональных механизмов нивелирования внутренних и внешних рисков, высокая волатильность инфляции, неразвитость финансовой системы, нестабильность национальной денежной единицы в экономике и многое другое не позволяют эффективно использовать большую часть существующих у государств механизмов макроэкономического регулирования.

Более того, скорость изменения процессов в мировой экономике не допускает медлительности на пути выхода из ловушки «развивающейся экономики». Все это подталкивает искать новые, более эффективные и, главное, краткосрочные пути решения задачи по достижению высокого уровня благосостояния в странах с развивающимися экономиками. Случай Армении в данном контексте представляет особый интерес.

По большому счету, экономике Армении присущи практически все имеющиеся в теории и практике других стран искажения рынка: институциональная несостоятельность, высокая монополизированность экономики, неэффективное правовое поле, неэффективное налоговое администрирование, а отсюда и недостаточный государственный бюджет, неразвитая финансовая система, нестабильность на денежном рынке и многое другое. Все это вместе требует разработки нового подхода к макроэкономическому регулированию, который позволил бы в корне изменить сложившуюся ситуацию. И учитывая долгосрочность воздействия на экономики фискального инструмента, очевидным решением поставленной задачи по увеличению благосостояния страны может стать денежно-кредитная и валютная политика.

В связи с этим, в рамках данного исследования, стоит задача рассмотрения основных проблем, кроющихся в монетарном регулировании, с целью выявления конкретных механизмов воздействия на реальный сектор посредством инструментов денежно-кредитного и валютного регулирования.

Глава I

ЭКОНОМИКА АРМЕНИИ: МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР, ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Как известно, ключевой задачей любого государства является достижение высокого уровня благосостояния населения. Из теории и практики макроэкономического регулирования как известно, что основными инструментами достижения устойчивого и качественного экономического роста являются налогово-бюджетные и денежно-кредитные механизмы. Причем, если фискальная политика характеризуется долгосрочным воздействием на экономику, то монетарная политика способна отвечать за внутренние и внешние шоки в краткосрочной перспективе.

В общем, основным источником достижения высоких темпов экономического развития, то есть, по умолчанию, высокого уровня благосостояния населения, является наличие в экономике платежеспособного спроса, который, по сути, обеспечивает качественное развитие экономики.

Случай Армении в данном ракурсе представляет особый интерес. Как известно, переход от командной к рыночной экономике сопровождался глубоким кризисом, следствием которого стали заложенные ныне институциональные искажения реального и государственного секторов, которые вместе не позволяют достигать желаемого уровня благосостояния населения.

На сегодняшний день известно много примеров, когда страны по своему экономическому развитию, значительно уступавшие развитым экономикам, за достаточно короткий промежуток времени достигали высоких темпов экономического роста и, тем самым, в течение 20–30 лет

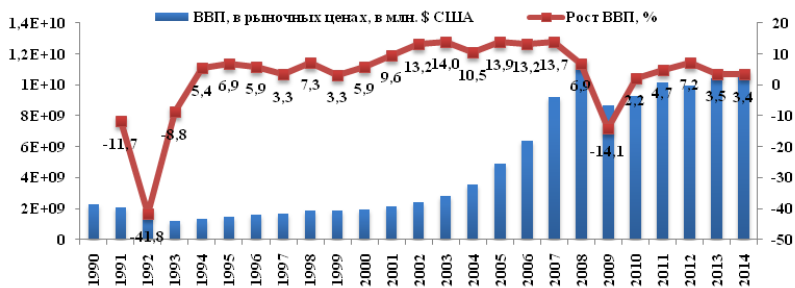
становились в один ряд с такими странами, как Великобритания и США. Достаточно вспомнить опыт Сингапура, Японии, Южной Кореи и многих других стран, которым удалось поменять статус развивающихся на развитые экономики.

В свою очередь, экономика Армении довольно далека от подобных радужных перспектив, что обуславливает необходимость поиска новых путей развития страны, особенно в свете мирового финансового кризиса и последствий, которые, несомненно, оставили негативный след на экономике страны. Если обобщить опыт стран, выбравших путь догоняющего развития, то мы увидим некие схожие черты, которые позволили этим странам осуществить такой резкий рывок в развитии. В частности, «эти страны извлекли максимум выгоды из мировой экономики; они поддерживали макроэкономическую стабильность; они добились высоких темпов накопления и инвестиций; они позволили рынкам управлять размещением ресурсов; и наконец, они имели приверженность идее, а также вызывающие доверие и квалифицированные правительства»¹.

Вместе с тем, за годы независимости, пройдя определенный путь трансформации и развития, Армения на сегодняшний день остается страной со слабо развитыми базовыми регулятивными институтами, несовершенной бизнес-средой, слабой конкурентоспособностью и, наконец, низким уровнем качества жизни. При этом, события последних лет показали неспособность армянской экономики противостоять экзогенным вызовам, и более ярко высветили уже укореившиеся проблемы армянской экономики, которые, в свою очередь, зачастую взаимозависимы и взаимообусловлены и являются следствием институциональной несостоятельности существующей модели развития.

¹ См.: Доклад о росте Стратегии устойчивого роста и инклюзивного развития комиссия по росту и развитию: Издано для Всемирного банка. М.: Изд-во «Весь Мир». 2009.

График 1.1. Темпы экономического развития в Армении.



Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI) – <http://data.worldbank.org>)

Свидетельством сказанного можно считать глубокую монополизированность экономики (93 место в мире)² и неэффективность антимонопольной политики (105 место среди 144 стран – WB)³; коррупция и олигархизация; неразвитый финансовый сектор; слабые институты регулирования и неэффективное правительство.

Наиболее наглядным проявлением неэффективной институциональной среды является коренное ухудшение макроэкономических показателей в экономике Армении в 2009г. на фоне 15-летнего непрерывного экономического роста, что свидетельствует о том, что количественный рост не сопровождался адекватной качественной трансформацией национальной экономики. Второй виток кризиса, вызванный, прежде всего, структурным кризисом в России, наступил в 2014–2015гг.

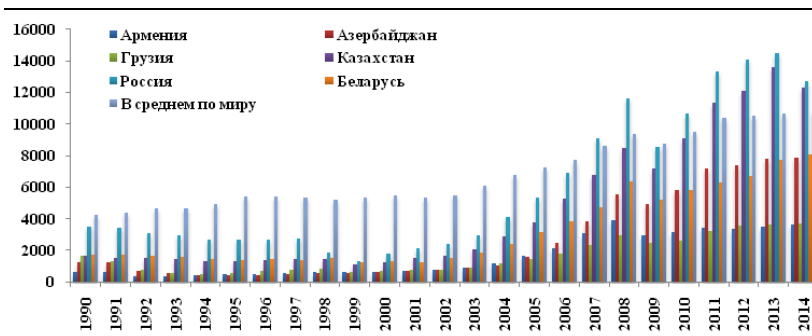
Как можно увидеть на Графике 1.1, до 2000 года в Армении наблюдается незначительный экономический рост, однако период 2001–2008гг. сопровождается двузначным значением роста, который прервался значительным падением показателей роста в кризисном 2008 году.

² The Global Competitiveness Report 2014–2015. 2015 World Economic Forum. P. 86.

³ Там же.

Причем, посткризисный период не характеризуется восстановительным ростом, что, безусловно, негативно сказалось на уровне благосостояния в Армении за последние несколько лет. Сравнивая уровень жизни в Армении с соседними странами, а также со странами ЕАЭС, становится очевидным, что, по показателю подушевого дохода, Армения значительно отстает, в том числе и от данного показателя в среднем по миру (см.: График 1.2).

График 1.2. **ВВП на душу населения, в рыночных ценах, в \$ США.**

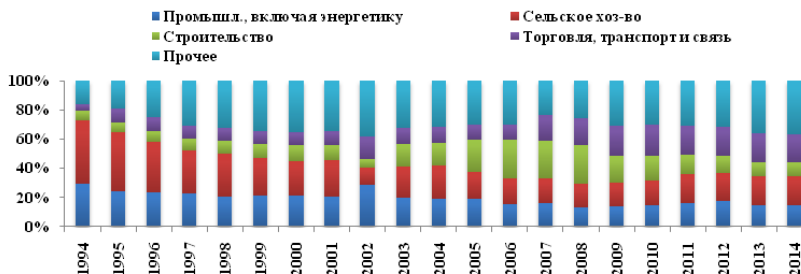


Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI) – <http://data.worldbank.org>

При этом отраслевая структура ВВП явно указывает на неэффективность реального сектора (см.: График 1.3). За годы независимости доля промышленности в общем валовом продукте страны сократилась в два с половиной раза, аграрный сектор – в три раза. Значительно увеличился сектор услуг и торговли. Таким образом, структура ВВП Армении не несет в себе потенциала роста за счет ключевых секторов экономики, а именно: промышленности и сельского хозяйства.

Рассматривая ключевые факторы, которые имеют воздействие на платежеспособный спрос, а значит: в долгосрочной перспективе на ускорение темпов экономического развития, а также на увеличение уровня благосостояния, можно их условно разделить на *эндогенные* и *экзогенные* шоки.

График 1.3. Отраслевая структура ВВП



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

В рамках данной работы, основываясь на принципе такой классификации факторов, воздействующих на платежеспособный спрос, были рассмотрены ключевые внутренние и внешние шоки, препятствующие качественному экономическому росту в Армении (см.: Таблица 1).

Таблица 1.1. Факторы, препятствующие качественному долгосрочному экономическому росту в Армении.

Эндогенные факторы	Экзогенные факторы
Низкие доходы населения, бедность и неэффективный рынок труда	Трансферозависимость
Сбережения, инвестиции, отток капитала	Импортозависимость
Бизнес среда в Армении, институциональная несостоятельность: <ul style="list-style-type: none"> • Коррупция/конфликт интересов • Высокая концентрация рынка • Неэффективная фискальная политика • Политическая и экономическая стабильность, эффективность правительства 	
Низкая инновационность экономики	

Источник: составлено автором.

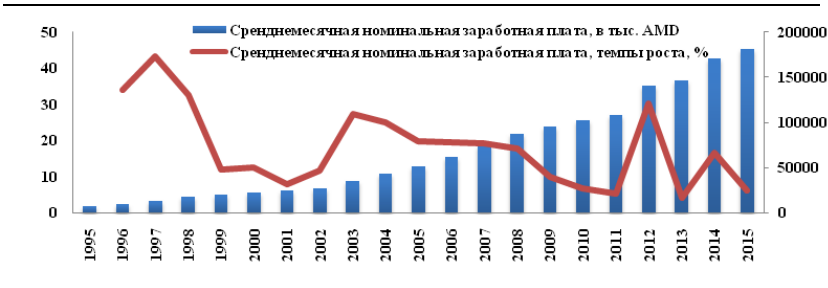
1.1. Эндогенные факторы экономического развития в Армении

Отметим, прежде всего, что в рамках данного исследования были выделены основные, на наш взгляд, внутренние шоки, которые имеют наиболее сильное воздействие на неэффективность экономического роста в Армении:

Низкие доходы населения, бедность и неэффективный рынок труда

Одной из самых насущных проблем макроэкономического развития можно считать низкий уровень жизни, который, в свою очередь, вызван низким уровнем доходов населения. Выше нами уже был рассмотрен уровень ВВП на душу населения в Армении в сопоставлении с другими странами, а также со средним показателем по миру, в результате чего стало ясно, что Армения сильно уступает по подушевому доходу странам региона или мировому среднему показателю. Другим показателем, характеризующим уровень доходов населения, является среднемесячная заработная плата.

График 1.4. Среднемесячная номинальная заработная плата, в тыс. AMD



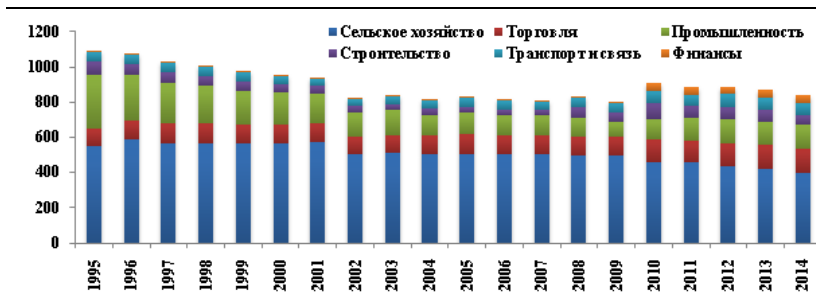
Источник: База данных Национальной статистической службы РА:
<http://www.armstat.am>

Как мы можно наблюдать на Графике 1.4, несмотря на постоянное увеличение номинального среднего дохода по стране, говорить о значительном росте средней номинальной заработной платы не приходится. Темпы роста, практически на протяжении всего периода независимости Республики Армения, не имеют тенденции к устойчивому росту.

Вместе с тем, структура среднемесячных заработных плат указывает на явное доминирование нескольких секторов (финансовый, информационный и др.) и значительное отставание в доходах по другим секторам экономики. Скажем, за-

рабочная плата в аграрном секторе – одна из самых низких. При этом, рассматривая структуру занятого населения по секторам экономики, наглядно видно, что большая часть населения занята именно в этом сегменте (см.: График 1.5).

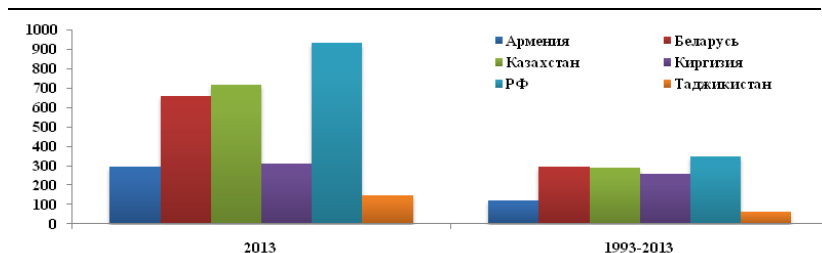
График 1.5. Количество занятых по отраслям, тыс. чел



Источник: База данных Национальной статистической службы РА – <http://www.armstat.am>

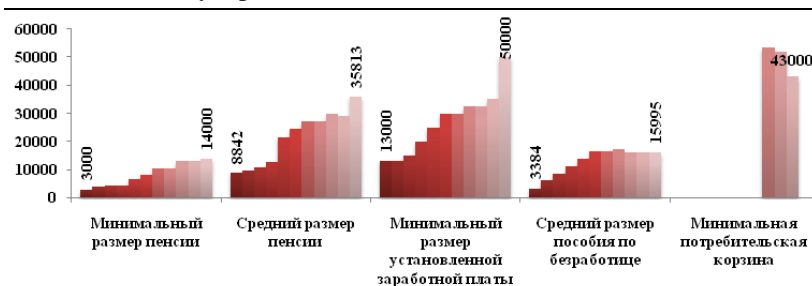
Более того, сравнивая средний доход в странах ЕАЭС, а также странах – потенциальных участниках ЕАЭС, Армения занимает предпоследнюю позицию, не уступая в средних доходах населения только Таджикистану (см.: График 1.6). Причем такая тенденция наблюдается не только по последним показателям, но также в среднем за последние двадцать лет.

График 1.6. Среднемесячная заработная плата, в долл. США



Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI): <http://data.worldbank.org>

График 1.7. Основные социальные гарантии, предоставляемые государством населению, 2004-2014 гг.



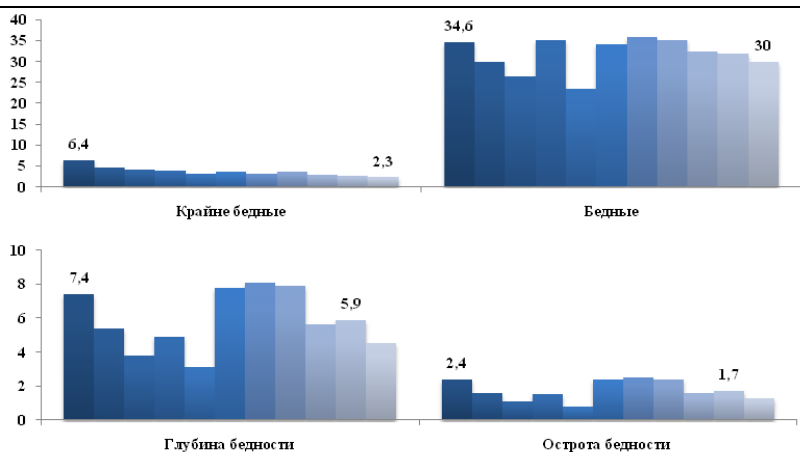
Источник: База данных Национальной статистической службы РА – <http://www.armstat.am>

С другой стороны, уровень основных социальных гарантий, предоставляемых населению со стороны государства, значительно уступает не только уровню среднемесячной заработной платы в соответствующий период, но даже уровню потребительской корзины. Так, если в 2004 году уровень средних доходов населения составлял 43445 тыс. AMD, то минимальный размер заработных плат был установлен на отметке 13 тыс. AMD, минимальный размер пенсий составлял всего 30 тыс. AMD. В 2013 году картина незначительно изменилась. Размеры среднемесячной заработной платы, минимальной заработной платы и средней пенсии составили 146524 тыс. AMD, 35 тыс. AMD, 29122 тыс. AMD, соответственно.

Безусловно, такое положение дел в структуре доходов населения неизменно привело к высокому уровню бедности населения за последние годы. Несмотря на то, что многие показатели по бедности значительно улучшили свои позиции в Армении, тем не менее, уровень бедности на отметке 32% – это очень высокий показатель (см.: График 1.8).

При этом нельзя утверждать, что динамика изменений показателей по уровню бедности в Армении имеет значительный положительный тренд.

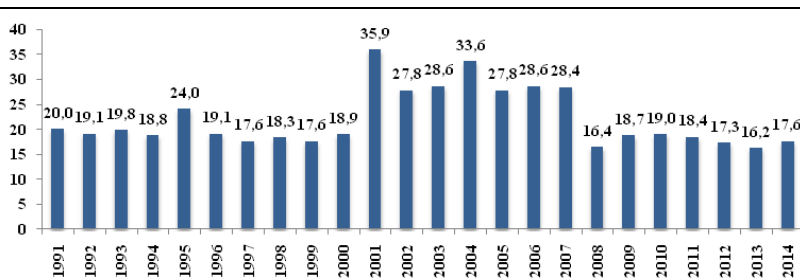
График 1.8. Показатели бедности, 2004-2014гг.



Источник: База данных Национальной статистической службы РА:
<http://www.armstat.am>

Наряду с неэффективным распределением уровня дохода между занятыми в различных секторах экономики рынок труда в Армении характеризуется еще одной проблемой, а именно: высоким уровнем безработицы. Как мы можем наблюдать на Графике 1.9, уровень безработицы в стране на пике достигал почти 36%, а по состоянию на 2013г. составляет 16%.

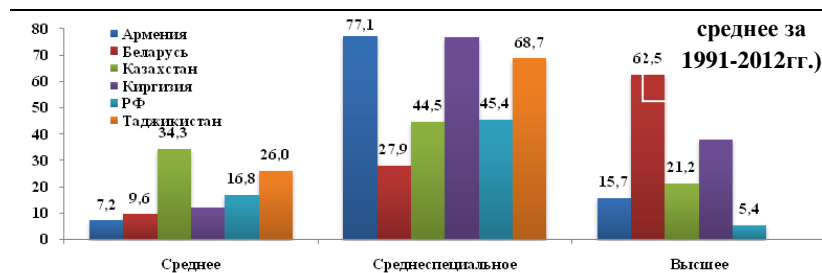
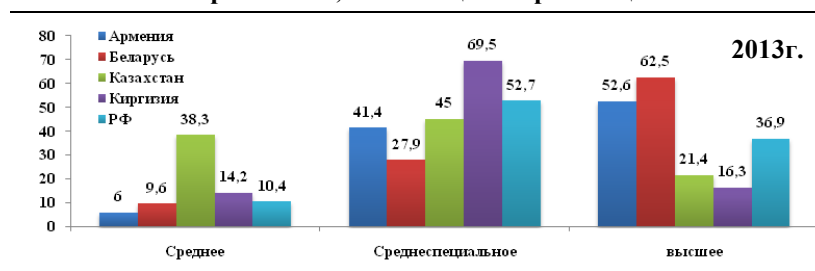
График 1.9. Безработица (% от общей численности рабочей силы)



Источник: База данных Национальной статистической службы РА:
<http://www.armstat.am>

Причем в структуре безработицы преобладает население со средним и высшим образованием (см.: График 1.10). Интересно, что среди стран евразийского экономического пространства (участников и потенциальных участников) такой тенденцией не характеризуется только Россия. В остальных странах наблюдается значительный уровень безработных со средне- специальным и высшим образованием.

График 1.10. Уровень безработицы, в зависимости от уровня образования, % от общей безработицы



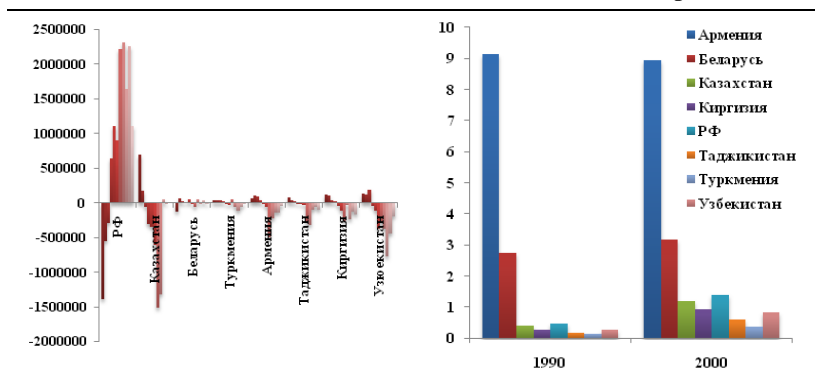
Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI):<http://data.worldbank.org>)

В свете интеграционных процессов на евразийском пространстве нельзя не упомянуть о потенциальных угрозах опасности увеличения эмиграции из более слабых стран в страны с более высокими доходами. Как показывает опыт Евросоюза, активная экономическая интеграция между странами разных уровней привела к большому оттоку населения из стран с меньшим достатком в более

обеспеченные страны. Наиболее существенно, при этом, пострадали страны Прибалтики, Польша, Румыния и Болгария. Беспрецедентный приток населения наблюдается в наиболее богатые страны Евросоюза, а именно: во Францию, Великобританию, Германию и Италию. Очевидно, что объединяя в единый союз сильные и слабые страны, эта опасность станет наблюдаться и в рамках Евразийского экономического объединения. Уже сейчас картина миграционных процессов вызывает беспокойство. Как и следовало ожидать, Россия отличается большим притоком населения, в то время как остальные страны с каждым годом показывают большой отток населения.

График 1.11. Чистая миграция, в тыс. человек, 1962–2012гг.

График 1.12. Эмиграция людей с высшим образованием в % от всего населения с высшим образованием



Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI) – <http://data.worldbank.org>)

Здесь также важно обратить внимание на структуру населения, которое эмигрирует из разных стран. Опять же, как показывает опыт Евросоюза, достаточно большой процент людей с высшим образованием покидает страны с меньшим достатком. Таким образом, существует опас-

ность в качественном оттоке населения. Отток населения с высшим образованием означает потерю человеческого капитала, что не может не привести к снижению темпов экономического роста в этих странах, а также, в целом, снизит потенциал экономического развития этих стран.

Возвращаясь к странам Евразийского экономического пространства, мы можем наблюдать схожую картину. Положительное сальдо миграции населения наблюдается только в России. Остальные страны показывают существенный отток населения (см.: График 1.11). При этом, рассматривая качественный состав эмигрирующего населения, можно сделать неутешительные выводы. Наблюдается тенденция роста выезда населения с высшим образованием. Нет смысла лишний раз указывать на весь спектр негативных последствий как для человеческого капитала данных стран, так и для экономического развития в целом в будущем.

Рассматривая причины такой тенденции, приходится констатировать негативные макроэкономические условия внутри стран. Исследования указывают на достаточно высокий уровень безработицы в рассматриваемых странах. При этом качественный состав безработного населения демонстрирует необнадёживающие тенденции. Все больше наблюдается безработица среди образованного населения, то есть населения со специальным и высшим образованием. Важно также отметить заниженность показателей официальной статистики. В большинстве рассматриваемых стран наблюдаются две тенденции: высокий уровень теневого сектора, а также недостаточно эффективный учет безработного населения. Высокий уровень теневого сектора не позволяет статистическим структурам создать объективную картину на рынке труда как со стороны спроса, так и со стороны предложения. С другой стороны, низкий уровень пособий по безработице и, вообще других социальных пособий и льгот, не стимулируют безработное населе-

ние официально регистрироваться, что делает общую картину на рынке труда еще более непрозрачной.

В качестве еще одного фактора такой ситуации на рынке труда можно привести достаточно низкий уровень доходов населения. В частности, рассматривая среднемесячные зарплаты в странах евразийского экономического пространства, сразу бросается в глаза большая разница в зарплатах в РФ и в других странах. Этот фактор, конечно, является немаловажным с точки зрения большого оттока населения из других стран в Россию. Очевидно, что усиление интеграционных процессов будет чревато усилением миграционных потоков в данном направлении.

Таким образом, одной из самых серьезных проблем экономики Армении можно считать несовершенство рынка труда, низкий уровень доходов и высокий уровень бедности.

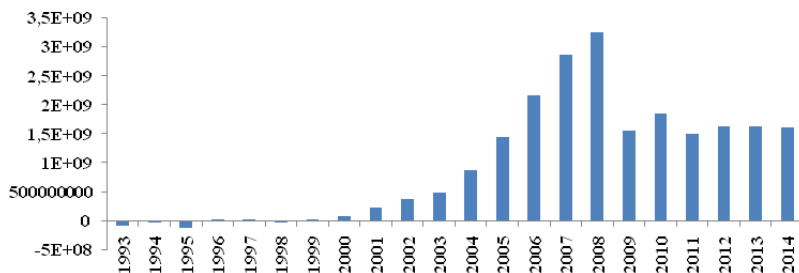
Сбережения, инвестиции, отток капитала

Локомотивом экономического развития страны считаются инвестиции – как внутренние, так и иностранные. В этой связи, с точки зрения основных слабых звеньев экономического развития Армении, уместно будет рассмотреть инвестиционный климат, и, в первую очередь, потенциал внутренних инвестиций в стране. Основным источником внутренних инвестиций, как известно, являются сбережения.

Как можно наблюдать на Графике 1.13, уровень сбережений в Армении в период с 2004г. по 2008г. неизменно увеличивался. Однако, поскольку в данном случае мы рассматриваем абсолютное выражение внутренних сбережений в долларовом выражении, следует иметь в виду, что в этот период наблюдалось постоянное укрепление обменного курса национальной валюты⁴, что неизбежно несколько искажает радужную картину роста сбережений в экономике.

⁴ Примечание: валютная политика ЦБ РА будет рассмотрена отдельно в последующих параграфах данной работы.

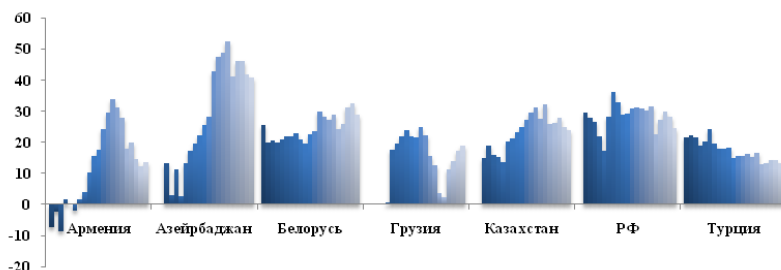
График 1.13. Уровень сбережений в Армении, в долларах США



Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI): <http://data.worldbank.org>)

Тем не менее, наступивший в 2007–2009гг. мировой финансовый кризис, неминуемо коснулся и экономики Армении, в том числе с точки зрения уровня сбережений. Сократившийся ВВП привел к значительному сокращению уровня сбережений в экономике. Причем в период с 2009г. по настоящее время тенденции роста сбережений в экономике Армении не наблюдается.

График 1.14. Уровень сбережений, в % от ВВП, , 1992–2014гг.



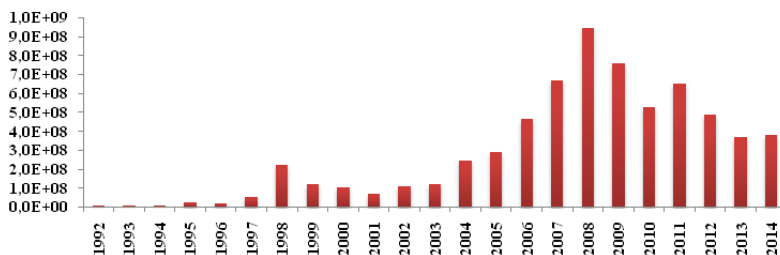
Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI): <http://data.worldbank.org>)

Более того, рассматривая долю сбережений в Армении по отношению к ВВП, мы также не наблюдаем положительных тенденций. По состоянию на 2014г., уровень сбережений в Армении составляет чуть больше 10%. Со-

поставляя этот показатель с соседними странами, а также со странами ЕАЭС, мы приходим к выводу, что Армения уступает по этому показателю практически всем рассмотренным странам (см.: График 1.14).

Таким образом, внутренние источники экономического развития в Армении недостаточны. Такая ситуация обусловлена высоким уровнем недоверия населения к финансовым институтам, в частности, и к общей макроэкономической стабильности в стране, в общем. Следствием стала недостаточная степень развития институтов финансового посредничества, которая не генерирует «длинных денег» и тем самым не способствует в должной мере устойчивому долгосрочному экономическому росту.

График 1.15. Прямые иностранные инвестиции, чистый приток, в млн. долларов США



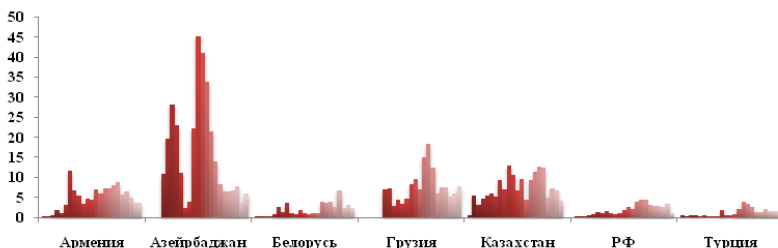
Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI): <http://data.worldbank.org>)

Нет источников экономического роста и со стороны иностранных инвестиций. Как мы можем наблюдать на Графике 1.15, уровень прямых иностранных инвестиций имеет такую же тенденцию, как и во внутренние сбережения. Если до 2008г. в экономике Армении наблюдался определенный рост инвестиций, то после мирового финансового кризиса, прямые иностранные инвестиции характеризуются спадом.

Сопоставление с соседними странами, а также со странами ЕАЭС, указывает на то, что Армения находится

не на худшей, но и не на лучшей позиции по данному показателю среди рассмотренных стран (см.: График 1.16).

График 1.16. Прямые иностранные инвестиции, чистый приток, в % от ВВП, 1992–2014гг.



Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI):<http://data.worldbank.org>)

В довершение, качественный состав структуры прямых иностранных инвестиций опять же не играет значительной роли в формировании экономического роста, а значит, неэффективен с точки зрения экономического развития.

Интересна также географическая структура прямых иностранных инвестиций в Армении. Доминирующая доля прямых иностранных инвестиций приходится на российские инвестиции – почти 41,4% всех ПИИ, второе место занимает Франция – 12,2%, на третьей позиции Греция – 6%. Таким образом, с точки зрения источников экономического развития и роли инвестиций в этом процессе Россия имеет существенное значение для армянской экономики.

Доминирующая часть инвестиций направлена на определенные сектора экономики, а именно: телекоммуникация, горнодобывающая промышленность, энергетика и транспорт. Французские инвестиции более сосредоточены на телекоммуникации и производство бренди. В случае Германии и Аргентины инвестиции представлены одним инвестором в горнодобывающей промышленности и инфраструктуре воздушного транспорта. Единственная сфе-

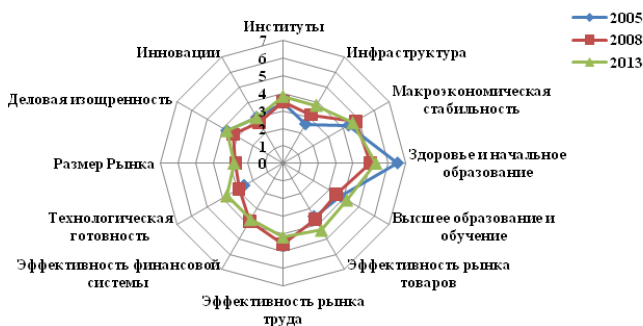
ра, отличная от ресурсоориентированных, куда направлены сравнительно крупные российские инвестиции – это банковская деятельность.

Таким образом, можно заключить, что Армения не обладает диверсифицированной структурой инвестиционных вложений в экономике как по секторам, так в географическом плане. Зависимость от одной или двух стран, с точки зрения ПИИ является большим риском внешних шоков. События последнего года ярко показали последствия такой зависимости.

Бизнес среда в Армении, институциональная несостоятельность

Рассматривая индекс конкурентоспособности экономики Армении за последние десять лет, можно выделить основные слабые звенья институционального развития страны.

График 1.17. Индекс конкурентоспособности, 2014



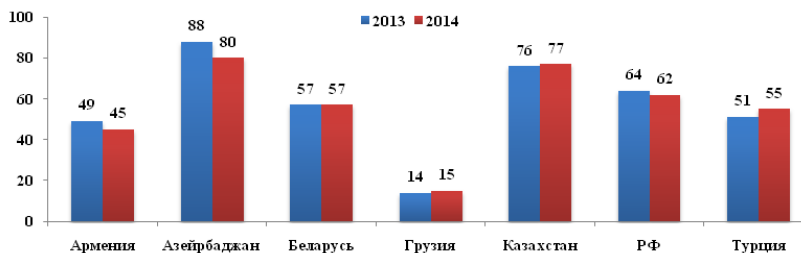
Источник: Глобальный доклад о конкурентоспособности:
<http://www.weforum.org/reports/global-competitiveness-report-2014-2015>

Как мы можем видеть, Армения не улучшила свои позиции по основным критериям конкурентоспособности экономики за последние десять лет. Основная стагнация наблюдается по показателям макроэкономической стабильности, размера (ёмкости) рынка, инновациям, эффективности финансовой системы и многим другим факторам. Наиболее

положительные тенденции наблюдаются в секторах: здоровье и начальное образование, инфраструктура, технологическая готовность и эффективность рынков товаров. Однако в целом существенных изменений, с точки зрения институциональных реформ, в Армении не наблюдается.

Безусловно, с точки зрения привлечения ПИИ ключевую роль играет бизнес-среда экономики. Институциональная несостоятельность не позволяет привлекать инвестиции и аккумулировать внутренние сбережения, что, в свою очередь, негативно отражается на темпах и качестве экономического роста страны. Согласно индексу легкости ведения бизнеса, Армения находится на 45 месте – по состоянию на 2014г. Это – достаточно хороший результат, однако, учитывая опыт Грузии, ясно, что необходимы более глубокие реформы институциональной среды, которые позволили бы более эффективно в Армении развиваться бизнес-среде.

График 1.18. Индекс легкости ведения бизнеса, 2014г., место.

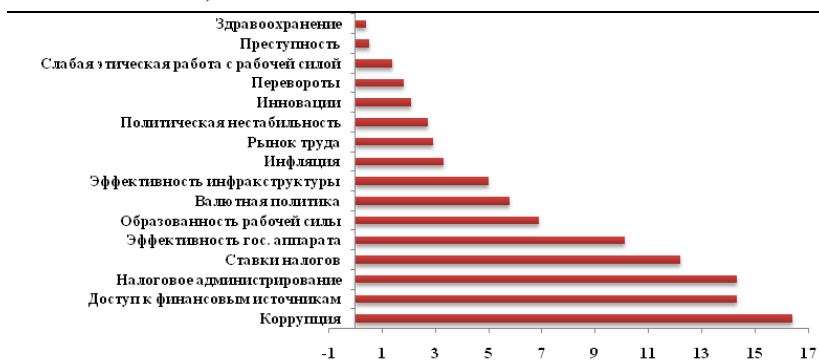


Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI):<http://data.worldbank.org>)

Глобальный репорт о конкурентоспособности экономики выделил наиболее проблемные факторы для ведения бизнеса в Армении (см.: График 1.19). Среди рассмотренных факторов наиболее ярко выделяются коррупция, доступ к финансовым источникам, налоговое администрирование и ставки, квалификация человеческого капитала, ва-

лютная политика и т.д. Некоторые из факторов будут рассмотрены в последующих пунктах данной работы. Остальные были нами классифицированы в подгруппы в рамках раздела, посвященного бизнес-среде в Армении.

График 1.19. Наиболее проблемные факторы для ведения бизнеса, 2014г.



Источник: Глобальный доклад о конкурентоспособности:
<http://www.weforum.org/reports/global-competitiveness-report-2014-2015>

В частности, эффективность бизнес-среды в Армении, а также институциональная несостоятельность экономики включает в себя следующие ключевые факторы:

- коррупция/конфликт интересов;
- высокая концентрация рынка;
- неэффективная фискальная политика;
- политическая и экономическая стабильность;
- индекс эффективности правительства.

Итак, рассмотрим основные препятствия эффективности экономики Армении, к которым можно причислить следующие факторы.

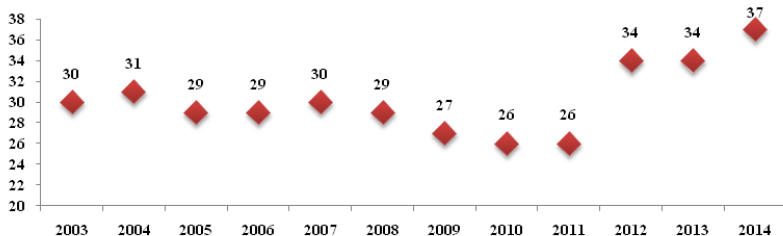
– **Коррупция/конфликт интересов**

Одной из самых серьезных проблем в экономике, с точки зрения здоровой бизнес-среды, можно считать уровень коррупции, особенно в государственных структурах.

Как мы можем видеть на Графике 1.20, по Индексу восприятия коррупции, Армения улучшила свои показатели только в последние три года.

Сопоставительный анализ среди соседних стран, а также стран ЕАЭС, указывает на средние позиции Армении в этом вопросе (см.: Таблицу 2). Если в 2003г. Армения, по Индексу восприятия коррупции, занимала 78-ое место, то в 2014г. страна улучшила свои позиции до 94-го места. При этом, набранные баллы составляют 30 и 37 баллов, соответственно. То есть за 10 лет, Армении удалось улучшить свои показатели лишь на 10 баллов. Наилучший результат среди рассмотренных стран наблюдается в Грузии, которой удалось 18 баллов в 2003г. изменить до 52 баллов в 2014г.

График 1.20. Индекс восприятия коррупции в Армении.



Источник: База данных Transparency International. :

<http://www.transparency.org>

Примечание: Число баллов, полученное страной/территорией, отражает уровень восприятия коррупции в государственном секторе по шкале от 0 до 100, где 0 означает, что уровень коррупции в государственном секторе считается очень высоким, а 100 – крайне низким.

Исследования Всемирного банка на предмет коррупции также указывают на высокий уровень коррумпированности государственных структур в Армении. К примеру, 13% частных предприятий в Армении указывают на коррупцию как основное препятствие ведения бизнеса (см.: Приложение 1).

Наиболее активно взяточничество используется в строительной сфере. Напомним, что сектор строительства

на протяжении последних десяти лет является локомотивом экономического роста в Армении. Однако на фоне рассмотренных в работе стран-соседей, а также стран участниц ЕАЭС, Армения занимает не самое последнее место, в том числе и при сопоставлении усредненных показателей по миру с показателями коррупции в Армении.

Таблица 1.2. **Индекс восприятия коррупции**

	БАЛЛЫ				МЕСТО			
	2003	2012	2013	2014	2003	2012	2013	2014
Армения	30	34	36	37	78	105	94	94
Грузия	18	52	49	52	124	51	55	50
Азербайджан	18	27	28	29	124	139	127	126
Турция	31	49	50	45	77	54	53	64
Россия	27	28	28	27	86	133	127	136
Казахстан	24	28	26	29	100	133	140	126
Беларусь	42	31	29	31	53	123	123	119

Источник: База данных Transparency International.:
<http://www.transparency.org>

Примечание: Число баллов, полученное страной/территорией, отражает уровень восприятия коррупции в государственном секторе по шкале от 0 до 100, где 0 означает, что уровень коррупции в государственном секторе считается очень высоким, а 100 – крайне низким. Позиция государства в ИВК показывает его положение относительно других стран/территорий, включенных в Индекс. Изменения в позициях могут происходить просто из-за изменения количества стран, включенных в CPI (Индекс восприятия коррупции).

С другой стороны, Армения характеризуется высоким уровнем сращивания бизнеса и власти, что также является серьезным институциональным препятствием и искажением бизнес-среды на пути к эффективному экономическому развитию.

– **Высокая концентрация рынка**

Высокий уровень концентрации на рынке в Армении становится серьезным препятствием на пути создания эффективной бизнес-среды в экономике. Практически, с начала получения независимости Армения отличается высококонцентрированными рынками.

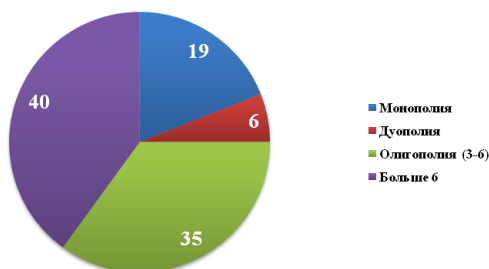
Таблица 1.3. Некоторые показатели эффективности рынков стран ЕАЭС

	Goods market efficiency (Эффективность рынка товаров и услуг)	Intensity of local competition (Интенсивность внутренней конкуренции)	Extent of market dominance (Степень доминирования на рынке)	Effectiveness of anti-monopoly policy (Эффективность антимонопольной политики)	Prevalence of trade barriers (Торговые барьеры)
Армения	4,4	4,9	3,5	3,6	4,3
Россия	4,1	5	3,7	3,7	4
Казахстан	4,5	4,6	3,8	3,8	4,4
Азербайджан	4,3	4,3	3,5	3,2	4,4
Грузия	4,4	4,6	3,3	3,3	5,3
Турция	4,6	5,9	4,2	4,7	4,3

Источник: The Global Competitiveness Report 2014–2015

Конечно, такая тенденция наблюдается на всем постсоветском пространстве, однако некоторым странам удалось выйти из ловушки монополизированности рынков. Ярким примером можно считать Грузию. Сопоставляя некоторые показатели эффективности рынков в странах, соседствующих с Арменией, а также со странами ЕАЭС, можно заметить, что Армения занимает средние позиции. Однако на фоне мировых средних показателей Армения значительно уступает по эффективности рынка по многим критериям.

График 1.21. Доля различных видов рыночных структур в Армении



Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI):<http://data.worldbank.org>)

В среднем, 60% рынка Армении монополизировано. Лишь 40% товарного рынка представлено больше чем 6 уча-

стниками. По сути, это означает практическое отсутствие конкурентной среды внутри рынка, что, в свою очередь, не может не сказаться на эффективности денежно-кредитного и фискального регулирования.

Рассматривая отдельные товарные рынки в Армении, можно прийти к выводу, что большая часть рынков характеризуется высокой степенью концентрации (см.: Таблицу 4).

Таблица 1.4. Динамика определенных показателей конкуренции на товарных рынках

Рынок товаров	Количество участников на товарном рынке		Концентрация на рынке товаров			
	Прошрое исследование	Настоящее исследование	Процент		Степень концентрации	
			Прошрое исследование	Настоящее исследование	Прошрое исследование	Настоящее исследование
Пшеничная мука	43	51	78,9	87,6	Высокий	Высокий
Сахар	21	6	99,9	100	Высокий	Высокий
Масло	23	20	84,1	67,6	Высокий	Средний
Яйца	12	6	85,9	80,6	Высокий	Высокий
Замороженная рыба	11	20	72,3	62,3	Высокий	Средний
Укс	19	28	66,6	62,8	Средний	Средний
Неиспользованные шины легковых автомобилей	60	36	46,6	66,7	Средний	Средний
Батани	7	5	89,9	93,9	Высокий	Высокий
Центальное топливо	11	7	76,3	95,1	Высокий	Высокий
Общее количество участников на товарном рынке	207	179				

Источник: 2011 Annual Program of Activities of the Commission, P. 8

Еще более ярко характеризует положение дел с точки зрения концентрации рынков анализ количества субъектов, имеющих доминирующее положение на тех или иных товарных рынках. Как мы можем видеть из Таблицы 5, с 2002г. по 2009г. количество хозяйствующих субъектов, имеющих доминирующее положение на рынке, увеличилось практически в четыре раза. При этом количество рынков, подверженных высокой концентрации, изменилось с 14 в 2002г. до 92 в 2009г.

Уровень концентрации на 46 рынках, по состоянию на 2011 год, составил 89,5%, тогда как в 2004 году он составлял 67,4% (см.: Приложение 2). По группам отраслевых рынков в большей части наблюдается высокая степень концентрации рынка. Так, на рынке пищевой промышленности концентрация составляет 66,7%, на рынке топлива – 75%, на рынке строительных материалов – 71,4%. Вместе с тем, рынок табачных изделий, рынок транспорта и коммуникаций,

рынок транспортных средств, рынок лекарств, рынок естественных монополий и некоторые другие характеризуется стопроцентной концентрацией рынка.

Таблица 1.5. **Количество субъектов, имеющих доминирующее положение и ряд соответствующих товарных рынков**

Год	Хозяйствующие субъекты, имеющие доминирующее положение	Товарные рынки, в которых экономические субъекты имеют доминирующее положение
2002	21	
2003	10	14
2004	12	38
2005	23	
2006	42	65
2007	60	84
2008	71	92
2009	78	

Источник: 2011 Annual Program of Activities of the Commission, P. 8

– Неэффективная фискальная политика

Как известно, благоприятная налоговая атмосфера может стать локомотивом в процессе привлечения прямых иностранных и внутренних инвестиций.

Характерной чертой для большинства стран постсоветского пространства, в том числе и Армении, является хронический бюджетный дефицит, одним из основных причин которого является низкое качество налогового администрирования, приводящее к увеличению теневого сектора экономики и невозможности аккумулировать все подлежащие к уплате суммы налоговых обязательств. Согласно исследованиям Всемирного Банка относительно налогообложения – *Paying Taxes 2011* – Армения занимает 94-ое место из 183 стран, тогда как в 2015г. Армения улучшила свои показатели до 41 места⁵. В Армении налоговые ставки слишком высоки, и резкое сокращение налогового бремени привело бы ко многим положительным изменениям. Практически, все ставки налогов в Армении почти такие же, как и в развитых и развивающихся странах, но

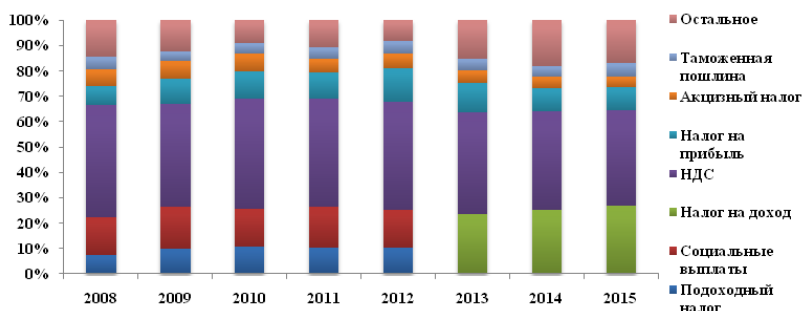
⁵ <http://www.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/armenia/paying-taxes>.

население не имеет того соответствующего уровня жизни.

Неэффективное налоговое администрирование порождает теневую экономику. Неформальный сектор в экономике Армении занимает существенную долю трудовых ресурсов. Работающие в неформальном секторе на платной основе представляют особый интерес, так как они не платят налоги из своих зарплат. На 2012 год уровень неформальной занятости в Армении составил 50.1%⁶, что составляет 604 тыс. человек. Из них 102400 являлись работающие по найму. Иными словами, половина всех работающих не являются налогоплательщиками, что, несомненно, сказывается на эффективности государственного бюджета.

Аргументом неэффективной фискальной системы в Армении является структура налоговых доходов государственного бюджета (см.: График 1.22). Больше 70% налоговых сборов в Армении составляют косвенные налоги, а это, в свою очередь, означает перенос налогового бремени на домохозяйства, а не на реальный сектор экономики.

График 1.22. Структура налоговых доходов госбюджета



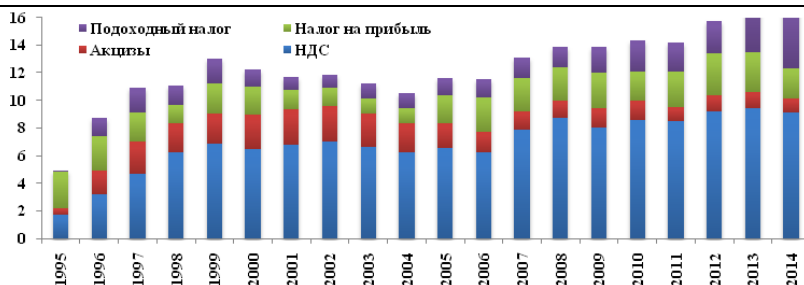
Источник: База данных Национальной статистической службы РА:
<http://www.armstat.am>

При этом доля налогового бремени по отношению к ВВП страны за последние годы имеет тенденцию к росту,

⁶ Статистический ежегодник Армении 2013 год, занятость.

что не может стать стимулом для эффективного ведения бизнеса, особенно, если речь идет о малом и среднем бизнесе.

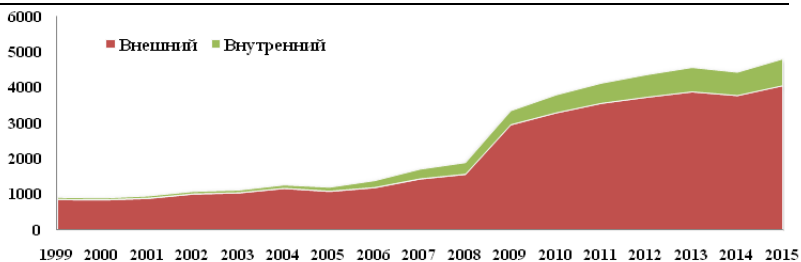
График 1.23. Налоговые доходы/ВВП, %



Источник: База данных Национальной статистической службы РА:
<http://www.armstat.am>

Естественным следствием неэффективной бюджетной политики является высокий уровень государственного долга в Армении. Причем доминирующими в структуре государственного долга являются внешние обязательства, что не может не сказываться на темпах экономического развития и уровня благосостояния в Армении.

График 1.24. Государственный долг (млн. долларов США)

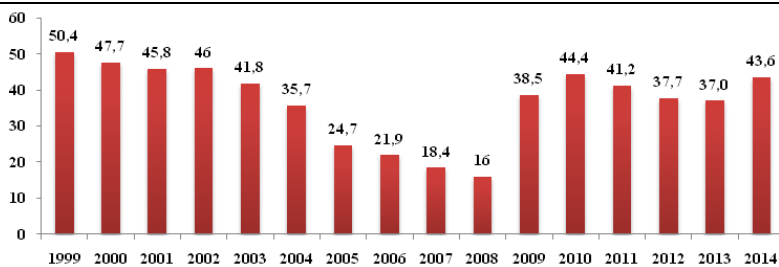


Источник: База данных Национальной статистической службы РА:
<http://www.armstat.am>

Фактором риска с точки зрения дальнейшего развития, в том числе, является доля государственного долга в

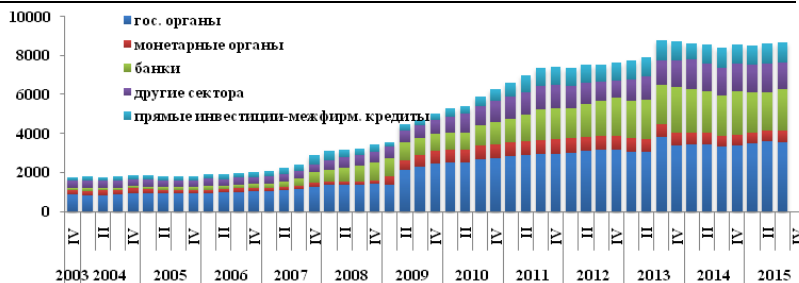
валовом продукте страны. Если до 2008г. уровень государственного долга неуклонно снижался, и, по состоянию на кризисный год, составлял только 16%, то с 2009г. новые внешние заимствования увеличили государственный долг Армении до 38,5% в 2009г. и 37% – по состоянию на 2013г. (см.: График 1.25).

График 1.25. Государственный долг (в % от ВВП)



Источник: База данных Национальной статистической службы РА:
<http://www.armstat.am>

График 1.26. Внешний долг экономики и структура долга (млн. долларов США)



Источник: База данных Национальной статистической службы РА:
<http://www.armstat.am>

Отметим также, что больше половины внешнего долга приходится на государственные органы и Центральный Банк Армении. Иными словами, погашение высокого государственного долга и соответствующих процентов ло-

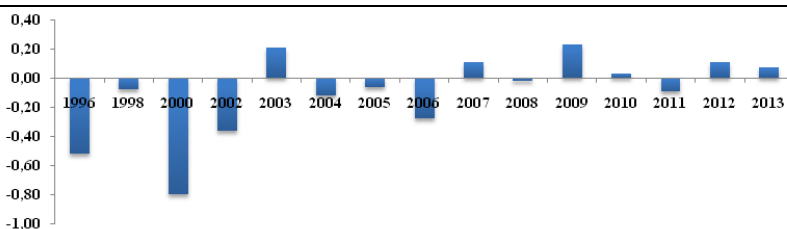
жится на плечи государственного бюджета. Однако, как уже было сказано выше, неэффективная система налогообложения не позволяет в должной мере пополнять государственный бюджет. Таким образом, со стороны государственного бюджета нет возможности положительно воздействовать на темпы экономического роста.

– Политическая и экономическая стабильность, эффективность правительства

Бизнес-среда не может быть здоровой, если страна не обладает политической и экономической стабильностью.

Индекс политической стабильности в Армении до 2006 года нес негативный характер (см.: График 1.27). С 2007г. картина меняется, но незначительно. При этом явно устойчивой положительной тенденции, с точки зрения политической стабильности, в Армении не наблюдается.

График 1.27. Индекс политической стабильности в Армении

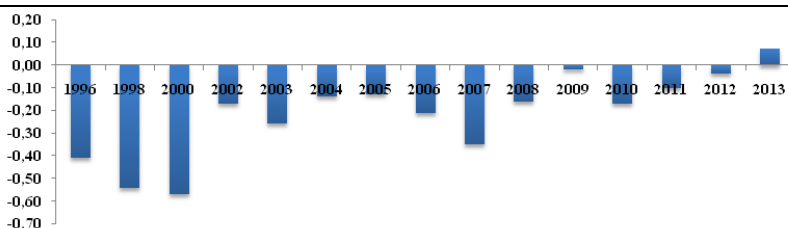


Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI)): <http://data.worldbank.org, govindicators.org>

Примечание: (интервал – 2,5 – +2,5, чем ближе к – 2,5 тем хуже).

Рассмотрим Индекс эффективности правительства, который измеряет качество государственной службы и качество государственных услуг. Этим показателем оценивается степень государственной политики, способствующей повышению конкурентоспособности и, следовательно, увеличению притоков ПИИ.

График 1.28. Индекс Эффективности правительства РА



Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI)) – http://data.worldbank.org_govindicators.org

Примечание: (интервал $-2,5 - +2,5$, чем ближе к $-2,5$ тем хуже).

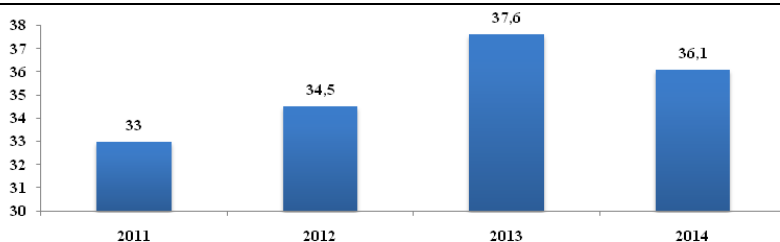
Индекс эффективности правительства Армении также, в большинстве своем, носит негативный характер, что не может не сказываться негативно на эффективности бизнес-среды в экономике (см.: График 1.28). Практически, во всем рассматриваемом периоде наблюдается отрицательный показатель Индекса эффективности правительства. Так, по индексу эффективности правительства в 2012 году Армения занимает 94 место из 190 рассматриваемых стран со значением $-0,04$, а первые места занимают Сингапур и Финляндия со значением $2,2$. Лишь в 2013 г. стране удалось достигнуть положительного показателя по этому Индексу.

Низкая инновационность экономики

В настоящее время конкурентные преимущества экономик мира в большей степени достигаются не за счет природных ресурсов, а знаний, информации, инноваций, которые становятся доминантными в достижении экономического роста стран. Этим объясняется все возрастающий интерес, проявляемый к развитию человеческого капитала ведущими зарубежными и отечественными учеными.

Безусловно, влияние развития системы высшего образования в построении экономического роста отражается в долгосрочной перспективе. Однако игнорировать роль образования в настоящее время означает не достичь желаемого экономического развития в будущем.

График 1.29. Индекс инноваций.



Источник: Cornell University, INSEAD, and the WIPO

Таким образом, немаловажным фактором эффективности бизнес-среды в экономике считается инновационный характер развития экономики. Ключевыми элементами, входящими в глобальный индекс инноваций в национальной экономике, которые дают возможность инновационной деятельности, являются: (1) Институты, (2) Человеческий капитал и наука, (3) Инфраструктура, (4) Эффективность рынка и (5) Эффективность бизнеса. В качестве выходных данных по инновационному развитию за основу берутся показатели (6) Знания и технологии и (7) Творчество. Полный отчет, данные и документация по данному Индексу доступны на сайте глобального индекса инноваций.

Таблица 1.6. Некоторые показатели инновационного развития Армении.

	1997	2000	2007	2011	2012	2013
Расходы на исследования (% от ВВП)	0,19	0,18	0,21	0,27		
Экспорт информационных технологий, % от общего экспорта		0,36	1,22		1,26	
Экспорт высоких технологий, % от промышленного экспорта	5,5	4,37	0,88	2,6	2,65	2,88
Патенты, заявленные нерезидентами	121	8	5	19	4	6
Патенты, заявленные резидентами	62	119	135	121	137	125
Научные статьи	172,3	175,4	174,8	184,6		

Источник: База данных The United Nations, The National Science Foundation, The World Intellectual Property Organization:
<http://www.theglobaleconomy.com>

С этой точки зрения, Армения уступает по многим критериям. Так, по Индексу инноваций, Армения занимает

69 место (из 125 стран), тогда как, скажем, Россия занимает 56 место, а Турция – 65⁷.

Другие показатели инновационного развития в Армении также не имеют положительных тенденций (см.: Таблицу 6). Так, расходы на исследования и науку в проценте от ВВП не составляют даже полпроцента и, в среднем, имеют около 0,2% от ВВП. Экспорт информационных технологий за последние пятнадцать лет составил в среднем чуть больше одного процента от общего экспорта страны. Практически, незначительное число составляют патенты, заявленные нерезидентами страны. Такая же картина наблюдается и по другим показателям.

Обобщая вышесказанное, можно заключить, что в экономике Армении наличествуют глубокие искажения, носящие институциональный характер и препятствующие эффективному экономическому развитию в долгосрочной перспективе.

Вместе с тем, рассмотренные в данном подразделе факторы подразумевают только внутренние (эндогенные) искажения. Однако, поскольку Армения обладает малой открытой экономикой, нельзя не учитывать шоки, носящие экзогенный характер. В этой связи, в следующем подразделе данной работы будут рассмотренные ключевые экзогенные факторы развития экономики.

1.2. Экзогенные факторы экономического развития в Армении

Наряду с эндогенными факторами, которые имеют сильное воздействие на темпы экономического роста, существуют также внешние шоки, которые, в силу особенностей экономики Армении, имеют не менее сильное воздействие на дальнейшее экономическое развитие страны. В рамках данного исследования мы выделили наиболее, на

⁷ Источник: Cornell University, INSEAD, and the WIPO.

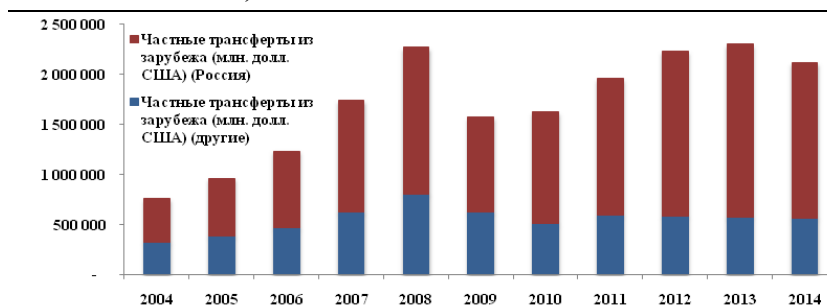
наш взгляд, сильные экзогенные факторы, воздействующие на экономическое развитие Армении.

Трансферозависимость

Армения, как известно, отличается высоким уровнем денежных трансфертов со стороны многочисленной диаспоры в различных странах. При этом денежные трансферты формируют значительную часть общих доходов населения, тем самым, играют немаловажную роль в формировании уровня благосостояния в стране.

Как мы можем наблюдать на Графике 1.30, до кризисного 2008г. объем денежных переводов в Армению неуклонно рос, что, безусловно, наряду с положительными эффектами, несло в себе проявления «голландской болезни». Фактически, в начале 2009 года негативные последствия не заставили себя ждать. Денежные переводы в страну резко сократились, что было обусловлено, в первую очередь, кризисом в странах донорах.

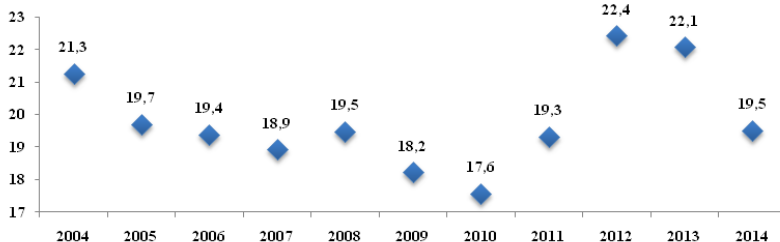
График 1.30. Частные трансферты из-за рубежа (млн. долларов. США)



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

Учитывая, что доминирующая доля трансфертов приходится на Россию и, последние события на валютном рынке, внутренние шоки в РФ достаточно сильно сказываются на внутренних шоках в экономике Армении.

График 1.31. Частные трансферты из зарубежа, % от ВВП



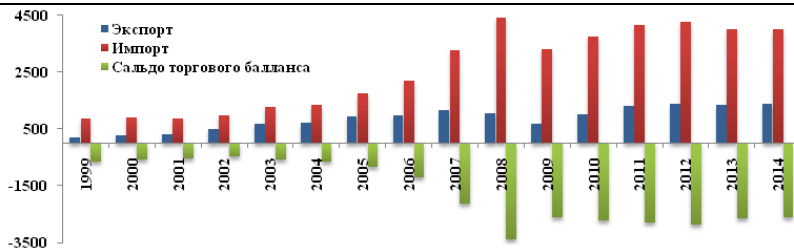
Источник: База данных Центрального банка РА: <http://www.cba.am/>

Весомым аргументом в пользу значения иностранных денежных трансфертов для экономики Армении является их доля в ВВП страны. Как мы можем видеть на Графике 1.31, в среднем, эта доля составляет 20–21% от ВВП. Следовательно, снижение или увеличение иностранных денежных трансфертов не может не сказываться на темпах экономического роста, даже если такое влияние происходит косвенно, через каналы располагаемого дохода и сбережений населения.

Импортозависимость

Экономика Армении характеризуется импортоориентированностью. Причем, на протяжении всего периода независимости, импорт не только не преобладал, но и неуклонно рос.

График 1.32. Экспорт и импорт в Армении, в долларах США



Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI)): <http://data.worldbank.org>

Как мы можем видеть на Графике 1.32, сальдо торгового баланса в Армении характеризуется постоянно отрицательными значениями. Причем, начиная с 2007г. ситуация с отрицательным сальдо торгового баланса усугублялась.

Очевидно, что причиной такого положения дел являются незначительные темпы роста экспорта по сравнению с более высокими темпами роста импорта (см.: График 1.33).

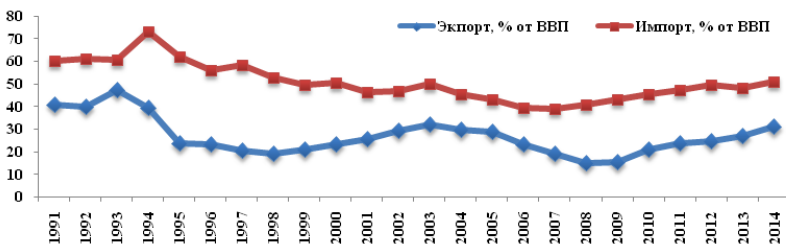
График 1.33. Темпы роста экспорта и импорта в Армении, %



Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI)): <http://data.worldbank.org>

Более того, рассматривая долю экспорта и импорта в ВВП Армении, становится ясно, что экспорт играет мало-важную роль в формировании валового продукта. Таким образом, фактически, экономический рост Армении в большей степени зависит от импортных позиций, что означает большую зависимость от внешнего мира.

График 1.34. Экспорт и импорт в Армении, % от ВВП



Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI)): <http://data.worldbank.org>

Географическая структура экспорта и импорта Армении также указывает на сильную зависимость от фактически двух стран – ЕС и России (см.: График 1.35–1.36).

График 1.35. Географическая структура импорта Армении

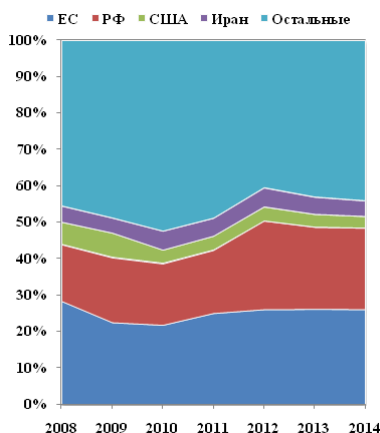
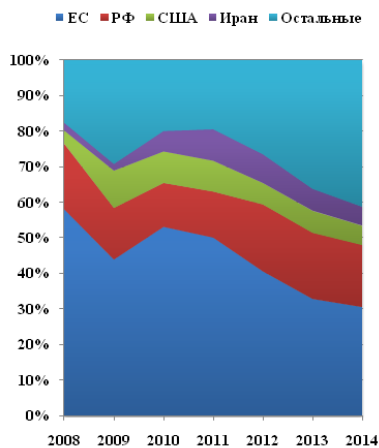


График 1.36. Географическая структура экспорта Армении



Источник: База данных Национальной статистической службы РА:
<http://www.armstat.am>

Достаточно значимую долю в экспорте и импорте Армении имеет Россия. Безусловно, изменения на валютном рынке России отразились также на ценовой конъюнктуре экспортных позиций Армении на рынке РФ, а также на российских импортных товарах. Помимо ценовых колебаний, которые очевидно снизили конкурентоспособность армянских товаров на российском рынке, снижение благосостояния населения в России, не могло не отразиться на внутреннем спросе, что, безусловно, снизило спрос также на импортные товары. Многие армянские товаропроизводители приостановили свой экспорт в Россию в конце ноября 2015г., другие значительно сократили его с целью не столкновения с проблемой возврата места на рынке.

Таким образом, армянские экспортеры несут двойной убыток из-за сокращения объемов экспорта, что, в результате, приведет к сокращению объемов иностранной валюты в Армению. В итоге, изменения на внутреннем рынке России имеют непосредственное влияние на экономику Армении.

Результатом событий в экономике России стало в Армении сокращение потенциального роста, потери по линии импорта, сокращение совокупного спроса. Усугубляющим фактором можно считать негативные ожидания со стороны населения и экспертного сообщества, что нагнетает инфляционное давление и нестабильность на валютном рынке. Таким образом, макроэкономическая нестабильность в реальном секторе Армении, вызванная экономическим кризисом в российской экономике, привела к нестабильности на денежном и валютном рынках РА.

Учитывая слабые позиции в экспорте, Армения подвержена большим рискам с точки зрения последствий от внутренних рисков в ЕС и РФ. С другой стороны, высокая степень импортозависимости делает Армению уязвимой с точки зрения опять же кризисов в этих странах.

Основные выводы

Итак, рассмотрев общую макроэкономическую ситуацию в Армении, мы пришли к выводу, что институциональная несостоятельность экономики не позволяет экономическому росту качественно отразиться на благосостоянии населения. Как известно, основными регуляторами макроэкономической политики являются фискальная и монетарная политики.

Как уже было указано выше, глубокие и нерешенные проблемы в налоговом администрировании, в частности в налогово-бюджетном регулировании, в общем не позволяют использовать этот инструмент с целью достижения улучшения качества жизни в стране. Вместе с тем фискальная политика носит долгосрочный характер, а значит, не

может в краткосрочной перспективе решить накопленные в экономике искажения. Более того, на фоне развития мировой экономики Армения не сможет выжить как экономика, если не будут предприняты жесткие и качественно новые методы макроэкономического регулирования в самой ближайшей перспективе.

В этой связи, с нашей точки зрения, наиболее приемлемым в сложившейся ситуации инструментом в достижении долгосрочного и качественного экономического роста может стать денежно-кредитная и валютная политика.

Глава II

ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА АРМЕНИИ: ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Итак, рассмотрев общую макроэкономическую политику Армении и выделив основные угрозы и факторы, препятствующие достижению долгосрочного и качественного экономического роста, мы пришли к выводу, что единственным эффективным инструментом макроэкономического регулирования в краткосрочной перспективе может стать денежно-кредитная и валютная политика.

Вместе с тем, прежде, чем говорить о монетарном регулировании в Армении, необходимо определить степень развития финансовой системы, поскольку именно финансовая система является посредником между монетарными органами и реальным сектором на пути достижения основных целей денежно-кредитной политики.

Развивающиеся экономики в силу своей специфики обладают достаточной степенью институциональной несостоятельности, что, во многом, искажает функционирование рыночного механизма, поскольку несовершенные институты являются преградой для передачи импульсов между составляющими системы. Обеспечение устойчивого долгосрочного экономического роста, основанного на инвестициях, как ключевом факторе роста, в развивающихся и переходных экономиках требует формирования среды, благоприятствующей развитию и формированию рынка долгосрочных финансовых активов. Следует учесть, что приоритетными должны быть генерирование, аккумуляция и трансформация национальных сбережений, поскольку опыт мирового финансово-экономического кризиса показал, что иностранные инвестиции представляют собой ненадежный источник роста. Таким образом, первоочередной задачей налогово-бюджетной и денежно-кредитной политик должно

являться создание предпосылок для формирования и развития институтов финансового посредничества с учетом того, что для полноценного и эффективного функционирования финансовой системы необходимо наличие здоровых институтов судебной-правовой системы, действующего механизма защиты прав и свобод граждан, в том числе и, в первую очередь, – защиты прав собственности.

Системность взаимосвязи институтов финансового посредничества проявляется, например, в том, что развитие страхового рынка значительно зависит от формирования и становления других институциональных сегментов финансового посредничества, например, от уровня развития рынка ипотечного кредитования и пенсионного страхования.

Основной предпосылкой аккумуляции национальных сбережений и развития институтов финансового посредничества является уровень доходов населения, который должен существенно превышать прожиточный минимум и послужить источником пенсионных накоплений, личного и имущественного страхования, потребления ипотечных, образовательных и медицинских услуг. Учитывая, что во многих развивающихся странах основным источником доходов домохозяйств является заработная плата (в среднем 50–70%), первичной задачей налогово-бюджетной политики является установление уровня минимальной заработной платы, достаточного для покрытия отмеченных выше расходов, что повлечет за собой не только увеличение средней заработной платы, но и неминуемое повышение темпов роста цен. Отсюда следует вторая задача налогово-бюджетной политики: пересмотр концепции налоговой политики с целью обеспечения «всеобщей» занятости населения в условиях удорожания рабочей силы, что предполагает модернизацию структуры и механизмов перераспределения национального дохода.

Задача монетарной политики заключается в создании эффективных инструментов трансформации сбережений в долгосрочные финансовые активы путем создания диверсифицированного финансового сектора и обеспечения ста-

бильности на финансовом рынке. Необходимо отметить, что глобализация ставит новые вызовы перед денежно-кредитной политикой, поскольку возрастающие потоки капитала и их влияние на процентную ставку, а также взаимозависимость международных валютных рынков ограничивают суверенитет национальных монетарных властей и существенным образом влияют на функционирование трансмиссионного механизма. Очевидно, что возникает проблема выбора оптимального в условиях глобализации режима денежно-кредитной политики, который позволит максимально гибко реагировать на изменения конъюнктуры на мировых рынках. Кроме того, на первый план выходит проблема валютного регулирования и вмешательства ЦБ в формирование валютного курса.

Финансовые институты создают новую (добавочную) стоимость, следовательно, являются не только фактором, способствующим экономическому росту, но и сами генерируют расширенное экономическое воспроизводство, а значит, являются частью реального сектора экономики. Проведенные исследования в рамках данной работы позволяют сделать вывод, что на современном этапе в рыночной экономике, наряду с банковским сектором, значительное место в системе финансового посредничества занимают небанковские финансовые институты. Роль небанковских финансовых институтов, в частности, фондового рынка, неуклонно возросла за последнее десятилетие. И в этой связи проблема развития институтов финансового посредничества становится наиболее значимой и актуальной. Вместе с тем, полноценное и эффективное существование здоровой финансовой системы должно быть обеспечено соответствующей институциональной средой.

Очевидно, что именно эффективная институциональная среда является ключом к развитию институтов финансового посредничества. Согласно некоторым авторам, развивающиеся страны отличаются институциональной несо-

стоятельностью⁸, что является существенной преградой для естественного функционирования рыночной экономики.

Современное состояние финансового сектора Армении вынуждает констатировать достаточно слаборазвитые институты финансового посредничества, как, впрочем, и несостоятельность других секторов финансовой системы. Однако среди множества существующих проблем следует выделить наиболее концептуальные, решение которых позволило бы реанимировать финансовую систему страны наиболее эффективным способом.

В рамках данной части работы нами были выделены основные особенности и слабые стороны финансовой системы Армении, в первую очередь, с точки зрения осуществления эффективной денежно-кредитной политики.

2.1. Неравномерное развитие

Одна из основных проблем финансового сектора Армении – это однобокость развития. Так, в капитале и активах финансовой системы преобладает банковский (см.: Графики 2.1 и 2.2). На 2014 год больше 90% общих активов финансовой системы приходилось на долю банков и лишь небольшой сегмент – на долю страховых компаний и кредитных организаций.

Основной причиной такого положения дел является слабое развитие других институтов финансового посредничества, в частности, страховых компаний, кредитных организаций, инвестиционных фондов. Кроме того, частные пенсионные фонды в Армении появились лишь в начале 2014 года, а уровень капитализация биржи находится на катастрофически низком уровне.

Такая же ситуация складывается в распределении собственного капитала финансовой системы Армении, а также с точки зрения обязательств финансовой системы.

⁸ См. подробнее: O.Vlad. The Use of the Monetary Policy Instruments by Central Banks under Globalisation. С. 164.
http://anale.feaa.uaic.ro/anale/resurse/019_F17_VladO.pdf.

Иными словами, большая часть финансовых ресурсов сосредоточена именно в банковской системе Армении.

График 2.1. **Финансовый сектор Армении, собственный капитал.**

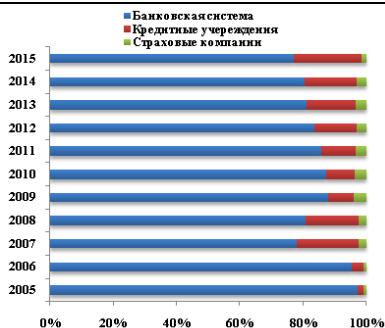
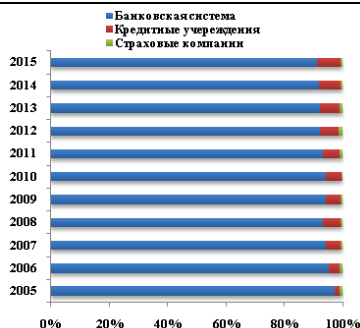


График 2.2. **Финансовый сектор Армении, активы.**



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

Таким образом, единственным финансовым институтом внутри страны, способным аккумулировать финансовые ресурсы с целью дальнейшего перераспределения в реальный сектор, является банковская система. Однако и здесь возникают существенные проблемы.

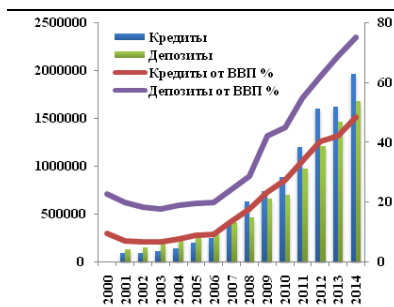
2.2. Слабая связь с реальным сектором

Ключевая задача любой финансовой системы – это эффективное и оптимальное перераспределение финансовых ресурсов. Иными словами, должна присутствовать значительная связь между реальным и финансовыми секторами.

С этой точки зрения, финансовая система Армении практически не выполняет свою основную задачу. Участие финансового сектора (в данном случае, в лице банковского сектора) в реальном секторе незначительно (см.: График 2.3). Хотя стоит отметить, что за последние пять лет наблюдается серьезный рост участия банков в финансировании реального сектора. Так, по состоянию на 2014 год, доля совокупных кредитов в ВВП Армении, обеспеченных банковским сектором, составила около 39%, что, вместе с тем,

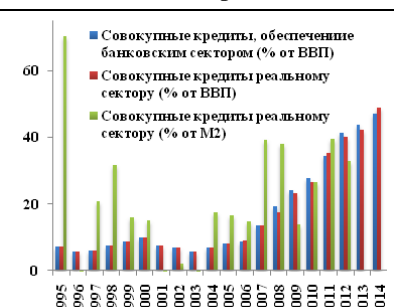
является одним из самых низких показателей в странах СНГ, и тем более – в регионе Южного Кавказа.

График 2.3. **Кредитные и депозитные вложения Банковской системы РА**



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

График 2.4. **Основные источники финансирования реального сектора в РА**



Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI)): <http://data.worldbank.org>

Учитывая мировые тенденции, когда в среднем по миру совокупные кредиты, обеспеченные банковской системой в % от ВВП, составляют 149,4%⁹ (см.: График 2.4), те незначительные цифры, которые демонстрирует банковская система Армении, не могут считаться эффективными.

Более того, показатель участия банковской системы в реальном секторе в странах с низким доходом составляет значение в два раза больше, чем в Армении, а именно: 47,6%¹⁰ по состоянию на 2013г., не говоря уже о странах со средним и высоким доходом, где данный показатель несравненно выше (82,9%¹¹ и 91,5%¹², соответственно).

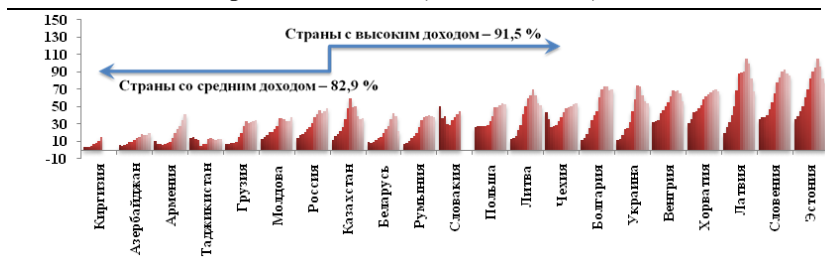
⁹ Источник: База данных Всемирного Банка: <http://data.worldbank.org>.

¹⁰ Источник: Там же.

¹¹ Источник: Там же.

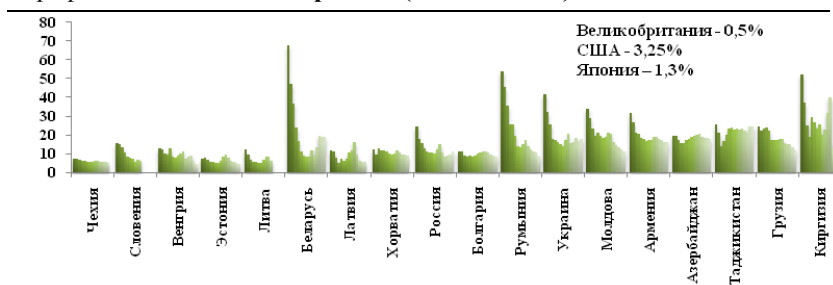
¹² Источник: Там же.

График 2.5. Совокупные кредиты, обеспеченные банковским сектором, % от ВВП (2000 – 2014гг.)



Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI)): <http://data.worldbank.org>

График 2.6. Стоимость кредита (2000–2014гг.)



Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI)): <http://data.worldbank.org>

Довольной веской причиной такой ситуации, помимо общей макроэкономической нестабильности, можно считать высокую стоимость кредита (см.: График 2.5). Процентные ставки по кредитам практически на всем постсоветском пространстве достаточно высоки и, тем самым, мало способствуют развитию бизнес-среды в экономике. Средняя процентная ставка по кредитам по состоянию на 2013г., примерно в 10 раз превышает тот же показатель по развитым странам.

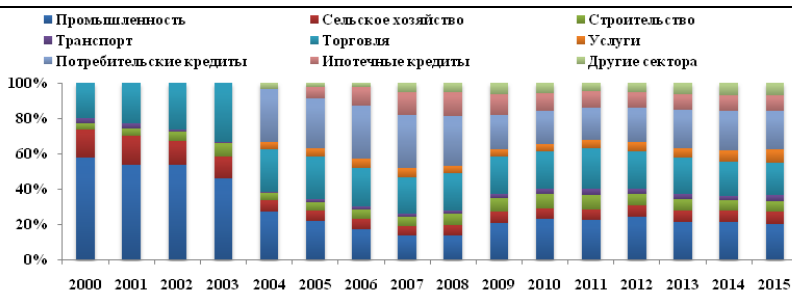
Одной из причин указанной проблемы можно считать, скажем, достаточно слабые позиции Армении по показателю доступности ссуд. Согласно отчету о конкурен-

тоспособности стран мира, Армения по данному показателю занимала в 2010г. 121 место¹³.

Следствием сказанного выше становится замедление темпов экономического роста в стране, отсутствие реальной возможности для бизнеса развиваться и другие проблемы.

Такому положению дел способствует также и структура кредитования со стороны банковской системы по секторам экономики. Как мы можем видеть на Графике 2.7, ключевые отрасли, которые должны были стать локомотивом экономического роста, не финансируются со стороны банковского сектора в достаточно мере.

График 2.7. Объемы кредитования по секторам экономики



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

2.3. Отсутствие «длинных денег»

Более серьезным следствием вышесказанного является несостоятельность финансовой системы Армении в вопросе формирования «длинных денег». Пожалуй, в рамках данной работы мы не ставим себе целью доказать тезис о значимости и серьезности роли долгосрочных финансовых ресурсов с точки зрения обеспечения высоких и качественных темпов роста экономики, а лишь возьмем этот тезис за данность.

¹³ http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2010-11.pdf

Итак, среди наиболее известных институтов, формирующих долгосрочные финансовые ресурсы, можно выделить: пенсионные фонды, ипотечные фонды, а также страхование жизни. Однако с сожалением приходится констатировать, что на сегодняшний день в Армении ни один из перечисленных институтов не состоялся. Пенсионная система Армении на данный момент является распределительной и находится на стадии реформирования и построения элементов накопительной пенсионной системы. Однако в обозримом будущем формирование «длинных денег» с помощью пенсионных фондом нам представляется сомнительным.

С другой стороны, речи о долгосрочных ипотечных кредитах и, соответственно, ценных бумагах на ипотечном рынке, также пока речь не идет. Ипотечное кредитование в Армении обеспечивается со стороны банковского сектора – на срок не более 14–15 лет и под достаточно высокие проценты, что, в свою очередь, тормозит развитие данного сектора финансовой системы. Таким образом, и данный институт в условиях современной Армении не состоялся.

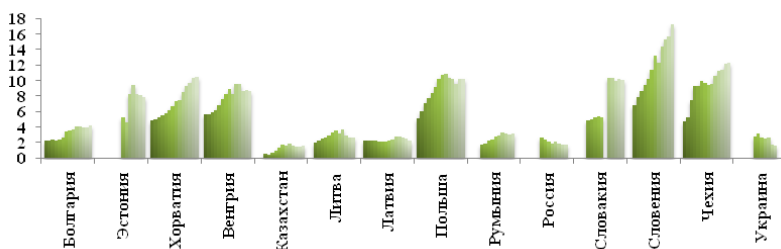
Вместе с тем, страхования жизни на данный момент в Армении просто не существует, что также лишает возможности аккумулировать долгосрочные финансовые средства.

Рассмотрим основные сектора финансовой системы, которые способствуют формированию «длинных денег» в экономике РА.

2.3.1. Страховая система РА

Как известно, институт страхования жизни является одним из эффективных источников аккумулирования «длинных денег» в экономике. Страховой сектор важен также с точки зрения регулирования рисков в различных сферах экономики.

График 2.8. Активы страхового сектора, в % от ВВП (2000–2013гг.)



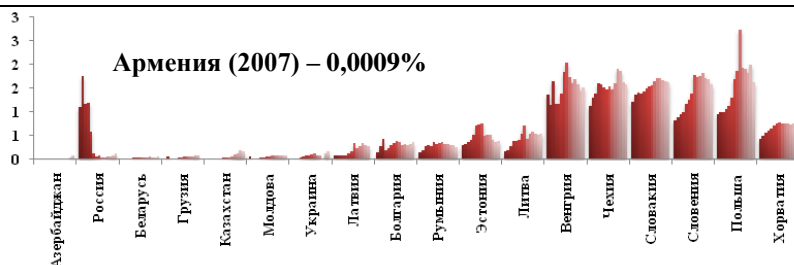
	2006	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Армения	0,32	0,33	0,54	0,74	0,83	0,96	0,17

Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI): <http://data.worldbank.org>)

Однако в Армении страховой сектор развит недостаточно. Сравнивая средние показатели по странам постсоветского пространства, можно заключить, что страховой сектор Армении не занимает серьезных позиций в финансовой системе. По состоянию на 2009г., активы страхового сектора Армении составляют чуть больше 0,5% от ВВП страны, тогда как в среднем по рассмотренным на Графике 2.8 странам, этот показатель варьируется в районе 8–10%.

При этом страхование жизни, которое является одним из ключевых источников формирования «длинных денег», появилось в Армении только в 2007г. и, по сути, не занимает существенной доли в финансовой системе (см.: График 2.9).

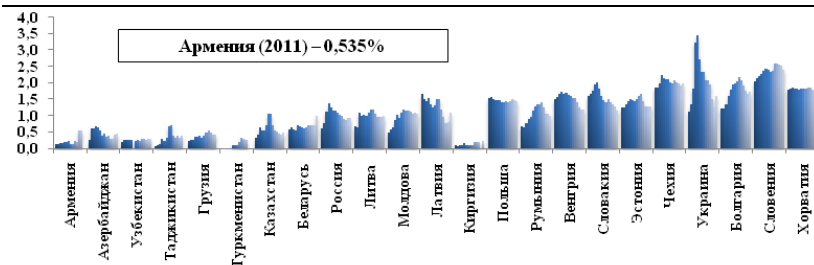
График 2.9. Страхование жизни, премии в % от ВВП (2000–2013гг.)



Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI)): <http://data.worldbank.org>

Вместе с тем показатели развития остальных видов страхования также указывают на несостоятельность страхового рынка в Армении (см.: График 2.10).

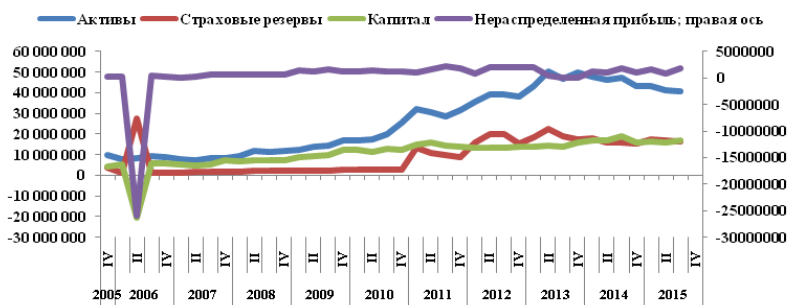
График 2.10. Страхование не жизни, премии в % от ВВП (2000–2013гг.)



Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI)): <http://data.worldbank.org>

Основные показатели развития страхового рынка указывают на некоторый рост в течение последних нескольких лет (см.: График 2.11). Безусловно, одной из основных причин такого роста можно считать введение обязательного страхования автогражданской ответственности. Однако с точки зрения нераспределенной прибыли роста не наблюдается.

График 2.11. Показатели страхового рынка (тыс. драмов), 2005–2015 гг.



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

2.3.2 Пенсионная система РА

Проблема пенсионного обеспечения и решения дилеммы выбора наиболее оптимального решения этой проблемы не нова. Даже высокоразвитые страны не нашли идеального решения этой проблемы. С другой стороны, в странах с развивающейся экономикой проблема пенсионного обеспечения стоит более остро, поскольку большая часть механизмов пенсионного обеспечения лежит на плечах государства, что, как известно, не самое эффективное решение данной проблемы. В этой связи Армения не является исключением.

Как и все другие страны с переходной экономикой, Армения ищет оптимальные пути пенсионного обеспечения населения. В этой связи в 2010г. в Армении был принят закон «О накопительных пенсиях», согласно которому Республика Армения к 2014г. должна перейти с пенсионной системы 1-го уровня к многоуровневой системе, включающей все 3 уровня. Основными целями реформы: стали сокращение дефицита государственного бюджета, повышение уровня замещения, аккумуляция внутренних сбережений, а также повышение финансовой грамотности населения. Однако, несмотря на возможные положительные эффекты, система имеет ряд потенциальных негативных последствий, которые

могут привести к большим потерям как в среде государства, так и в среде населения.

На сегодняшний день в Армении функционирует система “pay-as-you-go” или «модель Бисмарка», для которой характерен перенос бремени пенсионных выплат на молодое поколение в виде обязательных социальных отчислений. Обязательные социальные выплаты поступают в «общий котел» через индивидуальные счета, откуда затем производятся пенсионные и/или другие выплаты, направленные на социальные нужды государства.

За основу реформы был взят механизм, разработанный в 1994 году Всемирным банком, который был опубликован в отчете “Averting the Old Age Crisis”. Согласно этому документу, система пенсионного обеспечения была разделена на 3 уровня/столпа. Затем в 2010 году был введен 4-ый и нулевые уровни, которые представляют, соответственно, систему неформальных связей среди населения, с помощью которой осуществляется поддержка пожилых и неспособных работать индивидов и минимальные/базовые социальные пенсии.

В пенсионной системе предполагается обязательное участие наемных работников, нотариусов, а также индивидуальных предпринимателей, родившихся после 1974 года. Обратный переход невозможен ни при каких условиях. В общих чертах реформа предполагает доленое участие в формировании Пенсионного фонда со стороны государства и «будущего» пенсионера. Степень участи государства зависит от уровня доходов. Одной из особенностей реформы можно считать то, что наемным работникам, а также всем физическим лицам, входящим в систему, предоставляется возможность автоматической покупки акций пенсионного фонда, клиентами которого они являются. Так, после подачи заявления, акции переходят во владение данного физического лица в соответствии со сберегательными платежами, осуществляемыми данным лицом (в соответствии с рыночной стоимостью акций). Заметим, что запрещено любое ог-

раничение возможности покупки акций пенсионных фондов. Однако здесь возможны определенные риски, поскольку законодательство толком не определяет механизм распределения акций, принятие решений по поводу выпуска и размещения дополнительных акций и многие другие вопросы. Еще одну опасность несет в себе тот факт, что дальнейшее размещение акций Пенсионного фонда предполагает как национальные, так и зарубежные финансовые активы, что, в свою очередь, несет в себе угрозу внешних рисков, независящих от правительства РА.

Таким образом, «Новая система» пенсионного обеспечения вызывает много разночтений в свете своей эффективности, как впрочем, и «Старая система».

Добавим также что, если «Старая система» не включает сельское население, по причине исключения доходов полученных от сельскохозяйственной деятельности из налогооблагаемого дохода, то и «Новая модель» не решает этой проблемы, так как обязательные вклады делаются из облагаемого дохода индивидуальных предпринимателей, самозанятых лиц и наемных работников, а население, занимающееся сельскохозяйственной деятельностью, не попадает ни под одну из вышеуказанных категорий. Таким образом, проблему пенсионного обеспечения значительной доли населения в Армении «Новая модель» вовсе не решает. Иными словами, продолжает иметь место дискриминация по виду деятельности. С другой стороны, появляется дискриминация по доходам, поскольку «Новая модель» предполагает, что население с более высоким доходом получит со стороны государства большую поддержку, поскольку субсидирование пенсий будет происходить в процентном соотношении к доходу.

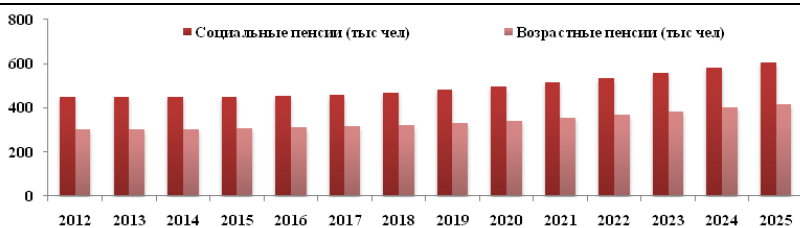
Следует также отметить, что государственная поддержка оказывается в размере обязательных вкладов, сделанных гражданами в пенсионные фонды, и, следовательно, никак не стимулирует дополнительные вклады. Принимая во внимания вышесказанное, можно сделать следующий вывод:

чем выше доходы, тем больше государственная поддержка. Ясно, что это является фундаментальным недостатком и только усугубит неравенство доходов в обществе.

«Старая система»

Очевидно, что однозначно ответить на вопрос об эффективности будущей пенсионной реформы невозможно.

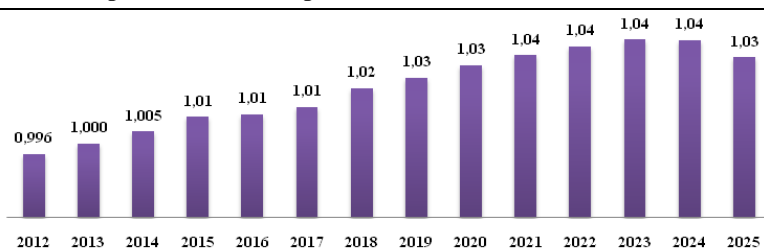
График 2.12. Пенсионеры в РА (в тыс. человек)



Источник: Министерство экономики РА: <http://www.mineconomy.am/>

В этой связи, в первую очередь, следует оценить эффективность и угрозы существующей системы пенсионного обеспечения. Прежде всего, следует отметить, что применение «Строй системы» связано с постоянной угрозой стареющего населения. Так, количество пенсионеров, имеющих права на получение возрастных или социальных пенсий возрастет к 2025 году до 600 тыс., при этом основу роста составят именно лица, получающие социальные пенсии (см.: График 2.13). Более того, отношение количества лиц пенсионного возраста к рабочему населению также будет расти, и к 2025 году составит 1.03, т.е., по прогнозам, на одного пенсионера к 2025 году будет приходиться менее одного «рабочего» человека.

График 2.13. Индекс «пенсионеров» (количество пенсионеров/количество работоспособного населения)



Источник: Рассчитано по данным Министерства экономики РА:
<http://www.mineconomy.am/>

Представленная на графике динамика явно указывает на то, что коэффициент будет расти вплоть до 2024 года и пойдет на спад к 2025 году. Однако проблемы ясно видны уже сейчас, так как, судя по прогнозам и данным статистики, на данный момент в РА на одного пенсионера приходится лишь 1 «работоспособный» индивид. Действительно, проблема присутствует, однако нельзя не учитывать повышение эффективности работоспособного населения, в противном случае есть риск совершить «ошибку Мальтуса», т.е. не принять во внимание технологический и экономический прогресс. Если же предположить, что в будущем один человек не будет намного эффективнее, чем сейчас, то проблему стоит искать уже не в пенсионной, а в общей экономической и политической системе.

При этом, если посмотреть на прогнозы экономического развития Армении в ближайшие годы, то картина будет не слишком радужной. Так, согласно прогнозам аналитиков, рост ВВП на душу населения составит около 10% в год, вплоть до 2017 года, а затем начнет замедляться, а, следовательно, в таких условиях роста продуктивности становится возможным сделать предположение о том, что общество в целом, и государство, в частности, смогут обеспечить достойный уровень потребления для пенсионеров. При этом, если средняя пенсия в 2012 году составляла 31,000 драмов в месяц, тогда как минимальная социальная пенсия

составляет 16,000 драмов, то к 2025 году планируется повышение для страховой и минимальной социальной пенсии до 107,000 и 54,000 драмов, соответственно.

Таблица 2.1. Прогноз экономического развития РА

Год	Всего пенсии/ ВВП	Страховые пенсии/ ВВП	Разрыв в финансировании/ ВВП	Социальные платежи/ ВВП	Всего расходов на страховые пенсии/ гос. бюджет
2012	4.98%	4.2%	0.92%	3.2%	16.6%
2013	4.48%	3.8%	0.94%	0.0%	14.6%
2014	4.83%	4.2%	0.85%	0.0%	16.2%
2015	5.00%	4.31%	0.89%	0.0%	16.8%
2016	5.54%	4.77%	0.89%	0.0%	18.2%
2017	5.57%	4.80%	0.99%	0.0%	18.1%
2018	5.57%	4.81%	1.16%	0.0%	17.9%
2019	5.61%	4.85%	1.19%	0.0%	17.8%
2020	5.67%	4.91%	1.23%	0.0%	17.8%
2021	5.73%	5.0%	1.12%	0.0%	17.8%
2022	5.81%	5.1%	0.98%	0.0%	17.9%
2023	5.90%	5.1%	0.86%	0.0%	18.0%
2024	5.97%	5.2%	0.76%	0.0%	18.2%
2025	6.00%	5.3%	0.76%	0.0%	18.3%

Таким образом, будут достигнуты 22.4% и 11.2% коэффициенты замещения средней заработной платы для возрастных и минимальных социальных пенсий, соответственно (см.: Таблицу 2.2). Заметим, что, это по сравнению со странами OECD, где коэффициенты замещения в среднем находятся на уровне в от среднегодового дохода¹⁴. При использовании «старой системы», согласно прогнозам AVAG Solutions, расходы на пенсионную систему к 2025 году превысят 18.3% от гос. бюджета и составят более 5% от ВВП.

Заметим, что рост обязательств достаточно стабилен, однако, все же превышает средний уровень отношения затрат на пенсионную систему к государственному бюджету в странах OECD. И это при том что данная система покрывает только формальный сектор.

¹⁴ В данном случае предполагается, что основу годового дохода (более 80%) составляет заработная плата.

Таблица 2.2. Коэффициенты замещения средней заработной платы для возрастных и минимальных социальных пенсий

Год	Страховые пенсии/ Средний рубеж бедности	Страховые пенсии/ Верхний рубеж бедности	Страховые пенсии/ Минимальная потребительская корзина	Страховые пенсии/ Рубеж крайней бедности
2012	109.8%	89.8%	70.3%	157.3%
2013	104.9%	85.8%	67.3%	150.3%
2014	121.9%	99.7%	78.2%	174.7%
2015	134.6%	110.1%	86.0%	193.0%
2016	157.4%	128.7%	100.0%	225.6%
2017	166.7%	136.3%	105.5%	238.9%
2018	174.6%	142.8%	110.0%	250.2%
2019	183.5%	150.1%	115.0%	263.0%
2020	192.8%	157.6%	120.0%	276.3%
2021	202.0%	165.2%	125.0%	289.5%
2022	211.2%	172.7%	130.0%	302.6%
2023	220.5%	180.3%	135.0%	316.0%
2024	229.9%	188.0%	140.0%	329.5%
2025	239.5%	195.9%	145.0%	343.2%

На данный момент страховые пенсии покрывают минимальные рубежи крайней и средней бедности, однако составляют всего лишь 89.8% от верхнего рубежа и 70.3% от минимальной потребительской корзины, однако к 2016 году планируется доведение размера страховой пенсии до уровня минимальной потребительской корзины, а к 2025 году планируется повышение до 145% от минимальной потребительской корзины. Из этого следует, что повышение гос. расходов скорее будет связано с повышением размера пенсий, чем с увеличением продолжительности жизни.

Несмотря на рост пенсионных выплат, согласно прогнозам, коэффициент замещения заработной платы не превысит уровня 2012 года (25.8%). Более того, коэффициент замещения будет сокращаться, таким образом, ослабляя так называемое «выравнивание» доходов во времени. Однако данный показатель не может считаться отрицательным, так как государственная пенсионная система, в первую очередь, должна быть ориентирована на обеспечение минимального уровня потребления для всех пожилых граждан, проживающих на территории страны, и только затем выравнивание потребления на протяжении жизни каждого отдельно взятого индивида.

Таблица 2.3. Прогнозные показатели основных социальных гарантий со стороны государства в Армении

Год	Базовая соц пенсия (тыс драмов)	Минимальная потребительская корзина (тыс драмов)	Базовая соц пенсия/страховая пенсия %	Базовая соц пенсия/нижний рубез бедности %	Базовая соц пенсия/рубез крайней бедности %	Население старше работоспособного возраста (тыс чел)
2012	16.2	44.6	51.7%	56.8%	81.4%	347.1
2013	16.3	46.6	51.8%	54.4%	77.9%	347.1
2014	18.3	48.4	48.5%	59.1%	84.7%	348.7
2015	21.3	50.3	49.2%	66.3%	95.0%	352.5
2016	26.2	52.3	50.0%	78.7%	112.8%	356.7
2017	28.7	54.4	50.0%	83.4%	119.5%	362.0
2018	31.1	56.6	50.0%	87.3%	125.1%	370.1
2019	33.8	58.9	50.0%	91.7%	131.5%	380.0
2020	36.7	61.2	50.0%	96.4%	138.1%	392.1
2021	39.8	63.7	50.0%	101.0%	144.7%	406.2
2022	43.0	66.2	50.0%	105.6%	151.3%	422.3
2023	46.5	68.9	50.0%	110.2%	158.0%	440.1
2024	50.1	71.6	50.0%	115.0%	164.8%	458.7
2025	54.0	74.5	50.0%	119.7%	171.6%	474.7

Из закона о государственных пенсиях следует, что лица, достигнувшие 65 лет (63 для женщин), имеют право на получение базовой социальной пенсии. В основном, правом на получение такого рода пенсии пользуется население сельской местности, где невозможно отследить стаж, а, следовательно, и размер получаемой пенсии. Однако, несмотря на это, можно сказать, что сельское население гораздо лучше защищено от вынужденного сокращения потребления в старости, в основном благодаря более ярко выраженной клановости методов ведения хозяйства.

Из вышеприведенной Таблицы видно, что базовая социальная пенсия не будет превышать 50% от средней возрастной пенсии. Размер ежемесячных выплат базовой социальной пенсии на данный момент не превышает ни один из рубежей бедности, что действительно проблематично, с другой стороны, бедное население более подвержено болезням, а, следовательно, получает намного меньший размер пенсий, чем более богатое, за счет малой продолжительности жизни. Социальная пенсия к 2021 году должна превысить нижний рубез бедности, тогда как рубез крайней бедности должен быть превышен в 2016 году. Таким

образом, частично решится проблема бедности среди пожилого населения. Заметим однако, что даже к 2025 году размер базовой социальной пенсии не будет покрывать минимальную потребительскую корзину.

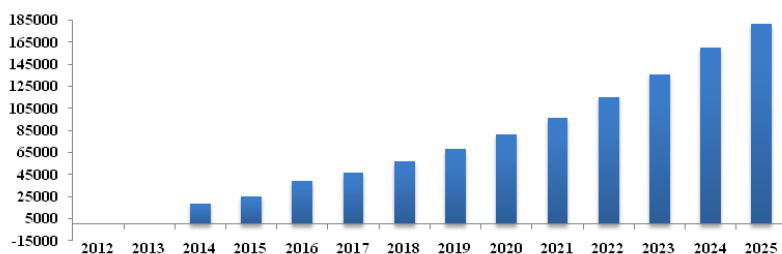
Таким образом, старая пенсионная система действительно могла привести к увеличению дефицита гос.бюджета, однако такое увеличение было бы оправданно, так как обеспечивало бы достойный уровень потребления для пожилого населения, которое, прожив на территории страны довольно большой период времени, получило право на достойную старость.

«Новая система»

Как было уже сказано выше, переход на систему индивидуальных накопительных счетов планируется осуществить в 2014 году, в результате перехода лица, рожденные после 1974 года, автоматически будут включены в систему. Таким образом, государство планирует повысить уровень внутренних сбережений и создать так называемые «длинные деньги». В момент перехода в системе будет действовать около 170 тысяч человек, которые будут вкладывать 5% от своего дохода, к 2025 году число участников дойдет до 600 тысяч. Согласно прогнозу аналитиков, средний прирост участников будет составлять не более 50 тысяч человек в год.

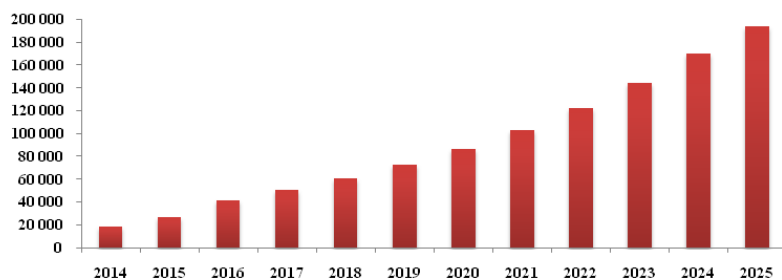
Как мы можем видеть на Графике 2.14, вклады правительства в первый год функционирования составят 18 млрд. драмов, заметим, что к 2025 году вклады правительства должны составлять 181 млрд. драмов, т.е. возрастут в 10 раз.

График 2.14. Переводы из государственного бюджета в пенсионную систему (млрд. драмов)



Источник: Министерство экономики РА: <http://www.mineconomy.am/>

График 2.15. Всего расходов на пенсионную систему (государственный сектор, млрд. драмов)



Источник: Министерство экономики РА: <http://www.mineconomy.am/>

Несмотря на достаточно крупные вложения, стоит поставить вопрос о достаточности государственного участия в системе индивидуальных накопительных счетов. Основной вопрос касается степени вложений государства в каждый отдельно взятый накопительный счет. Как уже говорилось выше, государство обязуется вкладывать 5% от облагаемого дохода участника системы, но не более 25 000 драмов, однако в законе не упоминается возможность поднятия данного рубежа, так как в условиях постоянно растущих цен (ИПЦ) население может начать терять доходы, в данном случае – вместо ИПЦ мы будем рассматривать среднюю заработную плату по стране. Тогда получится, что в данный момент государство, в среднем, будет вкладывать около 6 000 драмов в

месяц на каждый отдельно взятый накопительный счет, к 2025 году уровень вложений вырастет до 24 000 драмов в месяц, однако не превысит 25 000, следовательно, ставить вопрос о повышении рубежа не имеет смысла, в связи с отсутствием достаточно долгосрочных прогнозов и отсутствием каких-либо проблем в среднесрочном периоде.

Таблица 2.4. Прогноз средней заработной платы, вложения правительства Армении и физических лиц в пенсионную систему

	Средняя заработная плата	Вложения РА	Вложения физ. лиц
2012	121,300	6,065	6,065
2013	153,400	7,670	7,670
2014	169,800	8,490	8,490
2015	188,800	9,440	9,440
2016	209,300	10,465	10,465
2017	231,400	11,570	11,570
2018	253,600	12,680	12,680
2019	278,100	13,905	13,905
2020	304,900	15,245	15,245
2021	334,100	16,705	16,705
2022	366,100	18,305	18,305
2023	401,200	20,060	20,060
2024	439,900	21,995	21,995
2025	482,000	24,100	24,100

Таблица 2.5. Прогноз вложений в Пенсионную систему РА

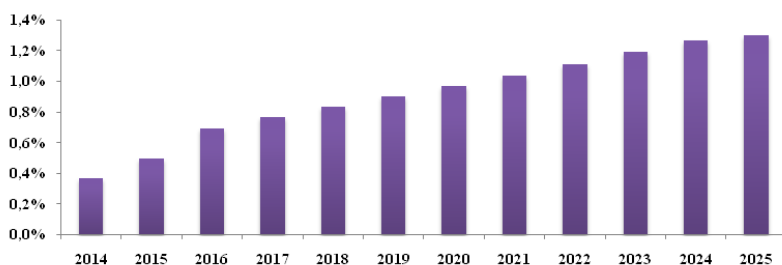
	Вложения участников (млрд драм)	Общие аккумулированные вложения (млрд драм)	Средства в фондах	Переводы из гос бюджета в систему (млрд драмов)
2014	18,900	36,900	36,900	18,000
2015	26,250	51,250	88,150	25,000
2016	40,743	79,545	171,378	38,803
2017	49,177	96,012	267,390	46,835
2018	59,309	115,793	383,183	56,484
2019	71,247	139,101	522,285	67,854
2020	85,216	166,375	688,659	81,158
2021	101,424	198,018	886,678	96,594
2022	120,400	235,066	1,121,744	114,667
2023	142,360	277,942	1,399,686	135,581
2024	167,681	327,377	1,727,063	159,696
2025	190,555	372,036	2,099,099	181,481

Общие вложения в пенсионную систему в 2014 году должны были составить 36,9 млрд. драмов, к 2025 году

система аккумулирует более 2 млрд. драмов на индивидуальных накопительных счетах (см.: График 2.16).

Заметим также, что к 2025 году уровень ежегодных частных и государственных вложений в пенсионную систему составит 372,3 млрд. драмов. Ясно, что в РА на данный момент не существует достаточно надежных компаний, которые могли бы сыграть роль поставщика надежных активов, а, следовательно, компаниям придется вкладывать либо в банки, либо в государственные ценные бумаги, либо вклады за рубежом.

График 2.16. Расходы на пенсионную систему 2-го уровня (государство) % от ВВП



Источник: Министерство экономики РА: <http://www.mineconomy.am/>

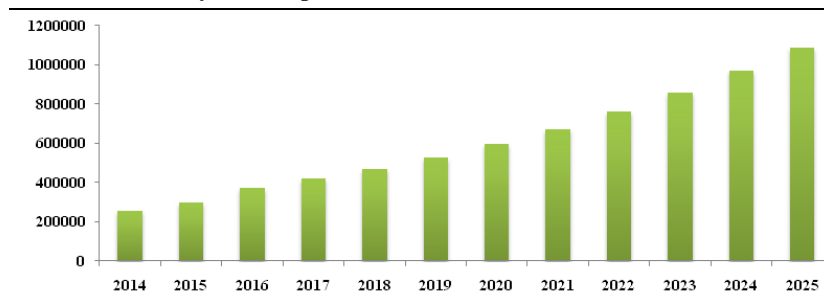
Принимая во внимание предположение, сделанное “AVAG Solutions”, что большинство средств будет направлено на покупку государственных облигаций, и в результате такого предположения становится необходимым еще раз оценить «стоимость» применения системы для государства. Однако в данном случае у государства появляются дополнительные обязательства по выплате % от государственных облигаций. В результате, реальные расходы государства на пенсионную систему составят к 2025 году 193 млрд. драмов.

Таким образом, реформа позволяет снизить государственные расходы в несколько раз, ослабляя давление на бюджет. Так, к 2025 году расходы на пенсионную систему второго уровня составят 1.35% от ВВП. Однако расходы на

пенсионную систему не ограничатся лишь расходами на второй уровень, так еще некоторое время будет существовать система PAYG, затраты на которую существенно повлияют на дефицит гос.бюджета, так как реформа наберет полную силу лишь к 2050 году.

В результате, общие расходы на «новую» пенсионную систему составляли 253 млн. драмов или 5.2% от ВВП в 2014 году, а к 2025 году общие расходы возрастут до 1 трлн. драмов или 7.3% от ВВП. Таким образом, данная система повышает расходы в краткосрочном и среднесрочном периодах, а понижение расходов начнется только после 2050, когда большинство пенсионеров уже будут участвовать в «новой системе».

График 2.17. Общие расходы государства на пенсионную систему, млн. др.



Источник: Министерство экономики РА: <http://www.mineconomy.am/>

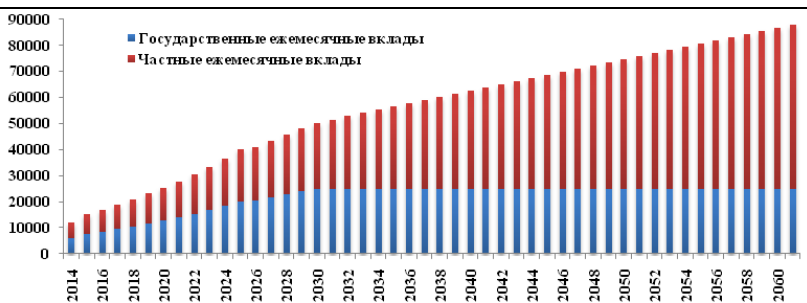
Ясно, что при использовании данной системы изменится также и коэффициент замещения средней заработной платы. Для подсчета коэффициента были выбраны лица, рожденные в 1974 году, т.е. в возрастной группе до 40 лет. Было сделано предположение, что государство не будет изменять ставку «поддержки» и лимит «поддержки». Используя данные за период с 2000 по 2025 года, когда 2013–2025 гг. были использованы данные прогнозов “Avag Solutions”, был получен прогноз средней заработной платы на период с 2025

по 2061 года¹⁵. В результате была получена следующая модель роста заработной платы во времени:

$$\text{СЗП}_T = 24,309 * T - 48,841,209,$$

где СЗПГ – размер средней заработной платы в данном году, T – Год. При применении данной модели получается следующий прогноз заработной платы.

График 2.18. Ежемесячные вклады, в тыс. драмов.



Источник: Министерство экономики РА: <http://www.mineconomy.am/>

Таким образом, заработная плата в 2061 году составит более 1,200,000 драмов. Согласно закону о накопительных пенсий, участники системы обязуются сберегать 5% от заработной платы, а оставшиеся % до восполнения, 10% нормы вкладывает государство (но не более 25000). Предположим, что вклады делаются в начале года и пенсионный фонд целиком направляет их в государственные облигации со сроком погашения до 25 лет.

В результате, государственные вложения в систему будут равны частным вложениям вплоть до 2029 года, однако затем из-за верхнего порога с 2029 года частные вложения начнут перевешивать государственные вложения. Далее делается предположения о фиксировании ставки доходности государственных облигаций на уровне 7.6% после 2021 года.

¹⁵ Дальнейший прогноз невозможен из-за слишком большого разброса данных.

Таблица 2.6. Доходность государственных облигаций РА.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021-2038
Доходность гос облигаций	10.8%	10.0%	10.3%	10.2%	9.2%	8.7%	8.2%	7.6%

В таком случае вложения в пенсионную систему, с условием выхода на пенсию в 65 лет, для 40-летнего населения обеспечат доходы в размере 38% от заработной платы на 2038 год (год выхода на пенсию) для мужчин и 31% для женщин в виде равномерных платежей вплоть до конца ожидаемой продолжительности жизни. Заметим, что процентное соотношение пенсионных выплат к средней заработной плате у женщин ниже, чем у мужчин за счет большей продолжительности жизни первых.

Учитывая нерешенные проблемы, о которых говорилось выше, в рамках данного исследования были разработаны концепции двух моделей пенсионного обеспечения, дающих решение проблемам «сельского населения» и сложности расчета пенсий.

1. Модель государственных возрастных пенсий, за прожитые года.

Основой модели послужило предположение о том, что государство не может и не должно оценивать «блага», созданные людьми за время проживания на территории той или иной страны. Одним из вариантов оценки может послужить заработная плата, однако данный показатель не обязательно показывает пользу, приносимую обществу тем или иным индивидом. Другим методом оценки может послужить рабочий стаж, однако и этот показатель имеет свои недостатки, так в условиях РА из данной системы выпадает сельское население, которое законодательно лишено возможности набирать стаж (это компенсируется освобождением от налогов). В условиях РА ни «новая», ни «старая» системы не предлагают решения вышеуказанной проблемы, более того «новая» система ухудшает положение, вводя дискриминацию по месту проживания и сферы занятости, а также, как уже говорилось

выше, государственная поддержка в большей степени оказывается более богатому населению.

Для решения вышеуказанных проблем мы предлагаем следующую модель пенсионной системы.

Государство признает наличие обязательств по выплате пенсии с момента наступления совершеннолетия лица, имеющего гражданство РА, пенсионные обязательства государство касательно каждого отдельного индивида возрастует с каждым дополнительным годом, прожитым на территории РА. Год считается «прожитым на территории РА» в том случае, если лицо, имеющее гражданство РА, прожило на территории страны 8 месяцев в данном году. В данной модели предполагается связывать пенсии с одним из 2-х показателей:

- средняя заработная плата;
- минимальная потребительская корзина пожилого населения.

В первом случае связь обоснована тем, что пенсионеры должны иметь право на достойную старость, а следовательно, иметь доходы, сопоставимые с населением работоспособного возраста. В таком случае размер пенсии вычисляется по следующей формуле:

$$P = K * T$$

$$K = R * AW / 47$$

где P – размер пенсии, K – стоимость одного года, T – число лет, прожитых на территории РА, R – коэффициент замещения, AW – средняя заработная плата текущего года, 47 – максимально возможное число лет, прожитых на территории РА. Коэффициент замещения устанавливается со стороны государства. По окончании каждого года делается поправка на изменение средней заработной платы.

Таблица 2.7. Сценарий развития «Новой модели» пенсионной системы РА

№	Коэффициент замещения зп	Максимальная пенсия 2061 год	Максимально возможное число пенсионеров*	Максимальные расходы в первый год драм	Стоимость одного года
1	40%	503855.9636	44239	22,290,215,537.62	10720.33
2	30%	377891.9727	44239	16,717,661,653.21	8040.25
3	25%	314909.9773	44239	13,931,384,711.01	6700.21

*Под максимально возможным числом пенсионеров подразумевается число людей в возрасте от 18 лет (в момент перехода на «новую систему»), доживших до пенсионного возраста (в данном случае, предполагается 0-ая смертность и миграция)

Таким образом, человек, проживший на территории страны 47 лет¹⁶, получает право на получение максимальной пенсии. В Таблице 13 показаны 3 возможных сценария применения модели.

2. Минимальная потребительская корзина для пенсионеров

Другим методом подсчета пенсий может стать связь пенсий и МПК. В данном случае государство назначает отношение максимальной пенсии к минимальной потребительской корзине для пенсионеров.

Необходимость существования отдельной потребительской корзины для пожилого населения объясняется тем фактом, что структура потребления пожилого населения сильно отличается от структуры потребления работоспособного населения. Как результат, ИПЦ для пожилого и молодого населения сильно отличается. Как следствие, государство может переплатить или недоплатить пенсионерам.

Заметим, что аналогичные идеи были представлены в конгрессе США и Израиля, однако на данный момент обе концепции находятся на стадии разработки.

Необходимость данного вида ИПЦ (потребительской корзины) не уменьшается при переходе на систему индивидуальных пенсионных счетов, так как регулирующий орган должен находить баланс между допустимой рисковостью вложений и инфляцией, в данном случае – ИПЦ. Тогда от-

¹⁶ С 18 по 65 лет.

дельная МПК для пожилого населения позволит более точно спрогнозировать инфляцию, а следовательно, и установить соответствующую норму доходности. В этом случае государство назначает отношение максимальной пенсии к минимальной потребительской корзине для пенсионеров.

Ввиду отсутствия возможности оценки МПК для пенсионеров за основу была взята минимальная потребительская корзина. Было сделано предположение, что ИПЦ будет равен уровню инфляции, который зафиксирован на уровне 4.5% в год. Пенсии подсчитываются по аналогичной системе, приведенной в Модели 1.1, однако с той разницей, что место средней заработной платы в данном случае занимает минимальная потребительская корзина. Тогда:

$$P = K * T$$

$$K = R * B / M$$

где P – размер ежемесячной пенсии, K – стоимость одного года прожитого в РА, T – количество лет, прожитых на территории РА, R – коэффициент покрытия минимальной потребительской корзины, B – стоимость МПК на данный период, M – максимально возможное число лет, прожитых в РА.

В данном случае, при прогнозировании расходов и стоимости одного года за основу была взята МПК 2061 года, в случае неизменного списка товаров и консантной годовой инфляции в 4.5% (см.: Таблица 2.8).

Таблица 2.8. **Расходы и стоимость одного года**

N	Коэффициент замещения, % от МПК	Максимально возможное число пенсионеров	Максимально возможные расходы	Стоимость одного года
1	140	44239	6,095,299,886	11481
2	120	44239	5,224,542,759	9841
3	100	44239	4,353,785,633	8201

В данном случае расходы намного меньше, однако стоит учесть, что прогноз неточен и применяется скорее для показательных расчетов, чем для определения реальных расходов государства.

3. Модель максимально возможных расходов

Если в первых двух моделях применялась система, при которой государство определяло максимально возможный размер пенсии, вне зависимости от числа пенсионеров и доступных средств, то в данной модели применяется система «единого котла», когда государство на годовой основе определяет максимально возможный уровень расходов на систему, в зависимости от которого рассчитываются пенсии.

Так, возможной моделью подсчета может стать модель «средней возрастающей» пенсии, когда государство определяет среднее количество лет, прожитых пенсионерами на территории РА, после чего устанавливает стоимость каждого дополнительного, а также каждого «непрожитого» года на территории РА.

Несмотря на явное преимущество в планировании расходов, данная модель является непрозрачной для населения. Действительно, населению недоступна информация о среднем количестве лет, прожитых на территории РА, а также о возможных расходах государства, следовательно, не будет рассмотрена более подробно в виду отсутствия подобной информации.

Таким образом, предложенные модели могут решить проблему выпадения сельского населения из системы, а также помогут более тщательно планировать бюджет и расходы государства на систему, кроме этого, стоимость каждого года может послужить стимулом к тому, чтобы человек остался в РА.

2.3.2. Ипотека в РА

Рынок ипотечного кредитования в Армении развит недостаточно. Прежде всего, основной причиной не сильно развитого ипотечного рынка является высокая стоимость ипотечных кредитов. Как мы можем видеть на Графике 2.19, по состоянию на конец 2014г., процентная ставка по ипотечным кредитам в драмах составила 12,3%, а в иностранной валюте – 11,8%. С 2009г. ставка по ипотечным

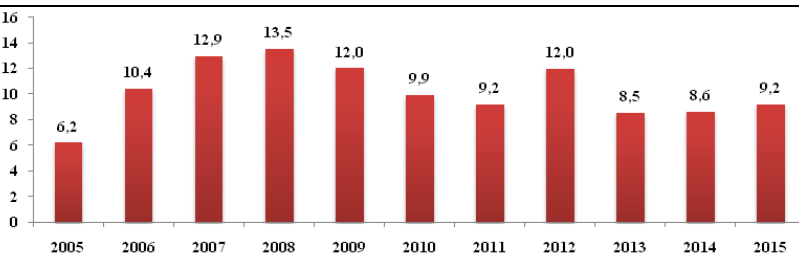
кредитам снизилась лишь на 3–4%. Высокая процентная ставка по ипотечным кредитам делает их недоступными для большей части населения. Возвращаясь к предыдущим пунктам данной работы, напомним, что уровень благосостояния в Армении очень низкий, и высокие доходы, способные покрыть расходы по ипотечным кредитам, доступны лишь небольшому проценту населения.

График 2.19. Стоимость ипотечного кредита в Армении



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

График 2.20. Доля ипотечных кредитов в общих кредитах банковской системы



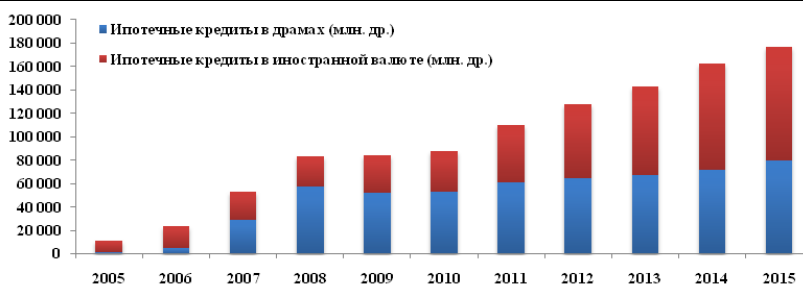
Источник: База данных Центрального банка РА: <http://www.cba.am/>

Таким образом, рынок ипотечных кредитов не занимает серьезных позиций на общем рынке финансовых услуг. Доля ипотечных кредитов в общем кредитовании со стороны банковского сектора также не очень высока. Причем, в целом, динамика доли ипотечных кредитов характеризуется постоянным снижением.

Вместе с тем, динамика объема выданных ипотечных кредитов имеет тенденцию к росту. При этом, если кредиты в

драмовом выражении практически не менялись в своем объеме за последние восемь лет, то кредиты, выданные в иностранной валюте, постоянно увеличиваются. В первую очередь, это говорит о слабости национальной денежной единицы и о слабом доверии со стороны населения к собственной валюте.

График 2.21. Динамика объема выданных резидентам ипотечных кредитов в иностранной валюте и в драмах



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

Таким образом, рынок ипотечного кредитования также не позволяет формировать «длинные деньги», необходимые для достижения долгосрочного, устойчивого и качественного экономического роста.

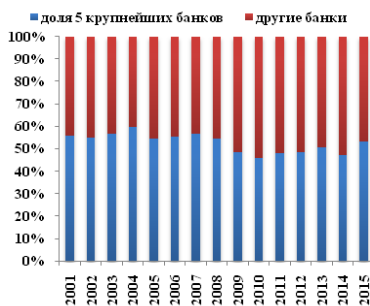
2.4. Риск высокой концентрации рынка финансовых услуг

Тем не менее, вышеперечисленное не охватывает весь список существующих в финансовой системе Армении проблем. Среди наиболее значимых следует также выделить риск высокой степени концентрации рынка финансовых услуг. Как известно, высокая концентрация – проблема многих стран. Более того, некоторые страны вообще представлены только несколькими крупными банками, которые охватывают весь рынок. Однако отсутствие конкуренции на рынке финансовых услуг не может положительно сказываться на качестве финансовых продуктов, а также

на их стоимости.

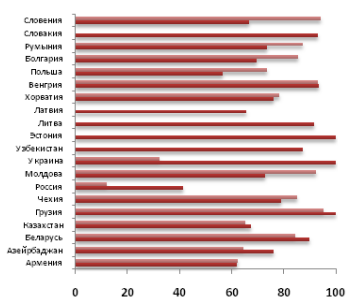
На сегодняшний день доля 5 крупнейших банков в общем объеме кредитных вложений банковской системы РА, по состоянию на 2010 год, составляет чуть меньше 50%¹⁷. Вместе с тем, доля 5 крупнейших банков в общем объеме в общих обязательствах и в общем объеме в капитале банковской системы РА в 2010 году составила 45%. Таким образом, на фоне даже самых развитых стран Армения не выделяется высокой концентрацией рынка банковских услуг и, по сути, характеризуется высокой здоровой конкурентной средой на финансовом рынке. Однако ситуация, несомненно, изменилась после того, как в конце 2014 года Центробанком Армении было принято новое решение, согласно которому минимальный порог собственного капитала коммерческих банков Армении с 2017г. поднимается с 5 млрд. до 30 млрд. драмов¹⁸. В Армении на данный момент всего 5 банков из всех действующих удовлетворяют данному закону и сравнительно близки к данному показателю 7–8 банков.

График 2.22. Доля 5 крупнейших банков в общем объеме кредитных вложений банковской системы РА в 2001–2015 гг.



Источник: База данных Центрального банка РА:

График 2.23. Доля 5 крупнейших банков в общем объеме активов банковской системы 2011 г. и 2013г.



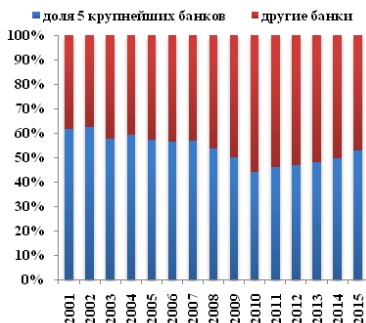
Источник: <http://www.bis.org/statistics/constats.htm>

¹⁷ Источник данных: www.cba.am

¹⁸ Источник данных: www.cba.am

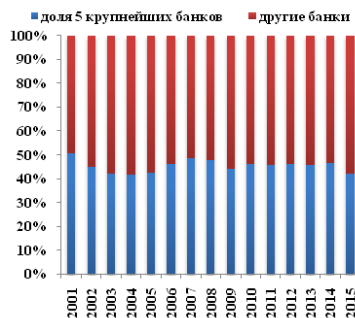
<http://www.cba.am/>

График 2.24. Доля 5 крупнейших банков в общем объеме в общих обязательствах банковской системы РА в 2001–2015 гг.



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

График 2.25. Доля 5 крупнейших банков в общем объеме в капитале банковской системы РА в 2001–2015 гг.



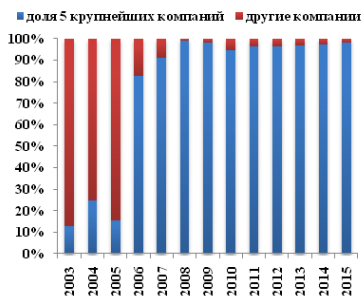
Источник: База данных Центрального банка РА:
<http://www.cba.am/>

Согласно данным Всемирного Банка, степень достаточности капитала Армении в 2009 году составила почти 29% (нормативное значение 12%), а в отдельных банках данный показатель достиг 50%¹⁹. Для сравнения отметим, что в других развитых странах, таких, как Великобритания или Япония, этот показатель намного ниже. Многие банки, действующие в Армении на данный момент, созданы методом привлечения прямых иностранных инвестиций.

Более того, уже сейчас высокая степень концентрации присутствует на фондовом рынке! С начала формирования фондовой биржи (2003 г.) доля 5 крупнейших компаний на фондовой бирже РА с 5% увеличилась до 88% в 2010 году. Очевидно, что такой расклад никак не может способствовать развитию фондового рынка. Отсутствие реальной, рыночной конкуренции лишает стимула улучшить качество, разнообразить спектр предоставляемых услуг и, в конце концов, препятствует здоровому развитию финансовой системы.

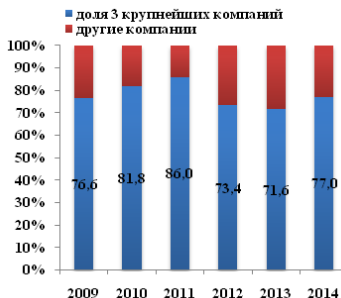
¹⁹ Finstats 2011. World Bank <http://info.worldbank.org/>

График 2.26. Доля 5 крупнейших компаний на фондовой бирже РА в 2003–2013 гг.



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

График 2.27. (а) Доля активов 3 крупнейших компаний на страховом рынке РА в 2009–2014 гг.



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

Такая же ситуация наблюдается на рынке страховых услуг, что не может положительно сказываться на дальнейшем развитии институтов финансового посредничества в Армении (см.: Графики 2.27 (а-в)).

График 2.27. (б) Доля обязательств 3 крупнейших компаний на страховом рынке РА в 2009–2014 гг.

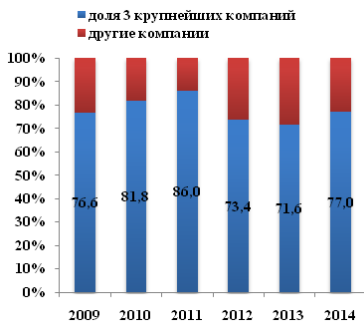
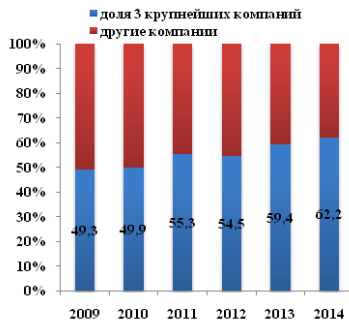


График 2.27. (в) Доля общего капитала 3 крупнейших компаний на страховом рынке РА в 2009–2014 гг.



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

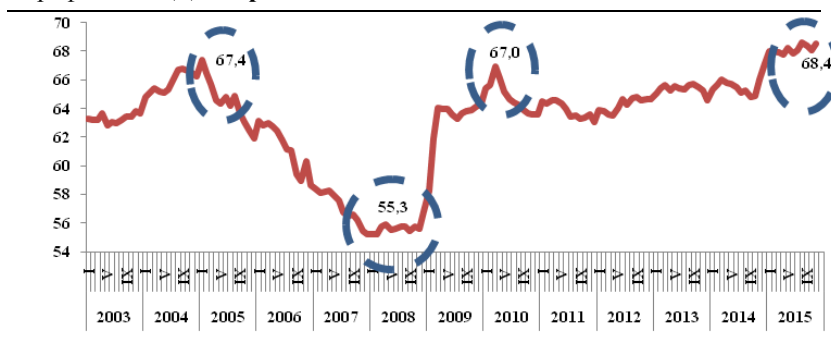
2.5. Долларизация

Экономика Армении очень долларизована. В начале переходного периода Армения пережила колоссальный спад ВВП и период гиперинфляции, которая достигла 5273%-ов в 1994 году²⁰. Контроль над инфляцией превратился в самоцель, а не в решение задач. Следствием этого стало резкое увеличение уровня бедности в стране, а также потеря доверия к национальной валюте, что, безусловно, способствовало увеличению уровня долларизации.

Несмотря на значительное укрепление национальной валюты, за последние годы доверия к драму не прибавилось. Население все еще хранит имеющиеся сбережения в иностранной валюте.

Известно, что в любой экономике высокий уровень долларизации негативно воздействует на эффективность денежно-кредитной политики и способствует наращиванию темпов инфляции. Борьба против долларизации в Армении привела к тому, что в конце 2007 года долларизация общих депозитов была снижена до 35,73% (см.: График 2.28).

График 2.28. Долларизация денежной массы РА



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

Однако финансовый кризис в мире и полное отсутствие доверия населения к ЦБ и к национальной валюте при-

²⁰ Источник: База данных Центрального банка РА: <http://www.cba.am/>

вели к тому, что уже на конец 2008 года уровень долларизации общих депозитов составил 44,08%. В конце первого квартала 2010 года данный показатель составил 73,23%.

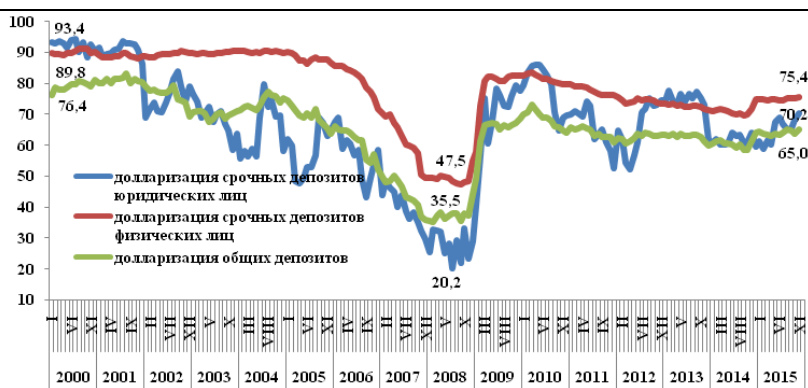
Таким образом, некорректная политика «денежных властей» привела к значительной потере доверия со стороны населения к национальной валюте. Такая ситуация ко всему прочему значительно мешает эффективности осуществления денежно-кредитной политики.

Согласно некоторым исследователям, существует ряд других причин, способствующих повышению уровня долларизации²¹. 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.

Однако проведенные в работе исследования доказывают, что уровень долларизации и индекс потребительских цен не коррелируются. 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 наивысший показатель, а долларизация, наоборот, упала в среднем с 70% до 30%. 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.

²¹ См., например: Головнин М.Ю. Долларизация в переходных экономиках России и стран Центральной и Восточной Европы. М.: Вершина, 2003. С. 251.

График 2.29. Долларизация банковской системы РА



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

Другой фактор относится к реальной процентной ставке, когда сберегая средства в иностранной валюте, основной целью выступает стремление сохранить покупательную способность денег и их норму доходности. Обращаясь к опыту Армении, необходимо отметить, что с 2000 года процентные ставки на депозиты в национальной и в иностранной валюте почти приравнялись. Опыт некоторых стран показывает²², что, обеспечивая высокий спрэд между процентными ставками, можно существенным образом повлиять на долларизацию.

Поскольку ставки на депозиты в разных валютах в Армении практически равны, то однозначный вывод относительно влияния процентной политики банка на решения вкладчиков сделать невозможно. Во всяком случае, по представленным данным, видно, что в 2000 году, а также в 2003 году, процентные ставки на депозиты в национальной валюте повысились, что не оказало влияния на уровень долларизации, который остался неизменным. Таким образом, ни фактический спрэд процентных ставок, ни факти-

²² В частности, Турция активно использовала данный рычаг стимулирования притока депозитов в национальной валюте.

ческая инфляция в Армении не оказывают существенного влияния на уровень долларизации.

Наконец, среди факторов, имеющих существенное влияние на уровень долларизации, необходимо отметить валютный курс, который в условиях Армении является одним из основных факторов, влияющих на решения вкладчиков.

Динамика изменений валютного курса и долларизации в течение достаточно долгого периода в Армении носила стабильный характер. Период с 1995 по 1998гг. характеризуется обесцениванием драма, которое сопровождалось увеличением доходности депозитов в иностранной валюте, что в будущем обусловило высокий уровень долларизации в экономике.

Процесс обесценения национальной валюты способствовал увеличению ожиданий на будущие периоды. С 1998 по 2003гг. драм обесценивался более медленными темпами, но долларизация инерционно увеличивалась, составив 80% от общих банковских вкладов. В 2003 году драм начал резко укрепляться в силу некоторых причин, но долларизация продолжала повышаться еще в течение одного года, после чего опасения насчет потери покупательной способности доллара способствовали понижению долларизации. Долларизация банковских вкладов в 2008 году упала до 35%. Однако резкое обесценение драма привело к такому же резкому увеличению уровня долларизации, что было обусловлено двумя основными факторами: полным отсутствием доверия вкладчиков к армянскому драму и к политике ЦБ РА, а также ожиданиями, связанными с обесценением драма.

Итак, обобщая вышесказанное, можно сформулировать следующие выводы:

1. Основной причиной долларизации в Армении и в других странах с переходной экономикой стали неуспешные реформы переходного периода, что сделало экономику Армении одной из самых нестабильных в мире (Армения пережила колоссальный спад ВВП, гиперинфляцию, а валютный курс стал неконтролируемым).

2. Повышение уровня цен является одним из факторов долларизации. Высокие и непредсказуемые цены влекут за собой повышения уровня долларизации. В Армении изменения цен и динамика долларовых депозитов абсолютно не коррелированы между собой. Несмотря на фактическое значение индекса цен, инфляционные ожидания населения высоки из-за полного отсутствия доверия к денежно-кредитным органом ЦБ РА.

3. В банковской системе Армении процентная ставка на депозиты в национальной валюте выше процентной ставки на депозиты в иностранной валюте. Но спрэд является маленьким, что никак не влияет на решения населения. Маленький спрэд и полное отсутствие доверия к национальной валюте делают такой инструмент по дедолларизации, как процентная ставка, неэффективным.

4. Колебания валютного курса являются основным фактором долларизации в Армении. Укрепление драма за последние несколько лет способствовало снижению долларизации банковских депозитов. Но в связи с тем, что динамика обменного курса является очень нестабильной и непредсказуемой, население продолжает отдавать предпочтение иностранной валюте (девальвация драма больше чем на 20% в 2009 году повысила долларизацию до уровня 2001 года, когда курс составлял 550 драмов за 1 доллар США).

5. Основными инструментами по дедолларизации в Армении являются установление лимита на валютную позицию и ставка резервирования депозитов банковской системы РА. Данные методы являются неэффективными в силу некоторых причин. Во-первых, манипуляция ставкой резервирования, направленная на повышение спроса на драм, всего лишь искусственным образом создает кратковременный спрос. Во-вторых, несмотря на жесткие ограничения валютной позиции банков, высокий валютный риск все равно присутствует в банковской системе, так как валютная политика ЦБ не ведется комплексным и систематичным образом, а также подвержена политическому вмешательству.

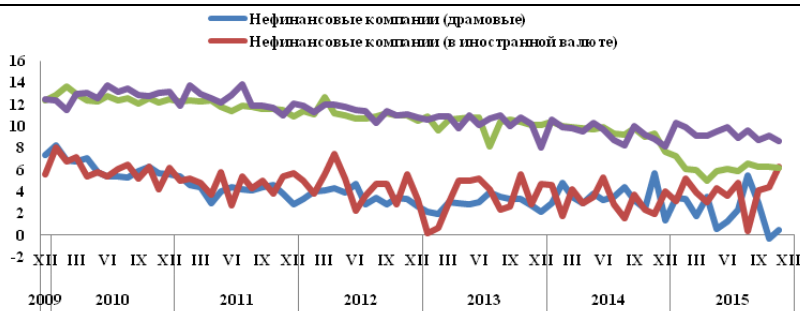
6. Отсутствие необходимых эффективных инструментов операций и вмешательства ЦБ на рынке, неконтролируемые инфляционные ожидания населения, полное отсутствие доверия к национальной валюте, искажение рыночных сигналов превращают попытки дедолларизации в хаотичный и бессмысленный процесс.

Таким образом, путь к дедолларизации в Армении лежит через процесс обеспечения стабильности национальной валюты и инфляции в течение долгого времени и отнюдь не в осуществлении административных методов жесткого регулирования банковского сектора.

2.6. Высокий уровень процентных ставок

Уровень процентных ставок в Армении достаточно высок. По состоянию на 2011 год, процент по краткосрочным драмовым кредитам для домохозяйств составлял 21,9% и 18,8% по кредитам этой же категории, но в долларах. Та же категория кредитов для нефинансовых компаний составляла 13,4% и 10,9%.

График 2.30. СПРЭД процентной ставка (<1 года)



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

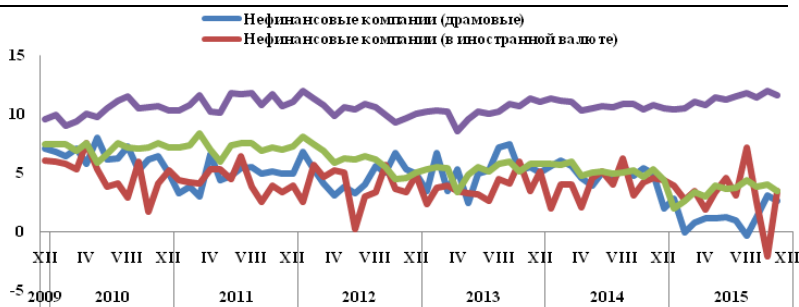
Процентные ставки по долгосрочным кредитам также высоки. На начало 2011 года процентная ставка по краткосрочным кредитам в драмовом выражении составляла 18,9% для домохозяйств и 14,1% для нефинансовых компаний. В то же время, процентная ставка для долгосроч-

ных кредитов в долларовом выражении составляла 17% для домохозяйств и 11,6% для нефинансовых компаний.

Вместе с тем, достаточно высок показатель спреда между процентными ставками по кредитам и депозитам. Как мы можем видеть на Графиках 2.30 и 2.31, спред по процентным ставкам как краткосрочным, так и долгосрочным, имеет тенденцию к снижению, однако все еще остается на высоком уровне.

Исследования показывают, что процентные ставки как по депозитам, так и по кредитам в развитых странах снижаются достаточно динамично, в некоторых случаях приближаясь к нулю (например, в Японии, США). Процентные ставки по кредитам имеют аналогичную с депозитами тенденцию снижения. В отношении развивающихся стран резкое снижение процентных ставок наблюдается до 2001–2003гг. Высокие процентные ставки в этих странах были следствием высокой неопределенности, инвестиционной непривлекательности, гиперинфляции и макроэкономической нестабильности в условиях формирования банковской системы, валютной системы, институциональной среды и т.д.

График 2.31. СПРЭД процентной ставка (>1 года)

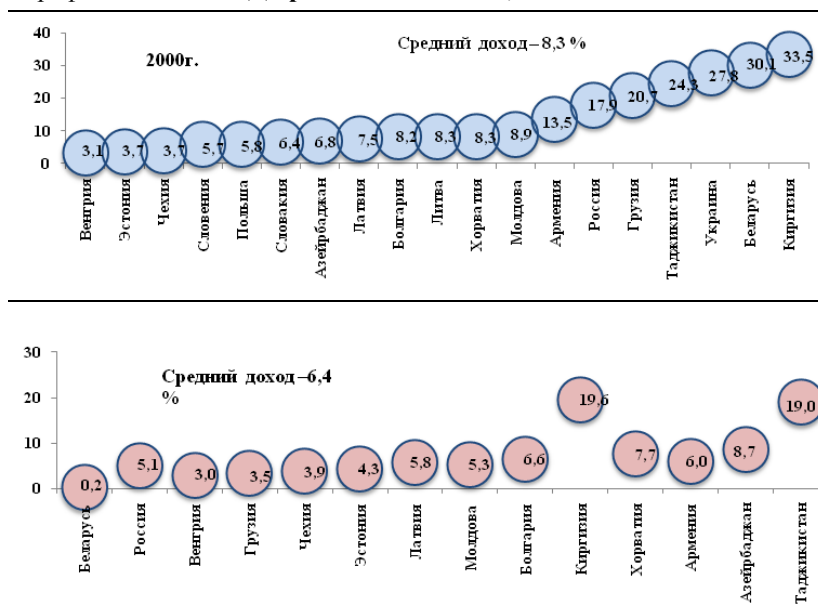


Источник: База данных Центрального банка РА: <http://www.cba.am/>

В большей части рассмотренных стран спред процентных ставок гораздо выше, чем это наблюдается в странах со средним доходом, и даже в странах со средним низким дохо-

дом. В частности, Армению, входит именно в эту категорию. Сопоставительный анализ спреда процентных ставок по странам с переходной экономикой показывает, что большинство стран за последние 12 лет снизили свои показатели почти вдвое. Армения в этом смысле не является исключением. Однако, если по странам со средним доходом уровень спреда по процентным ставкам в 2012г. составил 6,4%, то средний показатель по Армении равен 7,7%.

График 2.32. СПРЭД процентной ставки, %



Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI)) – <http://data.worldbank.org>

Высокий спред процентных ставок в развивающихся странах обусловлен несколькими факторами. В частности, во многом банковские институты в развивающихся странах не всегда могут адекватно оценить риски, связанные с кредитованием. Это заставляет банки необоснованно повышать процентные ставки по кредитам, дабы перестраховать возможные риски. Высокие процентные ставки по

кредитам и, как следствие, высокий процентный спрэд в некоторой степени обусловлены финансовой неграмотностью как кредиторов, так и заемщиков.

Отсутствие долгосрочных финансовых активов в развивающихся странах также приводит к высоким показателям спреда процентных ставок. К другим причинам такой ситуации в развивающихся странах можно отнести наличие высокой степени теневого сектора в экономиках, достаточно жесткое денежно-кредитное регулирование, общая макроэкономическая нестабильность, сложность прогнозирования основных макроэкономических и монетарных показателей, нестабильность на денежном рынке и т.д.

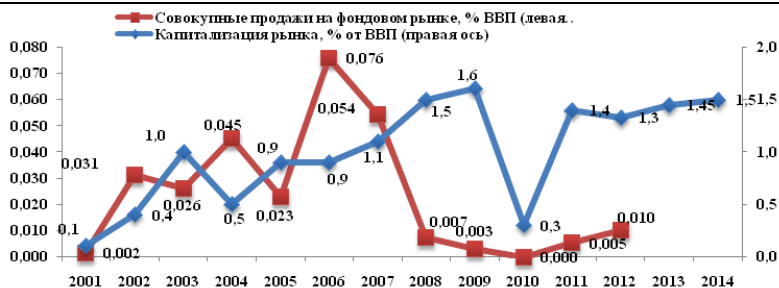
Таким образом, высокие процентные ставки и высокий уровня спреда по процентным ставкам не позволяют финансовой системе эффективно обеспечивать финансовыми ресурсами реальный сектор экономики Армении, что становится еще одним препятствием на пути достижения высокого уровня благосостояния.

2.7. Обособленность от мировой финансовой системы. Фондовая биржа РА NASDAQ OMX

Рынок капитала играет одну из самых значительных ролей в формировании и достижении высоких и устойчивых темпов экономического развития. Основным показателем, характеризующий степень развитости рынка капитала, считается капитализация рынка. Говорить о высоких показателях этого сектора в развитых странах не приходится.

Вместе с тем, в странах с переходной экономикой этот показатель значительно ниже, чем мы можем наблюдать в развитых странах. Более того, в некоторых рассмотренных странах, к которым можно отнести и Армению, показатель капитализации рынка в процентах к ВВП ниже, чем, скажем, в среднем по странам, входящих в группу «ниже среднего дохода» (66%). Отметим, что в странах с высоким доходом этот показатель составляет 98,4: от ВВП, а в странах со средним доходом – 73%.

График 2.33. Показатели фондового рынка Армении



Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI)): <http://data.worldbank.org>

Слабые позиции финансового сектора Армении в большей части кроются в совершенно не развитом фондовом рынке (см.: График 2.33). Достаточно сказать, что максимальный уровень капитализации рынка был достигнут в 2009г. и составил 1,6% от ВВП²³. Уровень монетизации, по состоянию на 2013 год, составил 37% от ВВП²⁴.

Еще одним аспектом, характеризующим степень развития финансового рынка, является количество компаний, эмитирующих ценные бумаги для обращения на «вторичном» рынке. Количество эмитентов в Армении существенно сократилось в 2006 году. Так, если в 2005 году в Армении насчитывалось 198 эмитентов, то в 2006 году их количество сократилось до 35 и непрерывно сокращалось, а в 2010 году их количество сократилось до минимального уровня – 2. В Армении количество эмитентов постоянно снижалось, снизившись от 80 в 2000 году до 6 в 2004 году. В следующем году их количество достигло 8, после чего повысилось до 10 в 2007 году, однако данное увеличение долго не продлилось, и спустя год количество эмитентов опять снизилось до 8.

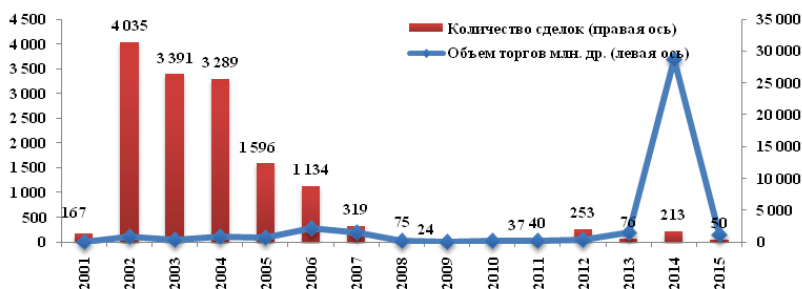
Неутешительна динамика количества сделок на фон-

²³ Источник: База данных Армянской Фондовой Биржи Nasdaq Omx – <https://nasdaqomx.am/>

²⁴ Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI)): <http://data.worldbank.org>.

довой бирже Армении, а также объемов торгов за весь период существования фондовой биржи в Армении. Как мы можем видеть на Графике 2.34, количество сделок, реализуемых на фондовой бирже Армении, неуклонно снижалось. С входом на рынок капитала Армении Nasdaq OMX требования к листингу ужесточились, что привело к более резкому сокращению активности на фондовой бирже.

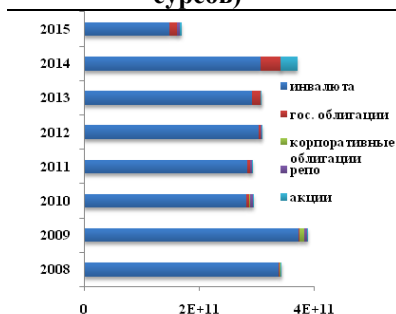
График 2.34. Количество сделок и объем торгов на фондовой бирже Армении



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

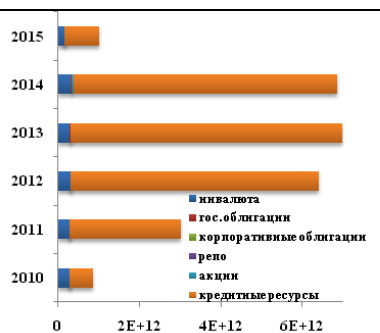
Как мы можем видеть на Графике 2.35, доминирующие позиции на фондовой бирже Армении занимают сделки с валютой. Таким образом, остальные сегменты финансового рынка практически неразвиты. Ясно, что такой уровень развития финансового рынка не позволяет в достаточной мере использовать потенциал портфельных инвестиций в экономику.

График 2.35. Структура сделок на фондовой бирже РА (без кредитных ресурсов)



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

График 2.36. Структура сделок на фондовой бирже РА



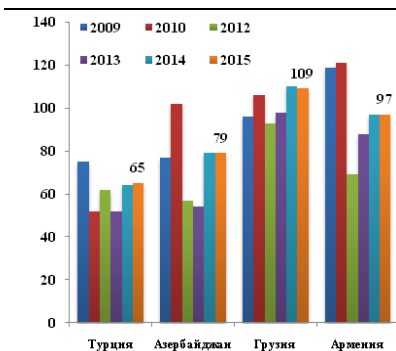
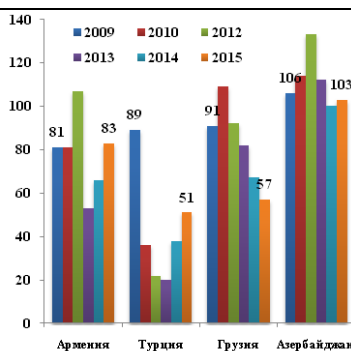
Источник: База данных Армянской Фондовой Биржи Nasdaq Omx: <https://nasdaqomx.am/>

Однако, если включить в структуру сделок на фондовой бирже РА также и кредитные ресурсы, становится очевидным незначительная доля объемов сделок на фондовой бирже по отношению к общей финансовой системе Армении.

Таким образом, рынок капитала в Армении не выполняет свою основную функцию по аккумулярованию избыточных финансовых ресурсов и перераспределению ее в реальный сектор экономики с целью достижения качественного экономического роста.

2.8. Эффективность финансовой системы РА

Наконец, рассмотрим некоторые показатели эффективности финансовой системы в Армении. Глобальный отчет о конкурентоспособности позволяет оценить некоторые аспекты эффективности финансовой системы с точки зрения определенных функций. Так, скажем, по доступности ссуд Армения занимает 97 место в мире, а по надежности банков – 66 место (см.: График 2.37), по состоянию на 2014г. (см.: График 2.38).

График 2.37. Доступность ссуд
(Ease of access to loans)График 2.38. Надежность банков
(Soundness of banks)

Источник: Глобальный доклад о конкурентоспособности:

<http://www.weforum.org/reports/global-competitiveness-report-2014-2015>

С другой стороны, сопоставляя другие показатели стабильности и размера финансовых систем Армении со странами ЕАЭС, она занимает хорошие позиции. Заметим, что скажем, по размерам финансовых систем, все страны, входящие в ЕАЭС, достаточно идентичны и отличаются однобокостью развития, где превалирует банковская система и другие институты финансового посредничества мало развиты.

График 2.39. Индикаторы стабильности финансовых систем, 2014г.

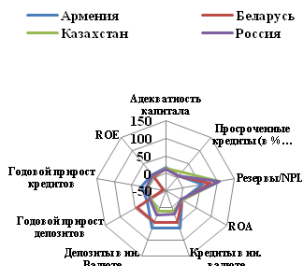


График 2.40. Индикаторы размера финансовых систем, 2014г.



Источник: Глобальный доклад о конкурентоспособности:

<http://www.weforum.org/reports/global-competitiveness-report-2014-2015>

Основные выводы

Итак, общий анализ финансовой системы Армении позволяет сделать не самые утешительные выводы. Чем можно объяснить такое плачевное положение? Одной из основных ошибок политики по развитию финансовой системы Армении можно считать первоначально установленный приоритет по развитию банковской системы, тогда как другие сегменты финансового сектора были в значительной степени обделены вниманием со стороны финансовой политики. Это стало причиной достаточно однобокового развития данного сектора. На сегодняшний день реформы со стороны Центрального банка направлены на развитие некоторых институтов финансового сектора. Так, в частности, предпринимаются попытки стимулировать развитие фондовой биржи. Такие же действия предпринимаются в отношении страховых компаний. В частности, с целью развития этого сектора было принято обязательное страхование автогражданской ответственности, что значительно повысило доходы страховых компаний. В ближайшем будущем планируется введение обязательного медицинского страхования.

Тем не менее, все перечисленные выше реформы пока не привели к значительным успехам. Финансовая система Армении все еще остается слаборазвитой и не выполняющей своих основных функций. Положительным аспектом такого положения дел можно считать слабые каналы воздействия мирового финансового кризиса на финансовую систему Армении. Однако другие опосредованные пути воздействия привели к тому, что финансовая система Армении еще больше потеряла свои позиции с точки зрения развития финансового сектора. Значительно снизился уровень кредитования, наблюдалась очень высокая нестабильность на валютном рынке и, в то же время, стагнация на фондовой бирже. Таким образом, осуществляемые реформы замедлились в своей реализации. Обобщая вышесказанное, следует отметить, что, если ситуация карди-

нально не изменится в положительную сторону, то это, в первую очередь, еще более губительно скажется на экономическом развитии всей страны в целом.

Глава III

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ЦБ РА

Обзор макроэкономических показателей экономики Армении, а также характеристика финансовой системы, показали, что на сегодняшний день наиболее эффективным инструментом регулирования может стать именно монетарная политика. В свете событий последних лет стало очевидным, что монетарное регулирование несет в себе одну из значимых ролей в общей макроэкономической политике государства. Полемика вокруг проблемы выбора наиболее оптимального режима денежно-кредитного регулирования развернулась давно. Однако до сих пор единого решения этого вопроса не найдено.

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

оценить проведенные реформы в области монетарного регулирования, целесообразнее будет рассмотреть политику Центрального банка Армении в рамках этих двух этапов.

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

В разных странах, где существуют разные уровни развитости финансового посредничества, по-разному проявляется взаимосвязь монетизации и инфляции. Очевидно, что увеличение узких денежных агрегатов мультипликативным эффектом увеличивает широкие денежные агрегаты и, если, при этом, товарный рынок не расширяется для поглощения «узких» денег и финансовый рынок неразвит, а следовательно, не может абсорбировать дополнительную (избыточную) монетизацию, то это непосредственно приводит к росту уровня цен в экономике и недофинансированию реального сектора из внешних источников. Однако, если финансовый рынок достаточно развит, то значительный объем финансовых средств будет идти не напрямую на рынок товаров и услуг, создавая инфляционное давление, а через финансовое посредничество и может сберегаться и инвестироваться в реальный сектор.

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

Таким образом, Армения отличается неразвитой финансовой инфраструктурой, низким уровнем капитализа-

ции, а также низкими показателями развития институтов финансового посредничества в экономике, а посему: она подвержена большой опасности повышения уровня инфляции при соответствующем увеличении уровня монетизации. Такое положение дел, несомненно, является серьезным препятствием для дальнейшего экономического развития и обеспечения достаточных темпов экономического роста для данных экономик вообще, и для экономики Армении, в частности.

График 3.1. **Инфляция в Армении и в среднем в странах, таргетирующих инфляцию, ежегодно, %**



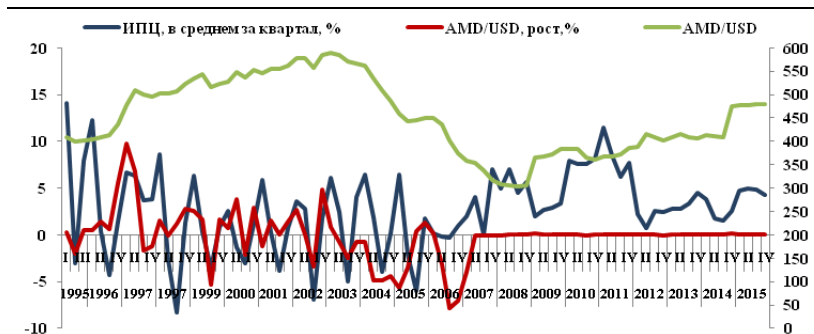
Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI)): <http://data.worldbank.org>

В свете последних лет в экономике Армении наблюдаются сильные колебания и резкое укрепление курса национальной валюты, нестабильность инфляционных ожиданий и пр., что, в свою очередь, говорит о необходимости развития механизмов и инструментов финансового рынка, что позволит наиболее эффективно распределять финансовые ресурсы, а также обеспечивать неинфляционное увеличение уровня монетизации в экономике.

Проведем некоторый обзор показателей денежной системы. В первую очередь, индикатором эффективности денежно-кредитной политики является уровень инфляции в стране. Как мы можем видеть на Графике 3.1, уровень инфляции в Армении, по сравнению с другими странами,

которые реализуют инфляционное таргетирование, не отличается стабильностью и в некоторые периоды показывает достаточно высокие значения.

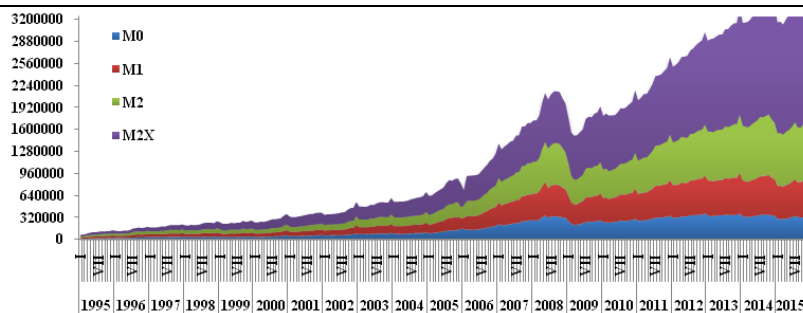
График 3.2. Инфляция и валютный курс в Армении



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

При этом, следует отметить, что волатильность уровня цен в поквартальном значении достаточно высока. Вместе с тем, если до 2006 года волатильность уровня цен была сопоставима с волатильностью валютного курса, то с 2007 года колебания этих двух показателей практически не связаны (см.: График 3.2).

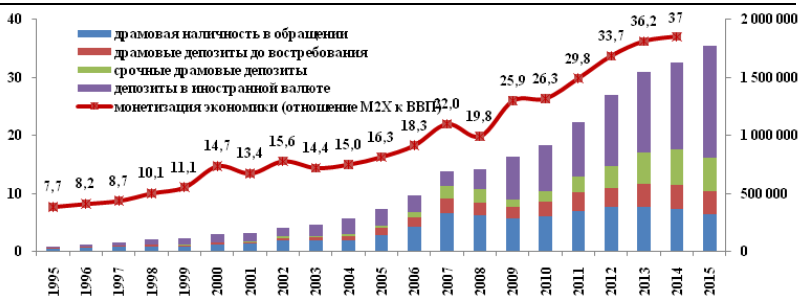
График 3.3. Денежные агрегаты в Армении.



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

В денежном секторе экономики Армении в последние годы наблюдается значительный рост.

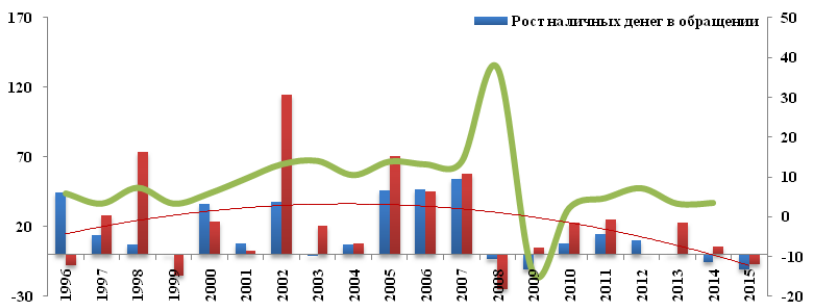
График 3.4. Структура денежной массы (левая ось) и монетизация экономики РА (правая ось), 2003–2014гг.



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

Как мы можем заметить на Графике 3.4, с конца 2006 года наблюдается значительный рост денежного предложения, который приостановился во время кризиса 2008г., однако восстановил свои темпы на следующий год. Важно отметить, что в структуре денежного предложения все больше преобладает агрегат M2X, который, как известно, представляет собой среднесрочные вложения с учетом валютных сбережений.

График 3.5. Темпы роста денежных показателей и ВВП в Армении



Источник: База данных Центрального банка РА – <http://www.cba.am/>

Следует также отметить, что наблюдается некоторый рост среднесрочных сложений в экономике, что говорит о положительной тенденции (см.: График 3.4).

Тем не менее, если рассмотреть темпы роста денежных показателей в Армении, то в целом наблюдается снижение, что совпадает с трендом экономического роста в целом (см.: график 3.5).

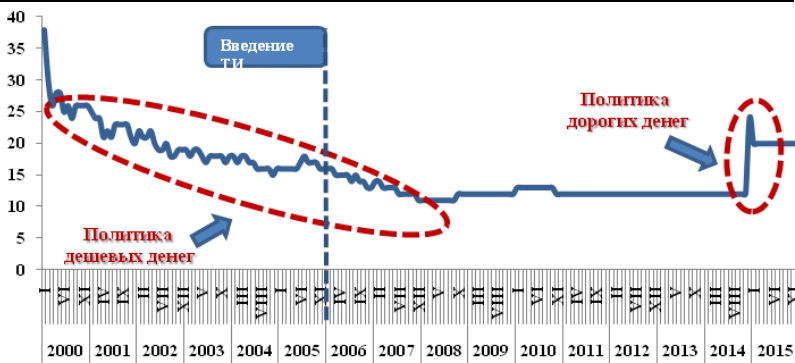
Динамика инфляции в экономике Армении в значительной степени определяется тенденциями денежных агрегатов. Необходимо заметить, что денежный агрегат М1 отличается от агрегата М2 величиной депозитов в национальной валюте, а М2Х от агрегата М2 величиной депозитов в иностранной валюте, следовательно, при увеличении наличных денежных средств в экономике они не абсорбируются со стороны широких денежных агрегатов. Однако отмеченная идентичность поведения показателей «широких» денег, в частности, свидетельствует о том, что по причине отсутствия развитого финансового рынка, денежный агрегат М2Х не имеет характера долгосрочного воздействия на экономическую конъюнктуру, поскольку в экономике нет долгосрочных финансовых инструментов, которые могли бы влиять на долгосрочные тенденции экономической активности, в частности, на показатель уровня цен. Малейшее увеличение монетизации экономики сопровождается инфляционными явлениями, а вследствие отсутствия у ЦБ эффективных механизмов (например, операции на открытом рынке) осуществление денежно-кредитной политики происходит при инверсии инфляционного давления на валютный рынок²⁵.

Наконец, рассмотрим основные инструменты денежно-кредитной политики Армении. Одним из таких важнейших

²⁵ См.: подробнее: Восканян М.А., Карапетян Э.Г., Акопян Л.М. Развитие финансового рынка как фактор неинфляционной монетизации экономики. Межвузовский сборник научных трудов «Проблемы экономики и трансформации образовательных систем», Ер.: Изд-во РАУ. 2007. СС. 94–100.

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

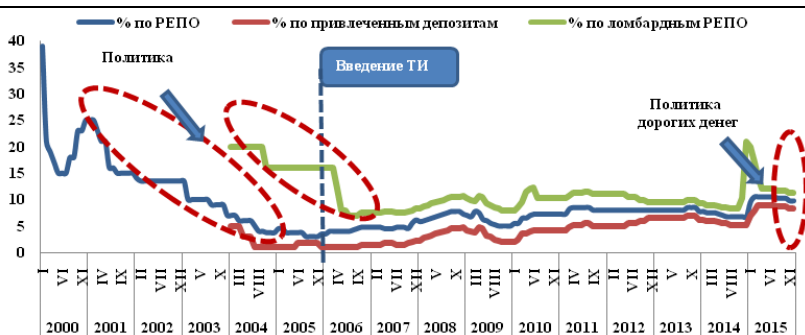
График 3.6. Норма резервирования ЦБ РА



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

ЦБ РА также ужесточил политику по другим инструментам денежно-кредитной политики (см.: График 3.7). Как мы можем наблюдать на графике, до введения инфляционного таргетирования ЦБ РА вел, как правило, политику «дешевых денег». Однако с переходом на таргетирование инфляции Центральный банк несколько ужесточил свои позиции на денежном рынке с целью сдерживать уровень цен на заданном таргетом уровне. Серьезное ужесточение политики и фактический переход на политику «дорогих денег» ЦБ РА осуществил в конце 2014 года в связи с нестабильностью на валютном рынке и разросшимися спекулятивными процессами на этой почве в банковском секторе.

График 3.7. Инструменты монетарного регулирования ЦБ РА



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

3.1. Таргетирование денежных агрегатов в Армении

Итак, с 1993 года Республика Армения осуществляет самостоятельную денежно-кредитную политику. В качестве режима денежно-кредитного регулирования был выбран режим таргетирования денежных агрегатов. Такой выбор был обусловлен тем фактом, что недостаточный объем золотовалютных резервов Центрального банка не позволил Армении остановиться на таргетировании обменного курса, а режим таргетирования инфляции для экономики Армении того времени был неосуществим²⁶.

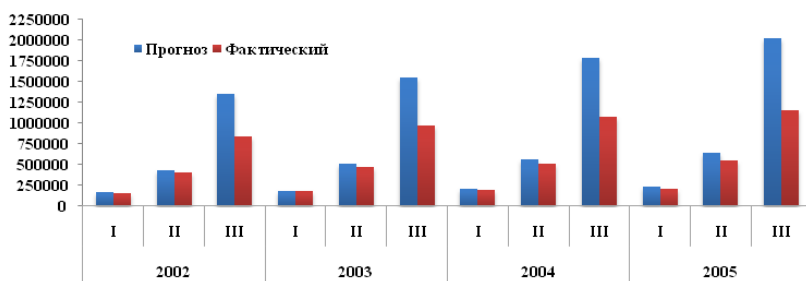
Наряду с денежными агрегатами, монетарные власти задавали в качестве прогноза также основные макроэкономические показатели – такие, как: реальный рост ВВП страны, показатели инфляции и т.д.

Как мы можем наблюдать на Графике 3.8, поквар-

²⁶ См. подробнее: Восканян М.А. Денежно-кредитная политика ЦБ РА: 20 лет реформ. Инновационная экономика России: проблемы и пути решения. [Текст]: [в 3-х частях]: материалы Всероссийской научно-практической конференции с международным участием (Каменск-уральский, 15 ноября 2012г.) / [отзыв за вып. Н.Н. Пасмурцева]; М-во образования и науки РФ, Урал.гос. эк. ун-т. – Екатеринбург: Изд-во Урал гос. экон. ун-та, 2012. Ч. 2. 271с. СС. 54–58.

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

График 3.8. **Поквартальный прогноз и фактическое значение реального ВВП Армении (ежегодный рост, в %)**

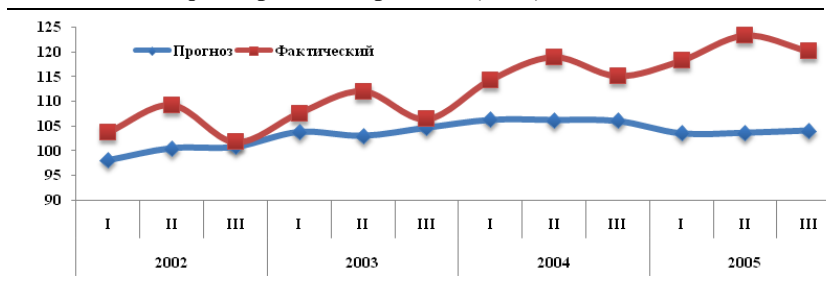


Источник: База данных Центрального банка РА: <http://www.cba.am/>

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

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

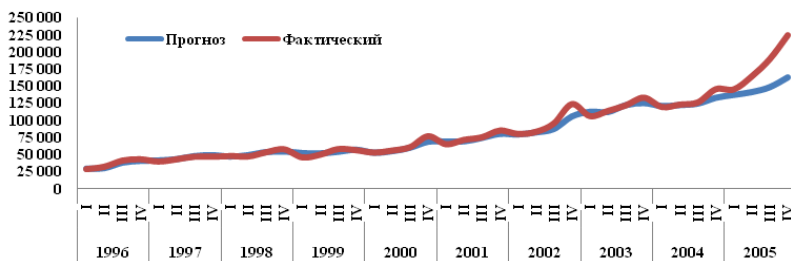
График 3.9. Поквартальный прогноз и фактическое значение дефлятора ВВП Армении (в %).



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

График 3.10 отражает динамику поквартального прогнозируемого и фактического значения денежного агрегата M2. Вплоть до 2005 года органам финансовой политики, хоть и с некоторыми погрешностями, удавалось достигать прогнозируемого значения. В целом, погрешность достижения поставленных целевых ориентиров в большинстве своем, за некоторыми исключениями (2000-Q4 – 11,2%; 2002-Q4 – 15,1%), не превышала 10%. Из 36 рассмотренных периодов (кварталов), за исключением 2005 года, в 13-ти случаях погрешность прогнозов составляла меньше 2%; в 20-ти случаях – от 2 до 10%; и, наконец, в 3-х случаях – больше 10%.

График 3.10. Поквартальный прогноз и фактическое значение денежного агрегата M2 в Армении.



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

Таблица 3.1. Процентное отклонение от прогнозируемого значения

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

Источник: База данных Центрального банка РА – <http://www.cba.am/>

Что касается денежного агрегата М2Х, то здесь наблюдается примерно такая же картина. Из 32 рассмотренных периодов (кварталов) в 10 случаях погрешность прогнозов составляла меньше 2%; в 22 случаях – от 2 до 10%; и, наконец, в 2 случаях – больше 10% (2003-Q2 – 13,4%; 2004-Q4 – 13,1%). Таким образом, рассматривая поквартально прогнозы органов финансовой политики относительно денежных агрегатов (в данном случае целевых ориентиров), говорить об успешности проведения д.к.п. не приходится.

Если рассматривать прогнозируемые ЦБ РА показатели в ежегодном разрезе, то мы получим еще более удручающую картину. Так, если прогнозы относительно дефлятора ВВП в большинстве совпадают с его фактическими значениями, то прогнозы денежных агрегатов М2 и М2Х практически на протяжении всего рассматриваемого периода (2000–2005гг.) имеют погрешность больше 10% (наибольшее значение наблюдается в 2005 году (см.: Таблицу 3.2).

Таблица 3.2. Процентное отклонение от прогнозируемого значения

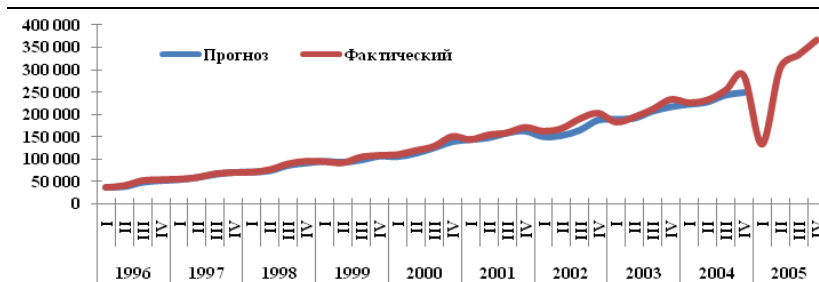
Q1-96	Q2-96	Q3-96	Q4-96	Q1-97	Q2-97	Q3-97	Q4-97	Q1-98	Q2-98	Q3-98	Q4-98
-0,4	-5,9	-8	-4,4	-2,7	-0,1	-2,4	0,5	-0,3	-3,4	-4,1	-4,3
Q1-99	Q2-99	Q3-99	Q4-99	Q1-00	Q2-00	Q3-00	Q4-00	Q1-01	Q2-01	Q3-01	Q4-01
0,4	1,2	-6,4	-1,8	-4,2	-5,5	-2,8	-7,8	-0,2	-4,3	-0,4	-4,7
Q1-02	Q2-02	Q3-02	Q4-02	Q1-03	Q2-03	Q3-03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

Источник: База данных Центрального банка РА – <http://www.cba.am/>

Согласно основным направлениям денежно-кредитной политики 2005 года ЦБ РА денежно-кредитная поли-

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

График 3.11. Поквартальный прогноз и фактическое значение денежного агрегата М2Х в Армении



Источник: База данных Центрального банка РА – <http://www.cba.am/>

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

Таблица 3.3. Прогнозы ЦБ РА по некоторым монетарным показателям и их фактическое значение (2000–2005)гг.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Прогноз дефлятора ВВП	98,6	105,8	100,7	104,6	106	104
Дефлятор ВВП	98,6	104,1	100,7	104,6	106,3	103,2
Процентное отклонение от прогнозируемого значения дефлятора ВВП	0	1,6	0	0	-0,3	0,8
Прогноз М2	58444	72582	88143	117458	124622	146894
М2	76 722	85 033	123 897	133 230	145 718	224 797
Процентное отклонение от прогнозируемого значения М2	-23,8	-14,6	-28,9	-11,8	-14,5	-34,7
Прогноз М2Х	120564	153073	163517	201005	235350	---
М2Х	150 598	171 047	202 588	233 197	285 944	365 554
Процентное отклонение от прогнозируемого значения М2Х	-19,9	-10,5	-19,3	-13,8	-17,7	---

Источник: База данных Центрального банка РА – <http://www.cba.am/>

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

По результатам 2005 года, сформировавшаяся денежно-кредитная и макроэкономическая среда характеризовалась резким ростом спроса на драм вследствие его удорожания и прогнозируемым риском. В создавшейся ситуации, учитывая значительные отклонения денежно-кредитных показателей от прогнозируемых и то, что они не привели к значительному инфляционному давлению (полугодовая инфляция 1,5% вместо прогнозируемой 4%-ой), ЦБ пересмотрел прогнозируемый уровень показателей с целью осуществления более всеобъемлющей денежно-кредитной политики.

С начала 2006 года основной целью Центрального банка Армении стало обеспечение показателя инфляции в размере максимум 3% как целевого ориентира политики ТИ. Однако инфляция январь–декабрь 2006 года к январю–декабрю 2005 года, согласно статистической службе Армении, 2,9%, что на 0,1% расходится от установленного номинального «якоря». А инфляцию декабря 2006 года к

декабрю 2005 года – 5,2%. В качестве промежуточной цели была также объявлена процентная ставка (4%).

Центробанком страны был спрогнозирован спрос на деньги в 2006 году в условиях реального экономического роста в 10%, тогда как фактическое значение реального ВВП составило 13,5%. Согласно прогнозам органов финансовой политики Армении, уровень монетизации экономики в 2006 году должен был увеличиться на 8%, а в национальной валюте – на 15,1%. По прогнозам, в конце 2006 года, по сравнению с концом 2005 года, денежная масса должна была возрасти на 21,9% (по состоянию на 16 декабря 2005 года она составила 341 млрд. 52 млн. драмов или \$761 млн. 276 тыс.), а денежная база – на 17,3% и составить 187 млрд. 372 млн. драмов. Дефлятор ВВП должен был составить 4%, но в 2006 году этот показатель составил 4,8%.

Высокая фактическая инфляция, резкие колебания и неизменное снижение курса национальной валюты, высокий уровень долларизации экономики, неразвитость финансового рынка говорит о неудачах проводимой ЦБ-ом Армении д.к.п. Проводимая политика таргетирования денежных агрегатов не могла считаться успешной, судя по результатам достижения поставленных целей. Наряду с этим, поскольку проведенный регрессионный анализ показал, что «связь между объектом таргетирования – денежной базой и целевым показателем более слабая, чем с широкими агрегатами денежной массы (в частности, между M2, M2X и инфляцией и ВВП)»²⁷, решение ЦБ об отказе от политики монетарного таргетирования представляется весьма целесообразным.

Однако переход на режим ТИ, без наличия соответствующего инструментария (сформировавшихся финансовых институтов, эффективной модели прогнозирования инфляции, стабильной динамики колебаний валютного курса, до-

²⁷ Сандоян Э.М., Карапетян Э.Г. Выбор оптимальной модели д.к.п. в странах с переходной экономикой, Армения, // «Экономика и финансы», 2005г., № 4–5(52–53). Ер. 2005, СС. 98–105 (на арм.).

верия со стороны общественности к органам финансовой политики и т.д.), которые позволили бы ЦБ обеспечить стабильность национальной валюты и контролировать уровень цен на заданном уровне, можно считать лишь формальным.

3.2. Инфляционное таргетирование ЦБ РА: миф или реальность?

С начала 2006 года основной целью Центрального банка Армении стало обеспечение показателя инфляции в размере максимум 3% как целевого ориентира политики ТИ. Однако инфляция январь-декабрь 2006 года по отношению к январь-декабрю 2005 года, согласно статистической службе Армении, составляет 2,9%, что на 0,1% расходится с установленным номинальным якорем. Инфляция же на декабрь 2006 года по отношению к декабрю 2005 года – 5,2%. В качестве промежуточной цели была также объявлена процентная ставка ($4 \pm 1,5$ %).

Центробанком страны был спрогнозирован спрос на деньги в 2006 году на условиях реального экономического роста в 10%, тогда как фактическое значение реального ВВП составило 13,5%. Согласно прогнозам органов финансовой политики Армении, уровень монетизации экономики в 2006 году должен был возрасти на 8%, а в национальной валюте – на 15,1%. По прогнозам, в конце 2006 года, по сравнению с концом 2005 года, денежная масса должна была увеличиться на 21,9% (по состоянию на 16 декабря 2005 года, она составила 341 млрд. 52 млн. драмов или \$761 млн. 276 тыс.), а денежная база – на 17,3% и составить 187 млрд. 372 млн. драмов. Дефлятор ВВП должен был составить 4%, но в 2006 году этот показатель составил 4,8%.

Высокая фактическая инфляция, резкие колебания и неизменное снижение курса национальной валюты, высокий уровень долларизации экономики, неразвитость финансового рынка говорит о неудачах д.к.п., проводимой

ЦБ-ом Армении²⁸. Проводимая политика таргетирования денежных агрегатов не могла считаться успешной, судя по результатам достижения поставленных целей. Наряду с этим, поскольку проведенный регрессионный анализ показал, что «связь между объектом таргетирования – денежной базой и целевым показателем более слабая, чем с широкими агрегатами денежной массы (в частности, между M2, M2X и инфляцией и ВВП)»²⁹, решение ЦБ об отказе от политики монетарного таргетирования представляется весьма целесообразным.

Однако следует также иметь в виду, что переход на режим ТИ, без наличия соответствующего инструментария (сформировавшихся финансовых институтов, эффективной модели прогнозирования инфляции, стабильной динамики колебаний валютного курса, доверия со стороны общественности к органам финансовой политики и т.д.), которые позволили бы ЦБ обеспечить стабильность национальной валюты и контролировать уровень цен на заданном уровне, можно считать лишь формальным.

Существенное отличие режима ТИ от других возможных режимов д.к.п. состоит в обязательной **публичности и транспарентности проводимой органами финансовой политики**. Моисеев³⁰ дает следующее определение понятию «транспарентность» д.к.п.: «раскрытие информации о внутреннем процессе принятия решения, то есть объявление того, как обнародованная экономическая информация

²⁸ См. подробнее: Восканян М.А. Таргетирование инфляции как оптимальный режим денежно-кредитной политики: опыт Армении. Научно-аналитический журнал «Управленец». №11–12(27–28), ноябрь–декабрь 2011г. Изд-во УрГЭУ. С. 80. СС. 12–19.

²⁹ Сандоян Э.М., Карапетян Э.Г., «Выбор оптимальной модели д.к.п. в странах с переходной экономикой», Армения // «Экономика и финансы», 2005г., № 4–5(52–53), Ер. 2005. СС. 98–105 (на арм.).

³⁰ Моисеев С.Р. «Денежно-кредитная политика: теория и практика». Учебное пособие. М.: Экономист. 2005. С. 213.

используется в ходе принятия решений, касающихся проведения д.к.п.». Добавим к этому, что чем более прозрачной бывает политика органов финансовой политики, тем большим доверием пользуется проводимая д.к.п. среди экономических субъектов.

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

Таблица 3.4. **Публичность и транспарентность монетарной политики ЦБ РА**

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

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

То же самое можно сказать о раскрытии информации в отношении стратегической тактики монетарной политики, механизмах принятия решений, открытости информации, о вмешательстве органов финансовой политики на денежном рынке и ошибках регулирования. Все это либо присутствует лишь в виде небольшой доли в д.к.п. Армении, либо отсутствует вовсе³¹.

³¹ См. подробнее: Восканян М.А. Независимость и транспарентность денежно-кредитной политики Армении. Межвузовский сборник на-

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

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

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

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

В качестве рекомендации отметим, что необходим пересмотр методики расчета макроэкономических показателей, обеспечение большей прозрачности в деятельности как ЦБ, так и статистических служб страны. Допущение множества ошибок в публикуемых изданиях, носящих статистический характер, не позволяет делать соответствующие достоверные выводы и аналитические выкладки относительно реального состояния национальной экономики, и служит препятствием для деятельности не только органов финансовой политики, но и независимых аналитических служб, которые, в свою очередь, также могут быть полезны органам финансовой политики. Так, например, Резервный банк Новой Зеландии, наряду со статистическими методами обработки информации, использует также оценки и прогнозы экспертов в данной области, которые, в свою очередь, оперируют не только объективной, но и в некоторой степени субъективной информацией, имеющей влияние на формирование процессов в экономической системе.

Другим, не менее важным фактором успешности реализации политики ТИ является степень независимости д.к.п. Согласно Грилли, Маскиандаро и Табеллини, политическая независимость ЦБ определяется тремя элементами: взаимоотношениями между правительством и банком при формировании монетарной политики, процедурами назначения правления банка и формальными целями деятельности банка в отношении монетарной политики³². Оценку этим элементам можно дать с помощью следующих критериев:

- процедуры назначения высших должностных лиц банка (руководителя и членов правления);
- продолжительности их пребывания в должности;
- присутствия представителей правительства в составе правления;

³² Grilli V., Masciandaro D., Tabellini G. Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries, «Economic Policy», No. 13, 1991 P. 57.

- одобрения правительством монетарной политики;
- правовых норм, укрепляющих позиции банка в случае конфликта с правительством;
- уставных обязательств по поддержанию стабильности цен.

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

Органы финансовой политики считаются экономически независимыми в случае, когда кредитование правительства осуществляется не напрямую, а посредством косвенных инструментов на основе рыночных ставок и носит скорее временный, нежели постоянный характер. К тому же, ЦБ, осуществляющий операции по государственным ценным бумагам на вторичном рынке и не осуществляющий надзорную функцию над банковской системой, считается более независимым. Как утверждает Цукерман, «предоставление центральному банку права осуществлять надзор за деятельностью коммерческих банков делает банк более уязвимым к политическому давлению. При банкротстве банков возникает серьезная опасность того, что плохие долги будут монетизированы. Если же вывести функции банковского надзора за рамки юрисдикции ЦБ, то это сделало бы стоимость операций по спасению разорившихся банков более прозрачной»³³.

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

Дадим оценку степени независимости ЦБ РА с помо-

³³ Cukierman A. The Economics of Central Banking, in: Holger W. (ed.), Macroeconomic Policy and Financial Systems, Proceedings of the December 1995 Tunis Congress of the International Economic Association, The Macmillan Press, 1996, P. 25.

щью двух индексов – индекс Цукермана (Cukierman Index) и GMT-индекс (Grilli-Masciandaro-Tabellini Index).

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

Таблица 3.5. Степень независимости ЦБ РА по индексу Цукермана

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

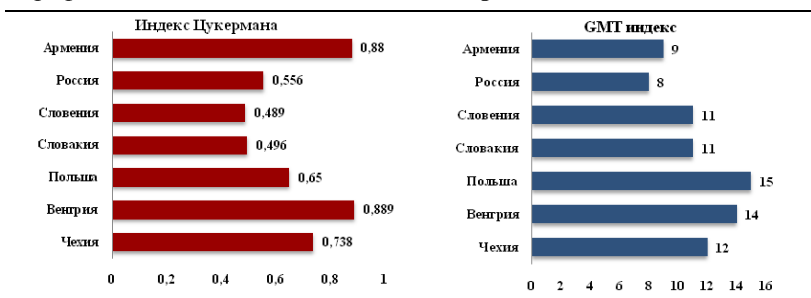
Источник: рассчитано автором.

В основе расчетов обоих индексов стал Закон Республики Армения о Центральном банке Республики Армения. Результаты расчетов индексов независимости Центрального банка показали, что по индексу Цукермана степень независи-

мости равна 0,880, а по общему GMT-индексу Армения набрала 11 баллов (см.: Таблицу 18).

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

График 3.12. Независимость денежно-кредитной политики ЦБ РА



Источник: рассчитано автором.

Однако, на наш взгляд, по общему индексу политической и экономической независимости Армения уступает гораздо большему количеству стран и занимает среди них предпоследнее место, опережая по GMT-индексу только Россию (см.: График 3.13).

График 3.13. Политическая и экономическая независимость монетарной политики ЦБ РА



Источник: рассчитано автором.

Таблица 3.6. Расчет GMT-индекс для ЦБ Армении.

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

Примечание: 1 – «Истина», 0 – «Ложь».

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

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

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

К числу таких изменений можно отнести:

1. Кадровая автономия

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

2. Ограничения на финансирование государственного бюджета

Статья 34 Закона о ЦБ РА гласит: «Кредитование или иным образом финансирование прямо или косвенно Центральным банком Правительство Республики Армения или других государственных органов запрещается, за исключением случаев, предусмотренных настоящей статьей»³⁴, и далее: «Центральный банк может в пределах, предусмотренных частью третьей настоящей статьи, предоставлять Правительству кредиты в армянских драмах или открыть для него кредитную линию с целью покрытия дефицита государственного бюджета. Такие кредиты, как правило, выдаются на три месяца, но не более чем на один год». Таким образом, на законодательном уровне признается возможность кредитования, хотя и с определенными оговор-

³⁴ Закон о Центральном Банке РА.

ками, дефицита бюджета. Режим ТИ, помимо самого факта наличия бюджетного дефицита, исключает всякую возможность финансирования его со стороны органов финансовой политики. По этой причине, представляется целесообразным пересмотр вопроса финансирования бюджетного дефицита на законодательном уровне, даже если на практике таковое практически не имеет места.

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

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

4. Надзорная функция ЦБ РА

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

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

В заключение добавим, что в развивающихся странах, к которым относится и Армения, большинство преобразований происходят, в первую очередь, на законодательном уровне, что связано с низким уровнем доверия со стороны общественности к деятельности исполнительных органов. Поэтому установление некоторых законодательных ориентиров для осуществления политики ТИ могло бы частично способствовать усилению доверия к органам финансовой политики Армении со стороны реального сектора.

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

гativamente сказывается на всей экономике в целом и, по сути, говорит о том, что экономика Армении находится в состоянии стагнации.

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

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

Осуществляя политику ТИ, органы финансовой политики, в первую очередь, определяют для себя сроки достижения поставленной цели, то есть горизонт таргетирования. Горизонтом таргетирования в Армении был установлен год. Так, в принципе, поступает большинство развивающихся стран при переходе на режим ТИ. В качестве минуса такого выбора следует отметить, что слишком короткие сроки установленного ориентира лишают экономических субъектов возможности опираться на долгосрочную политику органов финансовой политики относительно инфляционных процес-

сов. Поэтому реальный сектор не только теряет интерес к прогнозам и ориентирам монетарной политики, но и усиливает свое недоверие к органам финансовой политики. Это, в свою очередь, отрицательно сказывается на результатах последующей д.к.п. Причины органов финансовой политики Армении относительно выбора срока горизонта таргетирования очевидны и понятны. Неуверенность ЦБ относительно возможности более долгосрочного планирования связана, в первую очередь, с отсутствием необходимого инструментария для управления целевым ориентиром (инфляцией), что, соответственно, порождает проблемы в построении самого важного фактора эффективности ТИ – модели прогнозирования инфляции.

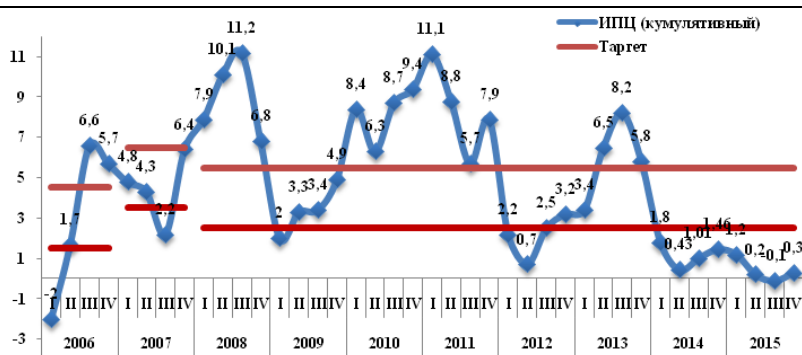
В начале 2007 года целевой ориентир денежно-кредитной политики Армении был изменен и принял значение $5 \pm 1,5\%$. Такие действия Центрального банка, по всей видимости, были ответом на высокие инфляционные ожидания. Тем не менее, ни повышение прогнозных показателей инфляции, ни дальнейшее повышение ставки рефинансирования не позволили Центральному банку Армении достичь поставленных целевых ориентиров в 2007 году. В 2008 году и на последующие периоды целевой ориентир был установлен на уровне $4 \pm 1,5\%$.

Однако изменение целевого ориентира не изменило ситуации на денежном рынке. За весь период таргетирования инфляции в поквартальном разрезе ЦБ РА почти ни разу не попадал в цель. Причем следует отметить, что практически на протяжении всего периода реализации таргетирования инфляции ЦБ РА ведет политику «дорогих денег». И даже в кризисный период, когда весь мир придерживался политики снижения учетных ставок, дабы стимулировать приток капитала в банковскую систему, ЦБ РА, тем не менее, продолжал политику «дорогих денег».

Однако, как мы можем видеть, жесткая политика, проводимая «денежными властями» Армении, не привела

к эффективным результатам. К концу 2011 года инфляция в Армении составила 7,9%, что никак не вписывается в заданный Центральным банком ориентир.

График 3.14. Прогнозные и фактические значения ИПЦ в Армении.



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

В ежегодном разрезе картина более радужная. Однако в двух из пяти лет реализации таргетирования инфляции в Армении ЦБ РА не удалось достичь поставленной цели. При этом, степень отклонения от целевого ориентира составила 61% и 49% в 2008г. и 2010г., соответственно. И, если добавить к этому нарастающие темпы инфляционного давления за последние год-полтора, то можно утверждать, что умеренные на сегодняшний день темпы инфляции могут легко перейти в галопирующие.

Таким образом, с сожалением можно констатировать, что один из основных, в условиях таргетирования инфляции – инструмент «денежных властей» – процентная ставка – неэффективен с точки зрения воздействия на реальный сектор и сдерживания инфляционного давления.

Таблица 3.7. ИИЩ и целевой ориентир, ежегодно

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

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

В чем же заключатся основная причина фиаско процентной ставки как инструмента «денежных властей» Армении? Ответ предугадать достаточно несложно. Незрелость финансовой системы в целом не позволяет Центральному банку эффективно использовать инструмент процентной ставки. Достаточно отметить, что, по состоянию на 2010 год, уровень кредитования реального сектора, обеспеченного банковской системой, составил лишь 25,8%, что, по сути, лишает «денежных властей» возможности эффективно использовать ставку рефинансирования в качестве инструмента монетарного регулирования.

С другой стороны, если принять во внимание, что в условиях таргетирования инфляции основным инструментом Центрального банка, как правило, являются операции на открытом рынке ценных бумаг, то становится понятным, что в условиях низкой степени развития фондового рынка Армении этот канал воздействия Центрального банка Армении на совокупный спрос также лишается эффективности.

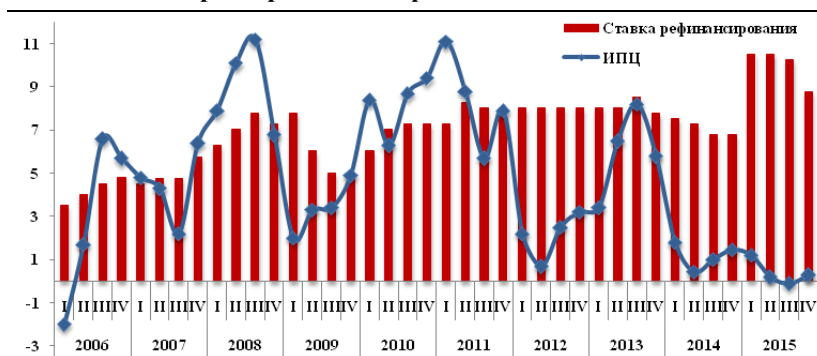
Эмпирические исследования³⁵ показывают, что в странах с переходной экономикой и слабо развитыми финансовыми институтами работает в основном канал обменного курса. Работа кредитного, балансового и канала цен на активы остается неэффективной из-за неразвитого финансового посредничества. С другой стороны, эффективность ва-

³⁵ Coricelli, F., Égert B., and MacDonald R. (2005), Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the Empirical Evidence (unpublished).
<http://www.iue.it/FinConsEU/ResearchActivities/CreditConsMacro2005/Papers/Egert.pdf>

лютного канала увеличивается, поскольку он влияет не только на совокупный спрос, но и на совокупное предложение через структуру издержек³⁶.

В Армении эффективность монетарного трансмиссионного механизма существенно снижается по причине ряда факторов: трансмиссия от учетной ставки ЦБ к рыночным процентным ставкам может быть неполноценной и незначимой; инвестиционные решения и решения о расходовании могут быть нечувствительными к монетарной политике³⁷.

График 3.15. Ставка рефинансирования ЦБ РА и ИПЦ в период таргетирования инфляции в РА.



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

Если, в целом, посмотреть на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики Армении, то становится очевидным, что в распоряжении «денежных властей» Армении имеется всего один возможный инструмент воздейст-

³⁶ Juks, R. (2004), «Monetary Policy Transmission Mechanisms: A Theoretical and Empirical Overview», The Monetary Transmission Mechanism in the Baltic States (Tallinn: Eesti Pank / Bank of Estonia).

³⁷ См. подробнее: Восканян М.А. Трансмиссионный механизм монетарной политики Армении в условиях инфляционного таргетирования. Сборник научных трудов «Информационные технологии и управление» (6), «Энциклопедия–Армения», Ер., 2007 СС. 184–193.

вия – канал валютного курса. И несмотря на достаточно жесткое условие реализации инфляционного таргетирования по поводу невмешательства со стороны центральных банков на валютные рынки, ЦБ РА ничего другого не остается, как использовать валютные интервенции в качестве основного инструмента монетарного регулирования.

Наши исследования показали, что основными каналами трансмиссии можно считать монетарный и валютный канал (наибольшая степень воздействия), и, в некоторой степени, процентный канал. Канал инфляционных ожиданий отсутствует. Основные каналы трансмиссии денежно-кредитной политики ЦБ Армении, посредством которых денежные власти имеют возможность передавать импульсы в реальный сектор, представлены на Рисунке 3.1.

Используя валютный канал, то есть валютные интервенции, денежные власти могут в определенной степени воздействовать на уровень инфляции. Монетарный канал позволяет посредством регулирования денежных агрегатов снижать инфляционное давление. Наконец, канал процентной ставки в некоторой степени позволяет денежным властям достигать целевого ориентира – установленного уровня инфляции. Обратим внимание на то, что канал процентной ставки в Армении работает только с точки зрения банковской системы. Наряду с этим, канал инфляционных ожиданий не обладает сильным влиянием на реальный сектор, что становится серьезным препятствием на пути эффективной политики таргетирования инфляции.

Рис. 3.1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики Армении.



Источник: разработано автором.

Примечание: пунктирной линией отмечены неработающие каналы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Армении.

Основные выводы

Таким образом, возможности денежных властей в реализации поставленной задачи ограничиваются действием только двух каналов трансмиссии. Вместе с этим, наличие хорошо отлаженного механизма трансмиссии монетарной политики является залогом успеха осуществления политики таргетирования инфляции. И поскольку последняя, в первую очередь, предусматривает использование в качестве инструмента монетарной политики процентную ставку, то степень эффективности реагирования реального сектора на импульсы изменений процентной ставки будет определять эффективность самой денежно-кредитной политики. Следовательно, во-первых, необходимо развивать связующие звенья между банковской системой и реальным сектором; и, во-вторых, – развивать другие, небанковские

институты финансового посредничества.

Итак, практически с самого начала осуществления инфляционного таргетирования, ЦБ РА проводит жесткую валютную политику. Искусственное укрепление обменного курса национальной валюты, которое осуществляется со стороны Центрального банка, привело к значительным негативным последствиям. Безусловно, в какой-то степени такая политика привела к сдерживанию роста денежного предложения и, соответственно, в определенной степени сократила инфляционное давление. Однако, как было показано выше, попытки ЦБ РА не привели к значительным успехам. В результате, ужесточение валютного контроля не позволило удержать уровень инфляции в рамках коридора и в то же время свело на нет все экспортные позиции экономики Армении. Здесь также необходимо упомянуть одно из самых важных условий успешной реализации таргетирования инфляция, а именно: свободно плавающий валютный курс. В этом смысле ЦБ РА, де-факто реализуя жесткое валютное регулирование, изначально исключает возможность эффективной монетарной политики в рамках таргетирования инфляции.

Таким образом, анализ, проведенный в работе, показал, что в настоящее время Армения не может в полной мере претендовать на реализацию инфляционного таргетирования в рамках собственной денежно-кредитной политики. В сложившейся ситуации более целесообразно было бы признать несостоятельность инфляционного таргетирования в рамках денежно-кредитного регулирования Армении и объявить о переходе на режим валютного регулирования в рамках установленного коридора. Это бы отразило бы реальную денежно-кредитную политику, проводимую в настоящее время, но вместе с тем, повысило бы степень прозрачности осуществляемой политики, и с течением времени позволило бы усилить позиции Центрального банка в экономике. Более того, открытая политика по таргети-

рованию обменного курса внесла бы для реального сектора экономики некоторую определенность на денежном рынке, что, несомненно, повлияло бы на эффективность как монетарной политики, так и работы экономики в целом.

Глава IV

ПРОБЛЕМА ВАЛЮТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ В АРМЕНИИ

В свете мирового финансового кризиса стало ясным, что мировая финансовая система в целом, и механизмы денежно-кредитного регулирования, в частности, претерпели или должны претерпеть серьезные изменения. При этом большая часть аналитиков делает серьезный акцент на эффективность и значимость валютной политики в условиях финансовой глобализации. Вместе с тем, Армения в недавнем прошлом приняла на себя обязательства осуществлять политику инфляционного таргетирования, которая, в свою очередь, предполагает наличие свободно плавающего курса. Так же, следует отметить, что мировые тенденции указывают на все большее разделение стран, на те, которые максимально не вмешиваются в валютный рынок, и те, которые осуществляют жесткое валютное регулирование. В этой связи для такой страны, как Армения, на сегодняшний день не являющейся частью глобальной финансовой системы, но, вместе с тем, подверженной значительному влиянию со стороны последней, очень важно выбрать правильное и, главное, эффективное направление валютной политики.

Мировые тенденции сегодняшнего дня все больше склоняют нас к биполярности валютной политики. Очевидно, что страны, обладающие развитыми финансовыми рынками, в условиях рыночной экономики стремятся осуществлять политику плавающего курса. Однако тогда, когда как экономика, так и финансовая система недостаточно развиты, позиции стран в отношении валютного регулирования значительно разнятся. Вместе с тем, мировые тенденции в валютной политике стран все же указывают на

все больший отказ от различного рода промежуточных режимов валютного регулирования.

С другой стороны, как известно, политика таргетирования инфляции практически исключает какое-либо вмешательство со стороны государства в валютный рынок. Примеры стран, осуществляющие таргетирование инфляции, прямо указывают на жесткую необходимость невмешательства на рынок валюты со стороны ЦБ (см.: Таблица 4.1).

Как правило, страны, которые приняли не совсем уверенную позицию относительно политики валютного регулирования, также не уверены в выборе целевого ориентира. Проведенные исследования доказывают, что страны, совмещающую политику таргетирования инфляции с каким-либо вмешательством со стороны ЦБ в валютный рынок, так или иначе, теряют позиции эффективности реализации монетарного регулирования.

Таблица 4.1. **Режимы валютной политики в странах, провозгласивших инфляционное таргетирование**

Политика валютного курса	Страна		
Управляемое плавание	Армения Гана Гватемала Индонезия	Колумбия Перу Румыния	Сербия Таиланд
Независимое плавание	Австралия Албания Бразилия Великобритания Венгрия Израиль Исландия	Канада Мексика Новая Зеландия Норвегия Польша Турция Филиппины	Чешская Республика Чили Швеция Южная Африка Южная Корея
Еврозона	Австрия Бельгия Германия Греция Ирландия Испания	Италия Кипр Люксембург Мальта Нидерланды Португалия	Словакия Словения Финляндия Франция

Источник: Составлено автором на основе данных ЦБ указанных стран.

Страны, которые допускают какое-либо вмешательство со стороны Центрального банка в валютный рынок, допускают также достаточно широкий диапазон таргети-

рования, что указывает на неуверенность денежных властей в части своих прогнозов и дальнейшего достижения поставленных целевых ориентиров. В данном аспекте также можно утверждать, что перечисленные страны не отличаются значительными успехами в развитии финансовых рынков, что, в свою очередь, лишает последних эффективного инструментария в достижении целевых ориентиров.

Тем не менее, проведенные в рамках данной работы исследования показывают, что центральные банки данных стран не переходят границы «управляемого плавания» в реализации валютной политики. Ни одна из исследованных стран не допускает жесткого вмешательства в формирование валютного курса национальной валюты.

4.1. Валютная политика Армении: проблемы и перспективы

Армения, как страна, принявшая на себя обязательство осуществлять политику таргетирования инфляции³⁸, в данном случае не может являться исключением. Согласно официальной позиции ЦБ РА, а также классификации МВФ, Армения относится к странам, осуществляющим «управляемое плавание» в рамках своей валютной политики.

С самого начала реализации инфляционного таргетирования инфляции в Армении ЦБ РА столкнулся с серьезными проблемами. Основная сложность заключается в том, что до сегодняшнего дня Центральный банк не владеет достаточным инструментарием в борьбе с инфляционным давлением, что, в свою очередь, обусловлено практически не развитым финансовым рынком.

Кроме того, общая макроэкономическая нестабильность, присущая экономике Армении, не позволяет строить достаточно эффективные модели прогнозирования, что также является серьезным препятствием на пути реализации

³⁸ Примечание: Армения приняла таргетирование инфляции в 2006г.

таргетирования инфляции. Как уже было показано выше, в ежеквартальном разрезе, начиная с 2006 года, ЦБ РА не удалось достичь целевого ориентира в больше чем в половине периодов. С другой стороны, в ежегодном разрезе из пяти наблюдаемых периодов в двух ЦБ не удалось достичь целевого ориентира. Причем, отметим, что в 2008 году отклонение от таргета составило 61%, а в 2010 году – 49%.

Официальная позиция денежных властей по поводу непопадания в цель строится на серьезном влиянии мирового финансового кризиса в 2008г. и валютного кризиса в России в 2014г. на экономику Армении в целом, что нашло свое отражение на денежном рынке. Безусловно, некоторое влияние этих кризисов нельзя не принимать во внимание. Но следует также отметить, что, учитывая степень обособленности экономики, слабые экспортные позиции, в частности, финансового сектора Армении, представляется сомнительным позиция денежных властей в данном случае.

По сути, на протяжении практически всего периода таргетирования инфляции в Армении ЦБ РА активно вмешивается в валютный рынок с целью поддержания обменного курса национальной валюты на соответствующем уровне, а также обесценивая его в определенные периоды. Как уже было рассмотрено выше, такая политика обусловлена, прежде всего, отсутствием у «денежных властей» других инструментов контроля над денежной массой и уровнем цен в экономике.

Как показывает опыт и требует сам режим инфляционного таргетирования, совмещение монетарного регулирования в рамках этой модели с жестким валютным контролем приводит к снижению эффективности денежно-кредитной политики в целом. Исследования показали, что ни одна из стран, таргетирующих инфляцию, не позволяет серьезного вмешательства в валютный рынок со стороны Центрального банка. Наряду с этим, картина в Армении абсолютно противоположная. Практически с начала реализации инф-

ляционного таргетирования ЦБ РА начал активное вмешательство в валютный рынок. Согласно официальной позиции Центрального банка, основным инструментом денежно-кредитного регулирования в Армении является ставка рефинансирования. Однако, как показывают исследования выше, за последние пять, а то и больше, все попытки снизить инфляционное давление в экономике посредством политики «дорогих денег» не привели к каким-либо позитивным результатам. Как правило, ужесточение процентной политики сопровождалось еще большим усилением инфляционного давления. К концу 2008 года ставка рефинансирования достигла 7,75%, в то время как уровень инфляции составил на тот период 11,2%. Через определенный лаг в один-два квартала уровень инфляции несколько снизился, однако этому способствовало не столько действия Центрального банка в области процентной политики, сколько общее снижение деловой активности в экономике. Темпы роста ВВП на тот период составили 6,8%, против 13,7% в 2007г. Следующий год ознаменовался беспрецедентным падением темпов экономического роста: 14,4%!

Итак, возникает вопрос в чем причина несостоятельности процентной ставки как инструмента ЦБ РА в сфере денежно-кредитного регулирования? Основная проблема в данном случае заключается в очень незначительной связи финансовой системы с реальным сектором экономики, как это было показано в предыдущих главах. Это, в свою очередь, обусловлено низкой степенью развития самой финансовой системы. При этом, негармоничная, несбалансированная структура финансовой системы, в которой доля банковского сектора составляет больше 90% от общих активов, делает попытки Центрального банка воздействовать на совокупный спрос посредством ставки рефинансирования тщетными.

Отмеченная проблема лишает Центральный банк также и другого инструмента воздействия – операций на от-

крытом рынке ценных бумаг. По состоянию на 2012г., уровень капитализации рынка составил 1,3%³⁹. Такая незначительная доля финансового рынка в экономике Армении не позволяет «денежным властям» использовать операции на открытом рынке ценных бумаг для воздействия на совокупный спрос. При этом, если учесть и структуру сделок на фондовой бирже⁴⁰, становится очевидным, что у ЦБ РА просто не остается никаких других инструментов денежно-кредитного регулирования, кроме как валютная политика.

Вместе с тем, ЦБ РА ведет достаточно жесткую и непрозрачную для рыночных субъектов политику на валютном рынке. И поскольку официальная позиция властей по поводу валютной политики в Армении декларирует свободное плавание и естественные причины укрепления обменного курса национальной валюты, то в рамках данного исследования была поставлена цель оценить рыночность механизма формирования обменного курса драма по отношению к доллару США.

Существует множество факторов, влияющих на валютный курс. Среди них можно выделить несколько наиболее существенных.

Покупательная способность национальной и иностранной валюты

Соотношение валютных курсов отражает паритет покупательной способности. И поскольку паритет покупательной способности – это номинальный валютный курс с учетом уровней цен, можно сказать, что реальный валютный курс – это паритет покупательной способности валюты (ППС). А если речь идет об уровне цен, то инфляция прямым образом влияет на валютный курс. Чем выше инфляция в стране, тем

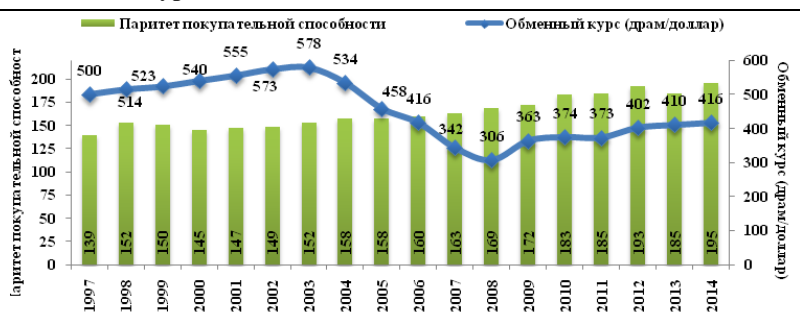
³⁹ Источник: Данные согласно официальному сайту Фондовой Биржи РА: <http://www.nasdaqomx.am>

⁴⁰ Примечание: Доминирующая доля (больше 90%) в общих продажах на фондовой бирже составляют сделки с иностранной валютой.

ниже курс национальной валюты и, наоборот. Обесценение национальной валюты сопровождается снижением покупательной способности национальной валюты.

Вместе с тем, за весь период укрепления обменного курса драма в Армении наблюдаются 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.: График 4.1). 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.

График 4.1. Паритет покупательной способности и обменный курс USD\AMD



Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (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 поку-

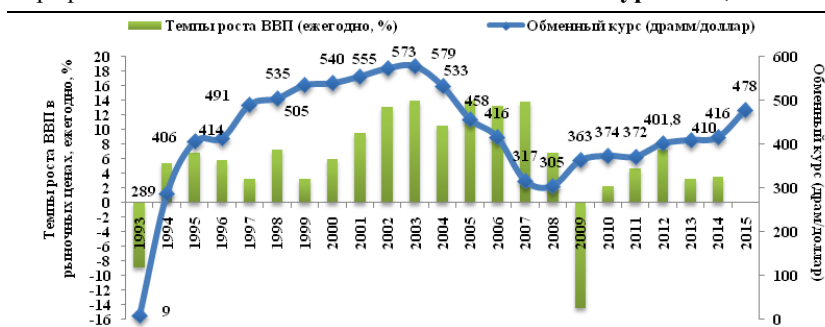
пательной способности. В долгосрочном аспекте (несколько лет) реальный валютный курс имеет тенденцию колебаться вокруг значения паритета покупательной способности.

Экономический рост

Теория валютных курсов гласит, что одним из ключевых факторов укрепления обменного курса национальной валюты является устойчивый экономический рост, который, в свою очередь, ведет к усилению экономики страны на мировом рынке с точки зрения экспортных и конкурентных позиций. Это обуславливает укрепление позиций собственной валюты по отношению к мировым валютам.

Таким образом, если укрепление обменного курса национальной валюты несет в себе естественные и объективные причины, то это, как правило, приводит к положительному экономическому росту, и, соответственно, увеличению благосостояния населения. Вместе с тем, как мы можем наблюдать на Графике 4.2, на протяжении всего периода укрепления валюты в Армении значительных изменений в темпах экономического роста не наблюдается. А значит, нельзя считать усилившуюся конъюнктуру рынка причиной укрепления обменного курса национальной валюты.

График 4.2. Темпы экономического и обменный курс USD\AMD



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

Состояние платежного баланса страны

Платежный баланс непосредственно влияет на вели-

чину валютного курса. Активный платежный баланс способствует повышению курса национальной валюты, так как увеличивается спрос на нее со стороны иностранных должников. Пассивный платежный баланс порождает тенденцию к снижению курса национальной валюты, т.к. должники продают ее на иностранную валюту для погашения своих внешних обязательств. Размеры влияния платежного баланса на валютный курс определяются степенью открытости экономики страны. Так, чем выше доля экспорта в ВВП (чем выше открытость экономики), тем выше эластичность валютного курса по отношению к изменению платежного баланса. Нестабильность платежного баланса приводит к скачкообразному изменению спроса на соответствующие валюты и их предложения. Кроме того, на валютный курс влияет экономическая политика государства в области регулирования составных частей платежного баланса: текущего счета и счета движения капиталов. При увеличении положительного сальдо торгового баланса возрастает спрос на валюту данной страны, что способствует повышению ее курса, а при появлении отрицательного сальдо происходит обратный процесс. Изменение сальдо баланса движения капиталов оказывает определенное влияние на курс национальной валюты, которое по знаку («плюс» или «минус») аналогично торговому балансу. Однако чрезмерный приток краткосрочного капитала в страну влияние на курс ее валюты, т.к. он может увеличить избыточную денежную массу, что, в свою очередь, может привести к увеличению цен и обесценению валюты.

Превышение поступлений из-за рубежа над платежами за границу составляет положительное сальдо платежного баланса и приводит к росту курса национальной валюты. Превышение платежей за рубеж над поступлениями создаст дефицит платежного баланса (отрицательное сальдо) и ведет к падению курса национальной валюты. Торговый баланс представляет собой баланс платежей по внешнетор-

говым операциям. Если экспорт превышает импорт, – это положительное сальдо торгового баланса. Экспортеры, получая экспортную выручку в иностранной валюте, продают ее в обмен на национальную валюту, способствуя росту курса последней. Данная ситуация характерна для Японии – страны с традиционно положительными сальдо торгового баланса, что вызывает повышение курса иены к остальным валютам.

Как было показано в I главе, импорт Республики Армения все время растет на протяжении последних десяти лет. Лишь в 2004г., снизив свои объемы, со следующего же года импорт все время рос, чему, конечно, способствовало укрепление национальной валюты. Показатель экспорта был более непредсказуемым, в течение последних десяти лет непрерывно увеличиваясь до 2003 года, в 2004 году был зафиксирован небольшой (около 2,8%) спад и рост в 2005 году (15,5%). С 2005 года экспорт непрерывно снижался, увеличивая дефицит торгового баланса (в условиях быстро растущего импорта, средний годовой темп роста которого за 2005–2007гг. составил 13,65%). Начиная с 2002 года как экспорт, так и импорт драгоценных металлов и камней неуклонно рос, доходя до истинно рекордных отметок и очень быстро заняв лидирующее место в армянском внешнеторговом обороте с остальным миром.

Темпы роста экспорта, без учета драгоценных металлов, всегда превышали темпы роста импорта без учета драгоценных металлов, а с 2004 года картина кардинально меняется, и это происходит на фоне укрепляющейся национальной валюты. А поскольку статья «драгоценные и недрагоценные металлы, камни и изделия из них» всегда была весомой статьей торгового баланса, следовательно, укрепление национальной валюты только ослабило позиции отечественного экспорта на мировом рынке, который в целом никогда не отличался особыми конкурентными преимуществами в силу некоторых небезызвестных причин,

как то: транспортные издержки, напряженные политические отношения с соседними странами и т.д.

Уровень инфляции

Уровень инфляции и изменение валютного курса находятся в обратной зависимости. Как мы можем видеть на Графике 4.3, укрепление обменного курса сопровождалось постоянным усилением инфляционного давления в экономике. В результате, жесткое сдерживание денежного предложения с помощью валютных интервенций не привели к ощутимым результатам в сфере монетарного регулирования. Напомним, что, как правило, укрепление обменного курса ведет к снижению внутренних цен, а значит: и к снижению уровня инфляции в целом. Однако, как мы видим, в Армении этого не наблюдается.

График 4.3. ИИЦ и обменный курс USD\AMD



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

На графике показана динамика валютного курса армянского драма по отношению к доллару США и инфляция (ИИЦ) в Армении. Из графика видно, что по сравнению с постоянно укрепляющимся курсом драма, инфляция «ведет себя» несколько непредсказуемо. Во-первых, отметим, что укрепление курса драма должно было сопровождаться снижением уровня цен, что, исходя из графика, происходило только до 2003 года, так же, как и слабое снижение уровня цен в 2006 году. С 2006 года происходит постоянное повы-

шение уровня цен. Напомним лишь, что с 1 января 2006 года Армения перешла на политику таргетирования инфляции в качестве режима денежно-кредитной политики. При этом, в связи с укреплением национальной валюты цены в долларах растут намного быстрее, чем цены в драмах, которые, в свою очередь, имеют тенденцию к снижению.

Конкурентоспособность национальных товаров на мировых рынках.

В период крупномасштабных перемен и глобальных изменений страны Центральной и Восточной Европы, включая Армению, развитие которых в настоящее время находится на переходном этапе, вынуждены приложить максимум усилий, чтобы догнать Запад в плане конкурентоспособности и институционализации и избежать превращения в так называемого «бедного родственника». Поэтому в 2004 году было проведено исследование конкурентоспособности экономики Республики Армения. Исследование проводили специалисты “Nathan Associates GBTI consortium” и “J.E. Austin Associates” (JAA) по поручению международной организации “Management Systems International”. Выбор этих организаций был неслучаен. В частности, в JAA еще в 1997 году была разработана методология анализа конкурентоспособности страны, которая с успехом была применена более, чем в 20 странах мира⁴¹.

Приведенные данные, а также анализ, проведенный в I главе, показывают, что у Армении – хорошие показатели по человеческим ресурсам и конкурентоспособности рабочей силы и, согласно условиям, демонстрирует сравнительно прочное исполнение в качестве своей рабочей силы и по росту ВВП. С другой стороны, у Армении очень низкий ранг по конкурентоспособности в следующих областях: инвестиционной, государственного регулирования и

⁴¹ По материалам отчета «Armenia Competitiveness Assessment. Final Report».

финансового сектора. Уровень коррупции не позволяет конкурировать проектам, которые могут привести к реальному росту конкуренции. То есть реализация проекта зависит от того, «кто больше дал».

Армения может улучшить свои показатели в областях развития информационных технологий. Эту тенденцию мы наблюдаем в настоящее время, когда в нашей республике стали открываться все больше фирм, занимающихся разработками в области информационных технологий и программирования.

Авторы исследования конкурентоспособности Армении отмечают, что, к сожалению, сделать более прогнозируемый анализ нельзя в силу отсутствия полных экономических данных до 1991г. Поэтому исследователи не смогли проследить тенденции в любые периоды времени.

Однако, согласно данным, которые им удалось получить, показатель (ранг) Армении очень высок по уровню грамотности населения, экспорту товаров и услуг, развитию инфраструктуры и проценту торговли.

Таким образом, в настоящее время Армения обладает только лишь хорошим потенциалом, который в большинстве своем остается нереализованным. Для достижения успеха Армения должна начать с реалистичной оценки ситуации в стране и выработки единого видения цели и последовательных действий по обеспечению:

- стабильного политического и правового климата;
- прогрессивной макроэкономики, стимулирующей рост и создание рабочих мест;
- четкого определения приоритетных секторов и регионов/кластеров роста;
- конкурентоспособных корпоративных стратегий и эффективной/стабильной работы;
- адекватной бизнес-инфраструктуры и предпринимательской среды;

– современного образования, системы исследований и новых навыков.

Выход на мировую арену и создание скоординированной, трансграничной корпоративной культуры

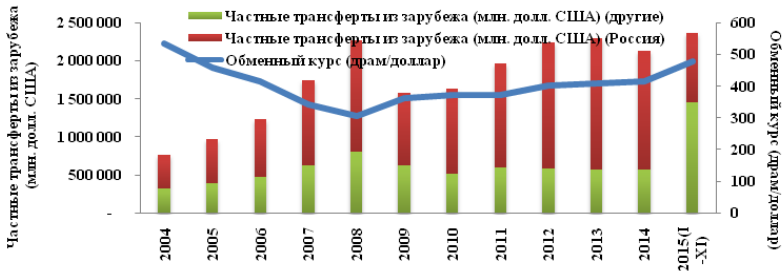
Конкурентоспособность отечественных товаров на мировых рынках должна была вызывать повышенный спрос на них и увеличивать таким образом положительное сальдо торгового баланса. А поскольку увеличение экспорта, при прочих равных условиях, приводит к увеличению притока иностранной валюты, то это приводит к повышению цены национальной валюты. Но поскольку армянские товары не очень конкурентоспособны на мировых рынках, то это слабо влияет на курс драм/доллар. Сегодня в Армении мы имеем отрицательное сальдо торгового баланса, однако основным источником притока иностранной валюты являются иностранные трансферты.

Темп роста национального дохода

Национальный доход не является независимой составляющей, которая может изменяться сама по себе. Однако, в целом, те факторы, которые заставляют изменять национальный доход, имеют воздействие на валютный курс. Так, увеличение предложения продуктов повышает курс валюты, а увеличение внутреннего спроса снижает ее курс. В долгосрочном периоде более высокий национальный доход означает и более высокую стоимость валюты страны. Тенденция является обратной при рассмотрении краткосрочного интервала времени воздействия увеличивающегося дохода населения на величину валютного курса.

Еще одним фактором, который имеет достаточно значимое влияние на формирование обменного курса драма – это иностранные денежные трансферты, которые имеют в экономике Армении достаточно важное значение. Разумеется, их сокращение во время кризисных периодов имеет определенное влияние на формирование валютного курса в Армении.

График 4.4. Иностранные денежные трансферты, чистый приток и обменный курс USD\AMD



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

Снижение располагаемого дохода в мире привело к снижению уровня денежных трансфертов в экономику Армении. Это, в свою очередь, способствовало снижению долларовой массы в стране, что, несомненно, не могло не отразиться на обменном курсе национальной валюты. И, действительно, частные трансферты в 2009 году составили 1 124 млн. долларов⁴² против 1 635 млн. долларов в 2008 году. Такое сокращение притока иностранной валюты привело к нестабильности на денежном рынке и вызвало очередную виток инфляционного давления, которое было усилено негативными инфляционными ожиданиями со стороны реального сектора. Еще один период сокращения трансфертов наблюдался в 2014г. и был обусловлен, в первую очередь, кризисной ситуацией в России. Как было показано выше, доминирующая доля иностранных денежных переводов в Армению приходится именно на Россию. Однако динамика иностранных денежных трансфертов не всегда последовательно отражается на волатильности обменного курса драма, что также говорит об искусственном характере формирования валютного курса в Армении.

Результаты регрессионного анализа показали, что

⁴² Источник: Использованы данные официального сайта Национальной статистической службы Республики Армении: www.armstat.am

влияние трансфертов на валютный курс недостаточно сильно и не имеет того воздействия, которое им приписывается (см.: Приложение 3). Однако эти данные в некоторой степени искажены в связи с тем, что невозможно посчитать реальный поток трансфертов в национальную экономику, так как эти трансферты в большей степени не регистрируются со стороны официальных органов управления и поэтому не могут точно отражать сложившуюся ситуацию.

Уровень процентных ставок

Существует прямая зависимость между валютным курсом и процентными ставками: с увеличением процентных ставок возрастает валютный курс.

Различия в величинах в разных странах краткосрочных процентных ставок приводит к изменениям величин потоков краткосрочных инвестиций, так как инвесторы всегда стремятся получить наиболее высокий доход от своих временно свободных средств. Однако высокие процентные ставки обычно подразумевают возможность высоких темпов инфляции. Кроме того, более высокий, по сравнению с другими странами, уровень инфляции, приводит, в конечном итоге, к снижению курса национальной валюты, что может минимизировать дополнительный доход от более высокой процентной ставки. Поэтому краткосрочные потоки капиталов чаще всего возникают только тогда, инвесторы полагают, что реальная (скорректированная с учетом инфляции) процентная ставка в какой-либо стране выше, чем в других государствах.

Влияние данного условия объясняется двумя факторами. Во-первых, повышение процентных ставок стимулирует приток капитала в страну (что увеличивает массу иностранной валюты). И, наоборот, снижение процентных ставок вызывает отток капитала из страны. Что же касается банковских ставок в Армении, то проведенный регрессионный анализ выявил, что банковские процентные ставки слабо влияют на валютный курс.

Уровень безработицы

Фактор занятости может рассматриваться в виде двух показателей: либо уровня безработицы, то есть процентное отношение безработных к общей численности трудоспособного населения, либо как обратный ему показатель численности работающих. Увеличение процентного отношения безработных к общей численности трудоспособного населения приводит к уменьшению курса национальной валюты.

Однако на примере Армении мы наблюдаем обратную картину. Так, начиная с 2003г., в Армении наблюдается снижение уровня безработицы. Однако, вместе с тем, в этот период также наблюдается резкое укрепление национальной валюты.

Степень развития рынка ценных бумаг

Как известно, процентный канал является одним из самых эффективных, воздействующих на денежную массу. И именно развитость рынка ценных бумаг, в частности, и финансового сектора, в общем, является предпосылкой того, что данный канал будет эффективным.

Развитие телекоммуникаций и включение страны в мировой рынок валюты

В смысле развитости инфраструктур и уровня информатизации Армения находится на невысоком уровне. Технологии электронной коммерции пока не очень развиты. У населения нет возможностей, сидя на диване, покупать и продавать ценные бумаги, валюту, товары и услуги.

Степень доверия к национальной валюте

Она определяется экономической и политической ситуацией в стране. Учитываются не только темпы инфляции, покупательная способность, соотношение спроса и предложения на валюту, но и динамика развития этих показателей.

Фактически, одним из количественных показателей, который может измерить степень доверия населения к национальной валюте можно считать степень долларизации денежного предложения.

Нельзя также сказать, что укрепление драма связано с повышением доверия к национальной валюте. За весь период укрепления драма уровень долларизации как экономики в целом, так и банковской системы, в частности, оставался на достаточно высоком уровне. Как было показано выше, значительное снижение уровня долларизации наблюдалось лишь к концу 2008г. и началу 2009г. Так, в третьем квартале 2008г. уровень долларизации общих депозитов достиг своего минимального значения и составил 35,5%. Однако мартовские события⁴³ 2009г. на валютном рынке резко подорвали доверие к национальной валюте и уже к концу первого квартала 2009г. уровень долларизации общих депозитов составил почти 70%.

Государственное регулирование

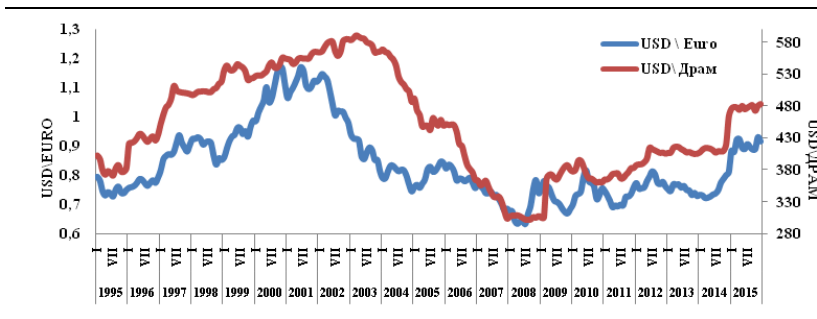
Согласно официальной позиции, обменный курс не контролируется со стороны ЦБ, то есть государственного регулирования нет. В Армении нет ни развитого рынка ценных бумаг, ни развитого банковского сектора, и Центральный банк не может влиять на экономику путем изменения процентной ставки. Однако поскольку ЦБ не может не контролировать денежную массу в стране, а единственным способом этого является валютные интервенции, следовательно, не контролируя валютный курс, ЦБ влияет на курс этими же валютными интервенциями. Интерес вызывает тот факт, что об этом было объявлено только в 2005 году, при том, что Армения всегда имела плавающий валютный курс. В результате, практически с начала реализации таргетирования инфляции ЦБ РА использует один единственный инструмент воздействия на реальный сектор – валютное регулирование, периодически оперируя то к жесткой, то в корректирующей политике на валютном рынке.

⁴³ Примечание: в марте 2009г. в течение одного дня обменный курс драма по отношению к доллару был обесценен на 21%.

Влияние мировых валютных рынков

Следующим фактором укрепления обменного курса драма можно считать обесценение доллара США на мировых рынках. Здесь, прежде всего, следует обратиться к динамике обменного курса по отношению к *евро*. Как мы можем видеть на Графике 4.5, изменения обменного курса доллара по отношению к *евро* и драму до 2004г. имели схожие тенденции. Однако затем валютный курс доллара в Армении приобрел совершенно обратный мировым тенденциям характер.

График 4.5. Динамика обменного курса USD\EURO и USD\AMD (ежемесячно)



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

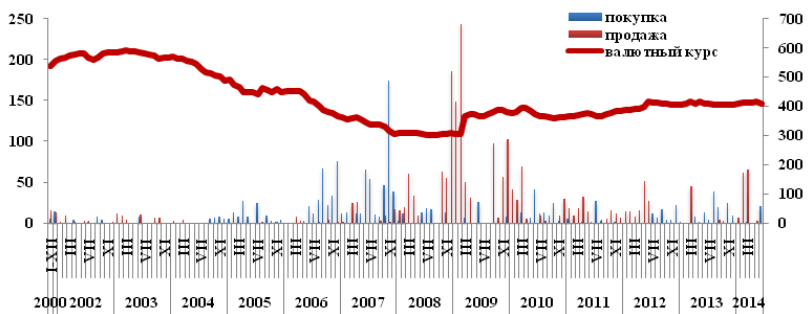
Об этом также свидетельствуют результаты проведенного регрессионного анализа (см.: Приложение 4), согласно которым, изменение курса драма слабо обусловлено укреплением курса доллара во всем мире (коэффициент корреляции равен 0,298129).

Элементарные расчеты показывают, что за период с 2005–2007гг. драм повысился в цене примерно на 32%, в то время как европейская валюта – на 18,3%⁴⁴. Это противоречит высказыванию Центрального банка о том, что укреп-

⁴⁴ Если брать те же данные, но за 2003–2007гг., то получим, что армянский драм укрепился на 47,5%, а евро – на 27,9%.

пление национальной валюты обусловлено падением курса доллара во всем мире.

График 4.6. Валютные интервенции ЦБ РА

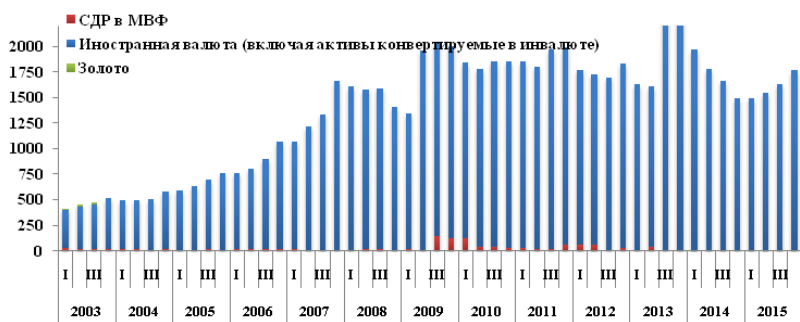


Источник: База данных Центрального банка РА: <http://www.cba.am/>

Таким образом, с конца 2005г. – начала 2006г. основная политика «денежных властей» была направлена на укрепление обменного курса национальной валюты. Активность Центрального банка на валютном рынке в этот период беспрецедентна. Уровень продаж с 105, 6 млн. долларов в 2005г. достиг 799 млн. долларов в 2009г.⁴⁵ (см.: График 4.6). Такие активные действия на валютном рынке со стороны ЦБ РА привели к значительному укреплению обменного курса национальной валюты. С 2003г. укрепление драма по отношению к доллару составило 52%. С конца 2007г. до начала 2009г. ЦБ де-факто реализует политику жесткого фиксирования валютного курса. Еще один пик активности мы наблюдаем в конце 2014г., когда ЦБ РА также активно вмешиваясь на валютный рынок, пытался предотвратить падению драма по отношению к доллару, обусловленное падением рубля по отношению к доллару.

⁴⁵ Источник: Данные согласно официальному сайту Фондовой биржи РА – <http://www.nasdaqomx.am>.

График 4.7. Структура валовых международных резервов РА, млн. долларов США, 2003-2014 гг.

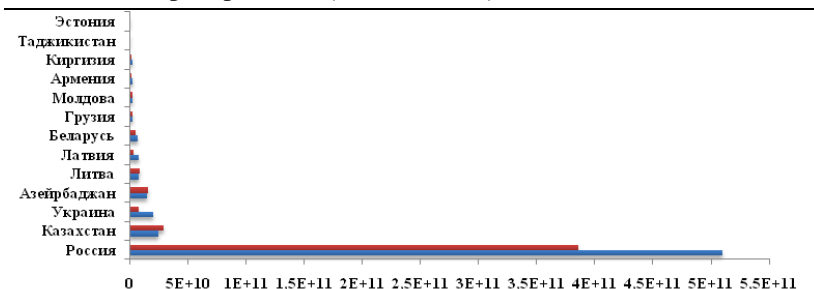


Источник: База данных Центрального банка РА: <http://www.cba.am/>

К марту 2009 года ЦБ РА столкнулся с серьезной нехваткой международных резервов и составил 1331,4 млн. долларов, то есть практически был достигнут критический минимум. Сложившаяся ситуация заставила ослабить позиции ЦБ РА на валютном рынке, что привело к обесценению обменного курса национальной валюты примерно на 21%. Такая ситуация привела не только к значительной волатильности курса, но также и к снижению доверия к «денежным властям», финансовому и макроэкономическому дисбалансу, усилению инфляционных ожиданий и, наконец, к существенным негативным последствиям в экономике в целом. Более того, ситуация повторилась к концу 2014 года.

Отметим также что, по уровню международных резервов Армения, занимает последние позиции в ряду стран постсоветского пространства, значительно уступая России, Казахстану и Беларуси, что несет в себе существенные риски в свете создания интеграционной ячейки на территории евразийского пространства (см.: График 4.8).

График 4.8. Международные резервы ЦБ стран постсоветского пространства (2013-2014 гг.)



Источник: База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI)) – <http://data.worldbank.org>

Насколько эффективна и оправдана была валютная политика ЦБ РА? Отметим, что официальная позиция ЦБ РА отрицает выдвинутый выше тезис. Укрепление курса, согласно отчетам «денежных властей», вызвано большим притоком денежных трансфертов, изменениями в динамике обменного курса доллара по отношению к другим валютам, рецессией в американской экономике и повышением доверия к национальной валюте в экономике Армении.

График 4.9. Динамика обменного курса USD\AMD в Армении (ежемесячно)



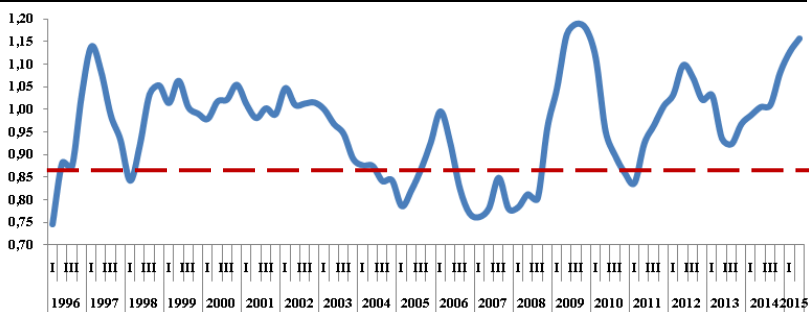
Источник: База данных Центрального банка РА – <http://www.cba.am/>

Основные результаты валютной политики в Армении мы можем наблюдать на Графике 4.9. Как мы можем ви-

деть, практически весь период таргетирования инфляции в Армении ЦБ РА ведет достаточно жесткую валютную политику, с активным вмешательством на валютный рынок.

Подтверждением выдвинутого тезиса об искусственном укреплении обменного курса национальной валюты можно считать также показателями Индекса опережения (см.: в следующем параграфе). Расчеты показали, что, начиная с 2004г. по 2009г., в период укрепления обменного курса национальной валюты, Индекс опережения постоянно находился на уровне ниже 1, что говорит о более высоких темпах роста инфляции, нежели изменений валютного курса, а, это в свою очередь, доказывает искусственный характер изменений на валютном рынке в указанный период.

График 4.10. Индекс опережения валютного курса в Армении



Источник: Рассчитано автором на основе база данных Центрального банка РА – <http://www.cba.am/>

Примечание: Там, где значение индекса больше единицы, означает, что рост инфляции опережает рост валютного курса и, параллельно, что ЦБ относительно не вмешивается в установление валютного курса. В обратном случае, когда индекс опережения превышает 1, означает, что рост валютного курса, в данном случае, его обесценение, опережает рост инфляции и, соответственно, означает активное вмешательство.

Если рассмотреть период с 2009 по 2015гг. и сравнить результаты, полученные при расчете индекса опережающих цен с результатами кластерного анализа, то можно сказать,

что с 2009–2010гг. наблюдалось активное вмешательство, о чем свидетельствует и показатель “Interm” в кластерном анализе. С 2010 по 2012гг. наблюдалось сокращение интервенции на валютном рынке, а в результатах кластерного анализа этому периоду соответствует показатель “Float”. И, наконец, в 2013г. и первом полугодии 2015г. опять наблюдается вмешательство монетарных властей.

Валютная политика ЦБ РА на сегодняшний день окончательно подорвала доверие к «денежным властям» со стороны реального сектора, усилила инфляционные ожидания, которые в кратчайшие сроки переросли в достаточно высокие темпы инфляции, в первую очередь, на потребительском рынке. Жесткая валютная политика на протяжении 5–6 лет привела к минимизации конкурентных преимуществ армянских товаров на внешних рынках, что свело всякие попытки экспортно-ориентированных производителей расширять рынки сбыта на «нет». Последнее еще больше ослабило позицию экономики Армении на мировой арене. В свою очередь, укрепившийся обменный курс усугубил ситуацию с импортом. И без того доминирующий над экспортом импорт, который, ко всему прочему, характеризуется высокой степенью концентрации, окончательно укрепил свои позиции на потребительском рынке страны.

Еще одним негативным эффектом искусственного укрепления обменного курса драма можно считать значительное снижение реальных доходов населения. Ни для кого не секрет, что основная доля доходов населения в Армении формируется из притока денежных трансфертов. Последние, как правило, поступают к населению в иностранной валюте, в большинстве случаев, в долларах. Обесценение доллара в Армении привело к снижению драмового эквивалента поступающих трансфертов. И если добавить к этому постоянно растущий уровень потребительских цен в Армении в последние пять-шесть лет, становится очевидным, что проводимая ЦБ РА валютная политика

оставила негативный отпечаток на общем уровне благосостояния населения.

И вместе со всем вышеперечисленным, с точки зрения снижения инфляционного давления, валютная политика ЦБ РА не привела к существенным результатам. Таким образом, проводимая в ущерб многим макроэкономическим показателям политика оказалась бессмысленной.

Что делать в сложившейся ситуации? Да, было совершено немало ошибок. Прежде всего, следует отметить преждевременность перехода на инфляционное таргетирование. Экономика Армении, с учетом неразвитости финансового сектора, низким уровнем доверия к «денежным властям», общей макроэкономической нестабильностью экономики, слабыми фискальными инструментами и многими другими факторами, не была готова к реализации такой модели монетарного регулирования. Однако, справедливости ради, стоит отметить, что некоторые страны, принявшие решение реализовывать таргетирование инфляции, добивались поставленной цели не с первой попытки. Ряд стран, вследствие неудач на денежном рынке, провозглашал неготовность «денежных властей» к переходу, и они предпочитали установить некоторый переходный (подготовительный) период до следующей попытки перехода на таргетирование инфляции.

С другой стороны, ситуация, сложившаяся на денежном рынке, сама вынуждает «денежные власти» серьезно пересмотреть свою позицию реализации денежно-кредитной политики. Сведенные к критическому минимуму международные резервы не составляют никакого другого выбора, кроме, как отпустить обменный курс национальной валюты в свободное плавание. Совершенно очевидно, что других альтернатив на сегодняшний день нет. Чем это чревато? Безусловно, ослабление позиций Центрального банка на денежном рынке, скорее всего, приведет к повышению уровня цен. Однако есть положительная сторона возможных последствий. Ослабление курса приведет к усилению

позиций экспортной позиции армянских товаров на внешних рынках. Разумеется, указанные положительные эффекты проявят себя не сразу. Однако постепенная и грамотная макроэкономическая политика позволит в некоторой степени смягчить негативные последствия свободно плавающего курса на начальном этапе. В любом случае, свободно плавающий курс позволит рынку максимально использовать механизмы саморегулирования. Таким образом, на сегодняшний день любой другой сценарий развития событий может окончательно подорвать макроэкономическую стабильность Армении.

4.2. Валютные кризисы 2009г. и 2014г.: истоки и последствия

Мировой финансовый кризис, а затем локальный кризис в российской экономике, негативно отразился на многих странах постсоветского пространства. Валютный кризис в Казахстане, Грузии и некоторых других государствах доказал тесную зависимость этих стран от экономики России. В этом смысле Армения не оказалась исключением.

Вместе с тем, события на валютном рынке последнего года доказали неэффективность как денежно-кредитного, так и валютного регулирования, осуществляемого «денежными властями» Армении. Как оказалось, такая неспособность ЦБ РА по отношению к собственной валюте, в первую очередь, вызвана внешним характером шоков, которые имеют наиболее яркое воздействие на волатильность обменного курса драма. Причем речь идет о воздействии российской экономики.

В этой связи, в рамках данного исследования ставится задача дать характеристику валютным кризисам 2009г. и 2014г. в Армении, а также определить основные первопричины такой ситуации.

В результате крупномасштабных валютных кризисов прошлого десятилетия многие наблюдатели стали ассоции-

ровать подверженность кризисам с режимами привязки валютных курсов, особенно мягкой привязки. Начиная с краха Европейского валютного механизма в 1992–1993гг., заканчивая кризисами в Мексике (1994г.), Азии (1997г.), России (1998г.), Бразилии (1998г.), Эквадоре (1999г.) и Турции (2001г.), в предкризисный период действовал тот или иной режим привязки или жестко регулируемого валютного курса. Глубина и масштабы этих кризисов, которые во многих случаях сопровождались крахом банковской системы и резким спадом экономической активности, были ошеломляющими. В результате, все более широкую поддержку стала приобретать точка зрения, согласно которой, промежуточные режимы между жесткой привязкой и плавающим курсом, – то есть режимы мягкой привязки и жестко регулируемые плавающие курсы, – не могут оставаться жизнеспособными в течение длительного времени, особенно в странах с высокой степенью открытости экономики для международных потоков капитала⁴⁶.

Сторонники такой «биполярной» точки зрения утверждают, что при современном уровне интеграции финансовых рынков режимы привязки не могут быть устойчивыми, за исключением случаев, когда страна твердо привержена режиму привязки и готова подкрепить его необходимыми мерами политики и институтами (как в случае жестких привязок)⁴⁷. Единственно возможную альтер-

⁴⁶ См. подробнее: Amartya Lahiri, Rajesh Singh, Carlos A. Vegh Optimal Exchange Rate Regimes: Turning Mundell-Fleming's Dictum On Its Head. NBER Working Paper No. 12684. November 2006; Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation, June 2002; – <http://www.nber.org/papers/w8963.pdf>.

⁴⁷ Ghosh A., Gulde A.-M., Ostry J., Wolf H. Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter? // NBER Working Paper, № 5874, 1997; Vesela Yordanova Todorova Comparative analysis of the criteria in the choice of an exchange rate regime. Economics and Organization Vol. 3, No 2, 2006. PP. 179–187.

нативу такой приверженности составляет плавающий курс, благодаря которому страна получает большую независимость в денежно-кредитной сфере и возможность ограничить спекулятивные потоки капитала, которые часто возникают в условиях точно предсказуемых валютных курсов. Сторонники биполярной точки зрения также утверждают, что страны отходят от подверженных кризисам промежуточных режимов.

Вместе с тем, биполярная точка зрения оспаривается по нескольким аспектам. Во-первых, фактический (де-факто) режим валютного курса страны часто отличается от ее формальной (де-юре) или официально объявленной политики, что вызывает вопрос о том, не является ли наблюдаемая тенденция отхода от промежуточных валютных режимов ошибочным выводом⁴⁸. Кроме того, крайние варианты спектра валютных режимов (относительно промежуточных режимов) также могут подвергаться давлению рынка, о чем свидетельствует, в частности, крах режима валютного управления в Аргентине в конце 2001 года или дезорганизация валютного рынка Бразилии в 2001 году в условиях свободно плавающего курса. Помимо этого, отсутствуют какие-либо убедительные эмпирические данные в поддержку мнения о том, что промежуточные режимы, в конечном счете, исчезнут⁴⁹. Некоторые наблюдатели отмечают, что ни один режим не будет приемлем для всех стран во все времена, и на этом основании настаивают на сохранении роли промежуточных режимов⁵⁰. Но если рассматривать валютные режимы стран, исходя из их фактической, а не официальной по-

⁴⁸ Calvo, Guillermo A. and Carmen M. Reinhart. "Fear Of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, 2002, v107(2,May), 379–408.

⁴⁹ Paul R. Masson, 2001. "Globalization Facts and Figures," IMF Policy Discussion Papers 01/4, International Monetary Fund.

⁵⁰ No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times. Jeffrey A. Frankel. NBER Working Paper No. 7338. Issued in September 1999.

литики, останется ли биполярная точка зрения справедливой. В наших исследованиях было проанализировано число валютных кризисов при альтернативных режимах валютных курсов в период с 1990 по 2001 гг. и рассматривался вопрос о том, действительно ли страны переходят к менее подверженным кризисам режимам. Анализ проводился на основе набора данных по режимам де-факто большого числа государств-членов МВФ, исходя из того, что надлежащая характеристика фактических режимов имеет принципиальное значение для точной оценки их эволюции и предрасположенности к кризисам⁵¹.

Например, если не учитывается возможность неофициального использования страной валютной привязки при официально объявленном плавающем курсе, это может привести к ложным выводам о том, что режимы валютного курса эволюционируют в сторону большей гибкости или что режимы плавающего валютного курса столь же предрасположены к кризисам, как и режимы валютной привязки в случае спекулятивного давления на валюту.

В своем исследовании мы рассмотрели режимы валютных курсов де-факто более чем в 150 странах. Оказалось, что режимы валютной привязки (группа режимов жесткой и мягкой привязки) действительно более подвержены валютным кризисам, чем режимы плавающих валютных курсов (включая регулируемые и свободно плавающие курсы), особенно в странах, которые больше интегрированы в международный рынок. В среднем, по всем странам примерно три четверти эпизодов кризисов из 12-летней выборки произошли в условиях режимов валютной привязки, и частота кризисов, связанных с режимами валютной привязки, была выше, чем при режимах плавающего курса. В группе развивающихся стран относительно

⁵¹ Восканян М.А. Валютная политика Армении: миф и реальность. «Евразийский экономический обзор. Eurasian Economic Review», №3/2011. СС. 79–84 (рус. яз.). СС. 85–89 (англ. яз.)

закрытых для рынков капитала (так называемые страны с несформированным рынком), режимы плавающего валютного курса и валютной привязки оказались подверженными кризисам в равной мере. В течение того же периода во всех группах стран промежуточные режимы также были более подвержены кризисам, чем два полярных альтернативных режима.

В самом деле, как во всей совокупности стран, так и в странах с несформированным рынком, вероятность кризиса при промежуточном режиме примерно в три раза выше, чем при режиме жесткой привязки, а в группе развитых стран и стран с формирующимся рынком такая вероятность выше почти в пять раз. Во всех группах стран промежуточные режимы были также более предрасположены к кризисам, чем другие режимы плавающего курса. При сравнении двух полярных режимов оказывается, что при жесткой валютной привязке кризисы происходили реже, однако для группы развитых стран и стран с формирующимся рынком нельзя исключить, что эти два полярных режима в равной мере подвержены кризисам. Возможно ли, что полученные результаты определялись главным образом, предложенной классификацией режимов валютных курсов де-факто. Представляется, что данные о подверженности кризисам режимов валютной привязки и промежуточных режимов в целом согласуются с результатами недавнего исследования, в котором использована альтернативная база данных по режимам де-факто⁵². В этом исследовании эпизоды серьезной напряженности макроэкономической конъюнктуры отнесены к отдельной категории режимов (вне зависимости от действовавшей валютной системы), а сами режимы классифицируются только на основании динамики валютных курсов официального или

⁵² Kenneth S. Rogoff, Aasim M. Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks, and Nienke Oomes. IMF Working Paper Research Department Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes.

параллельного рынка (независимо от того, признан ли параллельный рынок официально или его существование лишь допускается). В исследовании делается вывод о том, что в 1990-х гг. в странах с формирующимся рынком валютные привязки и режимы с ограниченной гибкостью валютных курсов были подвержены значительно более высокому риску валютных кризисов.

Мог ли сам по себе переход страны к промежуточному режиму быть признаком приближающегося кризиса? Учет такой систематической ошибки, обусловленной эндогенными факторами, важен при любой попытке сравнить результаты функционирования валютных режимов. Вместе с тем, представляется, что наиболее очевидная форма такой ошибки в выборке не наблюдается, так как немногие страны с промежуточными режимами перешли на них перед кризисом: лишь в 2 из 143 эпизодов кризисов, которые были связаны с промежуточными режимами: такие режимы действовали в стране менее года до кризиса, а в 12 из 143 эпизодов – менее двух лет до кризиса. Хотя эти выводы в целом подтверждают справедливость биполярной точки зрения, такое подтверждение не является однозначным. Действительно, частота кризисов значительно выше в условиях промежуточных режимов, чем в случае обоих полярных режимов. В то же время крайние варианты спектра валютных режимов также были подвержены кризисам.

Отмечалось множество эпизодов давления рынка в условиях режимов плавающих валютных курсов: давление на южноафриканский рэнд (1998 и 2001гг.), итальянскую лиру (1995г.) и канадский доллар (1992г.) – лишь немногие из таких эпизодов. Аналогичным образом имели место и атаки на режимы жесткой привязки; в качестве примеров можно привести крах валютного управления в Аргентине (2001г.), спекулятивное давление на валютное управление САР Гонконга (1998г.) и девальвацию франка КФА в условиях валютного союза в 1994 году. Вместе с тем, следует

отметить, что кризисы происходили гораздо чаще при наиболее жестких формах мягких привязок (традиционные фиксированные привязки к одной валюте), чем при фиксированных привязках с жестким обязательством (валютное управление).

Таким образом, международный опыт показывает, что приверженность к жестким режимам валютного регулирования более чревата появлением кризисов на валютных рынках. В этой связи, в рамках данного исследования будет рассмотрен пример валютных кризисов, которые имели место в Армении за последние несколько лет.

Как было доказано выше, валютная политика в Армении характеризуется нерыночным вмешательством со стороны Центрального банка⁵³. Основным фактором, вынуждающим «денежные власти» настолько активно вмешиваться в валютный рынок, является тесная взаимосвязь волатильности валютного курса и уровня цен, а также практическое отсутствие и недееспособность других денежно-кредитных инструментов эффективно воздействовать на денежную массу в экономике⁵⁴. В этой связи, в рамках данной работы сделана попытка оценить степень взаимозависимости волатильности обменного курса драма по отношению к доллару США и изменениями в уровне цен с целью оценить возможность реализации плавающего валютного курса в рамках монетарного регулирования в Армении.

Однако, прежде чем решить поставленную задачу, следует оценить внешний фактор воздействия на колеба-

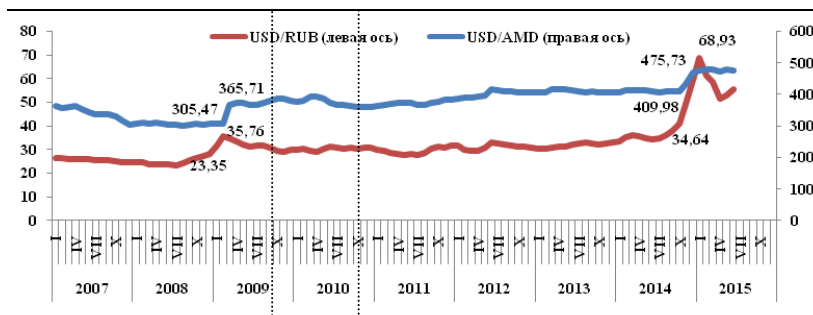
⁵³ Восканян М.А. Валютная политика Армении: миф и реальность. «Евразийский экономический обзор. Eurasian Economic Review», № 3/2011. СС. 79–84 (рус. яз.). СС. 85–89 (англ. яз.)

⁵⁴ Восканян М.А. Проблема взаимосвязи инфляции и валютного курса: опыт Армении. УДК 004:338 (063) ББК 32.973+65.9 (5К) С 10. Материалы Международной научно-практической конференции «Информационная экономика в формате G-Global». 9–10 октября, 2014г. Караганды, 2014г. 511с. СС. 371–374.

ния обменного курса национальной валюты в Армении. С этой целью, в рамках данного подпункта, будут рассмотрены два периода кризисов на валютном рынке, которые отличались резкими скачками обменного курса драма по отношению к доллару, и следствием чего стали негативные тенденции в реальном секторе экономики на фоне инфляционного давления.

Как известно, одним из последствий мирового финансового кризиса для Армении стал валютный кризис марта 2009г., который обесценил национальную валюту, согласно официальному курсу ЦБ РА 19,7%. Заметим, что буквально месяцем раньше произошел обвал рубля, который, по официальным данным, обесценился на 53,2% (см.: График 4.11).

График 4.11. Динамика обменного курса валютных пар USD/RUB и USD/AMD, ежемесячно



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

Вместе с тем, в начале декабря 2014 года на фоне обострения геополитической ситуации в мире, серьезных спадов на сырьевых рынках и обвала российского рубля дестабилизация на валютном рынке России спровоцировала аналогичную ситуацию на валютном рынке Армении и привела к постепенному обесценению драма. ЦБ РА назвал девальвацию драма корректировкой валютного курса в целях повышения конкурентоспособности национального экспорта и

сохранения валютных резервов. Однако сложившаяся ситуация является результатом длительных негативных разви- тий, в частности, уменьшения финансовых потоков и со- кращения инвестиций в экономику РА со стороны России.

Обвал драма в конце 2014 года спровоцировал ажио- таж среди населения. Курс доллара в обменных пунктах достиг 580 драмов за доллар, многие банки ограничи- ли продажу валюты. При этом спекуляции валютного рынка перешли на потребительский, в частности, произо- шел рост цен не только на импортную, но и на местную про- дукцию. В результате, девальвация драма привела к тому, что все товары в стране подорожали на 15–20%, и на- селение начало активно скупать подорожавшие доллары и продукты.

С учетом дефицита долларовой ликвидности на рос- сийском рынке армянская диаспора перешла на рубле- вые трансферты. В Армении уровень долларизации за по- следние месяцы вырос до 90%. Как известно, высокие ри- ски, высокая долларизация наблюдается в тех экономи- ках, где национальная валюта слаба.

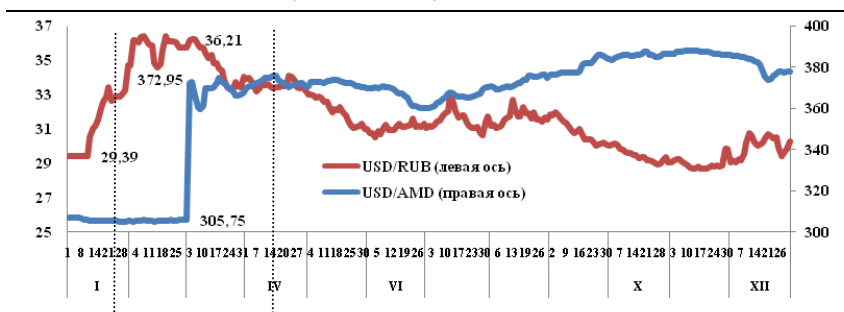
Объективной причиной обвала драма стали также тенденции на международном валютном рынке. В ча- стности, к концу декабря 2014 года доллар на мировых валютных рынках укрепил свои позиции, что привело к обесце- нению многих национальных валют в отношении доллара. Так, начиная с середины 2014 года, наблюдается укрепле- ние доллара по отношению к евро и другим конвертируе- мым валютам. Неизбежным следствием стало обесце- нение других национальных валют. В этом смысле, ни рубль, ни драм не стали исключением.

Еще с августа 2014 года Центральный банк Арме- нии начал осуществлять стресс-тесты с более жёсткими сце- нариями для оценки влияния внутренних и внешних ри- сков на возможные неблагоприятные витки развития в экономике. Было оценено влияние товарных рынков, в том числе нефтя- ных, а также валютных рынков на финансовую систему Ар-

мени. Девальвационные процессы в ноябре побудили ЦБ РА продать в рамках интервенций валюту на фондовой бирже NASDAQ OMX на \$93,84 млн. (около 98,3% от совокупного объема валютных биржевых сделок за ноябрь).

В конце ноября 2014 года ЦБ увеличил стоимость краткосрочной драмовой ликвидности, постепенно повысив ставку ломбардного РЕПО с 8,25% до 10,25% и до 21% в декабре, продолжая свое вмешательство на валютном рынке. Также с 8 декабря был внедрен новый инструмент, предполагающий продажу валюты посредством ежедневных аукционов в объявленном заранее ограниченном количестве. Таким образом, ЦБ достиг того, что ежедневные торги с \$6 млн. сократились до \$2 млн. Для смягчения будущих инфляционных давлений и стимулирования возвращения инфляции к целевому показателю регулятор повысил ставку рефинансирования на сначала до 8,5%, а в январе 2015 года – до 9,5%. В то же время, был понижен норматив обязательного резервирования в инвалюте с 24% до 20%, а ставка краткосрочной ликвидности драма – с 21% до 20%.

График 4.12. 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/>

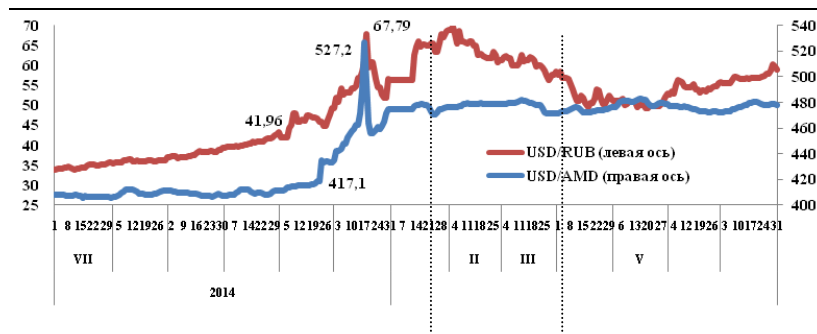
Более того, такая похожая ситуация уже наблюдалась на валютном рынке Армении в 2009г. Как мы можем видеть, схожесть кризисов на валютном рынке РФ и РА очевидна.

Причем, также наглядно заметен временной лаг между указанными кризисами, что, по сути, дает возможность «денежным властям» Армении предпринимать превентивные меры по предотвращению резких колебаний валюты. Однако, как показал опыт, и в случае 2009г., и в случае 2014г. ЦБ РА опустил резкие скачки обменного курса, применяя неэффективную денежно-кредитную и валютную политику (см.: График 4.12).

В отличие от обменного курса рубля по отношению к доллару, который обесценивается в течение двух месяцев, обесценение драма произошло в процессе одного-двух дней. Разумеется, последствия для реального сектора были значительно сильнее и губительнее. Ситуация повторилась в конце 2014г. (см.: График 4.13).

Сравним валютный кризис 2009 и 2014гг. Как мы можем видеть на Графике 4.14, если в случае 2009г. ЦБ РА смог взять ситуацию под жесткий контроль в течение нескольких дней, что, в итоге, стабилизировало ситуацию на валютной рынке, а значит, и во всем реальном секторе, то в случае 2014г. Центральному банку не удалось фактически, взять ситуацию под контроль. Это, в итоге, как было сказано выше, привело к панике и спекуляциям.

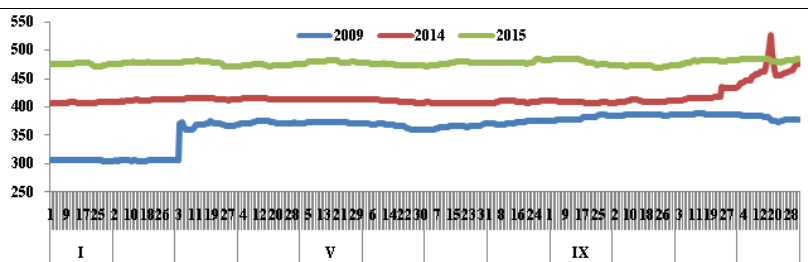
График 4.13. Динамика обменного курса валютных пар USD/RUB и USD/AMD, ежедневно



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

Интересно также, что спекулятивный характер ситуации на валютном рынке в период обоих упомянутых кризисов подтверждает большой спрэд между минимальными и максимальными значениями обменного курса USD/AMD на биржевом рынке (см.: График 4.15).

График 4.14. Валютные кризисы в Армении в 2009г. и 2014г.



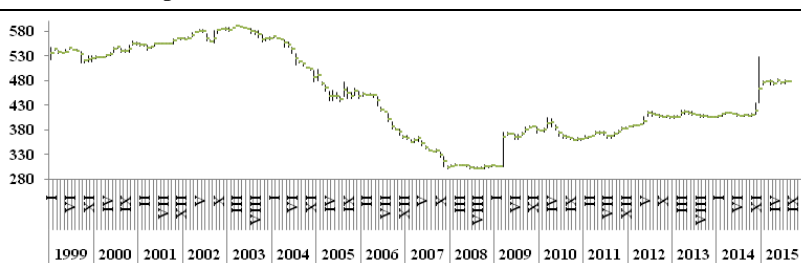
Источник: База данных Центрального банка РА – <http://www.cba.am/>

Именно в периоды кризисов наблюдается большой разброс между курсами, предлагаемыми банками страны, что говорит о недобросовестном поведении банков в периоды нестабильности на валютном рынке Армении. Интересно, что, если в случае 2009 года, ЦБ РА незамедлительно пресек такого рода действия со стороны банковской системы, то в случае 2014 года более месяца ситуация не стабилизировалась. Таким образом, неэффективная и ошибочная в некоторых аспектах политика ЦБ РА едва больше усугубила ситуацию.

Итак, как было уже сказано выше, оба валютных кризиса в Армении несли в себе последствия от влияния российской экономики на экономику Армении. Обзор основных макроэкономических показателей Армении обнаруживает тесную взаимосвязь экономики Армении с экономикой России. Достаточно упомянуть долю российских прямых инвестиций в экономику Армении, долю российского капитала в финансовой (прежде всего, в страховом и банковском секторе) системе страны, общий уровень де-

нежных трансфертов из России в Армению и многие другие факторы.

График 4.15. Динамика минимальных, максимальных и средних значений обменного курса USD/AMD на валютном рынке



Источник: База данных Центрального банка РА – <http://www.cba.am/>

Одним из самых важных факторов влияния экономики России на экономику Армению являются денежные трансферты. Объемы трансфертов непосредственно влияют на уровень доходов примерно 30–40% населения. Таким образом, ежегодные денежные переводы в Армению значительно отражаются на уровне благосостояния населения. В среднем, около 70% всех трансфертов в Армению приходится на Россию. Однако, к концу 2014 года, вследствие сложившейся ситуации их доля по отношению к валютным трансфертам сократилась примерно на 10%, что свидетельствует о значительном влиянии внешних шоков со стороны экономики РФ. Напомним, что схожая картина наблюдалась в начале 2009 года.

Важным фактором зависимости экономики Армении от России являются внешнеэкономические отношения. Достаточно значимую долю в экспорте и импорте Армении имеет Россия (Графики: 4.16 и 4.17). Безусловно, изменения на валютном рынке России отразились также на ценовой конъюнктуре экспортных позиций Армении на рынке РФ, а также на российских импортных товарах. Помимо

ценовых колебаний, которые, очевидно, снизили конкурентоспособность армянских товаров на российском рынке, снижение благосостояния населения в России не могло не отразиться на внутреннем спросе, что, безусловно, снизило спрос также на импортные товары. Многие армянские товаропроизводители приостановили свой экспорт в Россию в конце ноября, другие значительно сократили его с целью не столкнуться с проблемой возврата места на рынке.

График 4.16. Структура экспорта Армении

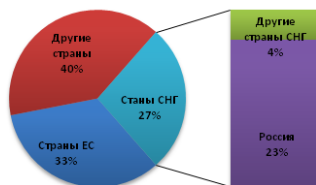
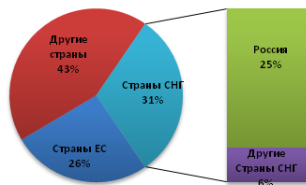


График 4.17. Структура импорта Армении



Источник: База данных Национальной статистической службы РА – www.armstat.am

Таким образом, армянские экспортеры несут двойной убыток из-за сокращения объемов экспорта, что, в результате, приведет к сокращению объемов иностранной валюты в Армению. В итоге, изменения на внутреннем рынке России имеют непосредственное влияние на экономику Армении.

Результаты событий в экономике России отразились для Армении сокращением потенциального роста, потерь по линии импорта, сокращением совокупного спроса. Усугубляющим фактором можно считать негативные ожидания со стороны населения и экспертного сообщества, что нагнетает инфляционное давление и нестабильность на валютном рынке. Таким образом, макроэкономическая нестабильность в реальном секторе Армении, вызванная экономическим кризисом в российской экономике, привела к нестабильности на денежном и валютном рынках. Такое негативное влияние, особенно, степень воздействия, было

обусловлено, в первую очередь, нерыночным характером валютной политики ЦБ РА⁵⁵, которая на сегодняшний день предполагает значительное вмешательство со стороны «денежных властей».

В связи со сложившейся ситуацией попытаемся оценить, насколько данная ситуация в РА обусловлена валютным кризисом на финансовых рынках России и в какой степени экономика Армении зависит от ситуации в России в контексте развития армяно-российских торгово-экономических отношений.

Для подтверждения выдвинутой гипотезы были использованы следующие показатели экономик РА и РФ:

– обменный курс доллара США к армянскому драму и российскому рублю;

– индексы потребительских цен;

– прямые иностранные инвестиции;

– объем международных резервов;

– денежные агрегаты M0, M2 и M2X (агрегат M1 не был рассмотрен, поскольку его начали рассчитывать в РФ с 2014г.);

– активы коммерческих банков и объем трансфертов в РА и экспорта нефти из РФ).

Временной диапазон рассматриваемых переменных охватывает ежемесячные данные за период с 2008–2014гг.

Имея временные ряды вышеперечисленных показателей, нами была рассчитана их волатильность (кроме показателей ПИИ, объемов трансфертов в РФ и экспорта нефти из РФ, изменения которых представлены в процентных изменениях), после чего был произведен анализ связи между ними при помощи корреляционного анализа.

⁵⁵ Voskanyan M., Sandoyan E., Mnacakanyan L., Barsegyan M. “Theory of Communicating Vessels”: The Problem of Currency Regulation. *Journal Transition Studies Review*. Vol 21, No 1 (2014) “Transition Studies Review”.

При расчете волатильности мы использовали ежемесячную волатильность $\sigma_{mont hly}$, которая равна произведению стандартного отклонения (σ_{SD}) процентных изменений переменных и квадратного корня из Т (1/12).

$$\sigma_{mont hly} = \sigma_{SD} \sqrt{1/12}$$

После расчета волатильности был применен корреляционный анализ для установления взаимосвязи между переменными. Общая формула корреляции между двумя переменными x и y имеет следующий вид:

$$r_{x,y} = \frac{Cov(x, y)}{\sigma_x \sigma_y}, \text{ где}$$

$r_{x,y}$ – коэффициент корреляции между переменными x и y ,
 $Cov(x, y)$ – коэффициент ковариация между переменными x и y ,

σ_x – стандартное отклонение независимой переменной x ,
 σ_y – стандартное отклонение независимой переменной y .

Результаты корреляционного анализа показывают, что существует положительная взаимосвязь между выбранными показателями, а именно: между колебаниями основных показателей денежно-кредитной политики, что, в свою очередь, отражается на финансовой системе Армении (см.: в Приложении 3).

Итак, как уже было сказано выше, за последние несколько лет валютный рынок Армении пережил как минимум два значительных кризиса. Нет смысла говорить о тяжелых последствиях валютных кризисов для реального сектора. Безусловно, резкие скачки обменного курса национальной валюты привели к нестабильности в реальном секторе и стали чреваты негативными последствиями, прежде всего, для бизнес-среды. Однако, если сопоставить два прошедших валютных кризиса, то между ними наблюдаются как схожие, так и отличительные черты.

В качестве отличительных черт следует отметить различное состояние экономики в процессе кризиса. Если на момент марта 2009г., когда произошел достаточно резкий обвал драма, экономика находилась в достаточно устойчивом состоянии, то 2014г. характеризуется снижением темпов экономического роста. Кризису 2009г. предшествовали шесть-семь лет стабильного двузначного экономического роста, которые позволили несколько увеличить общий уровень жизни в стране, стабилизировали доходы населения и реального сектора в целом; улучшились показатели развития финансового сектора, был значительно активизирован кредитный рынок и т.д. Безусловно, нельзя говорить о серьезных успехах в экономическом развитии периода до 2009 года, но, тем не менее, определенные улучшения наблюдались. Кроме того, реальный эффект от мирового финансового кризиса для Армении последовал значительно позже (например, снижение уровня денежных трансфертов, снижение и без того мизерных экспортных позиций, снижение бизнес-активности в реальном секторе и, как следствие, снижение общего уровня благосостояния и увеличение уровня бедности).

В то же время на момент конца 2014г. экономика Армении находилась в плачевном состоянии. Последние шесть лет характеризуются рецессией; низкими темпами экономического роста; высоким государственным долгом, львиную долю которого составляет внешний долг; повышением уровня бедности (на сегодняшний день, согласно официальной статистике, около 35–40% населения находятся за чертой бедности).

Таким образом, резкий обвал национальной валюты в 2009г., безусловно, негативно отразился на экономике Армении, но нельзя не отметить, что негативные последствия валютного кризиса 2014г. значительнее. Более того, учитывая одностороннюю направленность валютной политики со стороны ЦБ РА во время обоих кризисов, нельзя не от-

метить недальновидность осуществляемого регулирования по части валютной политики.

Одним из отличий валютных кризисов начала 2009г. и конца 2014г. следует признать характер, а точнее: действенность инструментов валютного регулирования со стороны ЦБ РА. Если в начале 2009г. «денежным властям» удалось стабилизировать ситуацию практически за несколько дней, то в случае кризиса 2014г. Центральный банк не только не сумел остановить обвал драма, но также позволил случиться спекулятивным операциям на рынке, инициатором которых была, прежде всего, банковская система. Таким образом, действия «денежных властей» еще больше усугубили ситуацию. Несмотря на то, что Центральный банк РА, и в том и в другом случае, прибегал практически к одной и той же стратегии удержания и стабилизации курса, в случае 2014 года он явно потерпел фиаско. Иными словами, сложившаяся ситуация требовала нового, более гибкого подхода. Действия оказались те же, а результат различный.

Тем не менее, причины валютных кризисов в Армении были заложены задолго до начала самих кризисов. С нашей точки зрения, резкие колебания на валютном рынке Армении обусловлены двумя группами факторов. К первой группе следует отнести те факторы, которые заложены как в самой экономике, так и в валютной политике Армении (эндогенные факторы). Вторая группа факторов объединяет внешние импульсы, негативно сказавшиеся на валютном рынке в отмеченные периоды (экзогенные факторы). Следует также оговориться, что, на наш взгляд, чем сильнее выражена первая группа факторов, тем сильнее будет негативный аспект второй группы факторов.

Однако рассмотрим их по отдельности.

Эндогенные факторы

Жесткость валютного регулирования

Многие исследования на предмет валютных курсов и валютных кризисов доказывают значительную связь подверженности валютных кризисов от степени жесткости валютной политики. Опыт множества стран указывает на то, что чем более жестким является валютное регулирование, тем больше экономика бывает подвержена валютным кризисам. Интересно, что плавающие валютные курсы более устойчивы к кризисам, несмотря на большую вероятность наличия различных валютных рисков.

В контексте сказанного, валютная политика в Армении может считаться классическим случаем жесткого регулирования⁵⁶, повлекшего за собой резкую волатильность в определенные периоды. Жесткое регулирование обменного курса национальной валюты можно сопоставить с эффектом пружины, которую чем больше сдерживаешь, тем с большей силой она будет отпущена. График 2 ярко характеризует активное и нерыночное вмешательство «денежных властей» в процесс формирования обменного курса драма на валютном рынке. Практически на протяжении

⁵⁶ Восканян М.А., Манукян Д.Э. Выбор валютного режима в контексте глобализации мировой финансовой системы: случай Армении // Сборник научных трудов международной конференции «Становление демократии на постсоветском пространстве: проблемы и перспективы». Ер.:ЛИНУШ, 2010. 460. СС. 236–245; Восканян М.А., Мартиросян А.К. Валютная политика в условиях армянской экономики // Сборник научных трудов «Информационные технологии и управление» (6), «Энциклопедия–Армения», Ер., 2008, 157–170; Восканян М.А. Валютная политика Армении: миф и реальность. «Евразийский экономический обзор. Eurasian Economic Review», №3/2011. СС. 98–103 (рус. яз.), 104–108 (англ. яз.); Восканян М.А. Денежно-кредитная политика ЦБ РА: 20 лет реформ. Инновационная экономика России: проблемы и пути решения. [Текст]: [в 3-х частях]: материалы Всероссийской научно-практической конференции с международным участием (Каменск-уральский, 15 ноября 2012г.) / [отзыв за вып. Н.Н. Пасмурцева]; М-во образования и науки РФ, Урал. гос. эк. ун-т. Екатеринбург: Изд-во Урал гос. экон. ун-та, 2012. Ч. 2. 271с. СС. 54–58.

всего рассматриваемого периода значение Индекса опережения обменного курса ниже единицы. При этом, заметные скачки показателя Индекса от показателя «ниже 1 до показателя выше 1» происходят именно во время резкого обесценения обменного курса драма.

Несоответствие реального и фактического обменного курса драма

Многие факторы, неоднократно, рассмотренные в наших исследованиях⁵⁷ доказывают несоответствие показателя обменного курса драма его реальной покупательной способности. Подтверждением тому являются как низкие темпы экономического роста, неизменность паритета покупательной способности, так и активные валютные интервенции на валютном рынке со стороны Центрального банка РА, а также периодическое снижение международных резервов до критического минимума.

Высокий уровень долларизации, недоверие к драму

Безусловно, высокий уровень долларизации, вызванный недоверием к национальной валюте, может считаться одним из факторов, который обуславливает валютный кризис в Армении. В условиях, когда больше 70% сбережений в финансовой системе сосредоточены в иностранной валюте (большой частью, в долларах США), очевидно, что любые резкие колебания обменного курса национальной валюты не могут не привести к панике среди населения, которая, в свою очередь, усугубляет ситуацию и приводит к еще большей волатильности курса. Вместе с тем, высокий уровень долларизации как денежного предложения, так и финансовой системы, не позволяет Центральному банку эффективно использовать инструменты стабилизации, поскольку спектр влияния монетарных органов на денежное предложение, в условиях превалирования иностранной ва-

⁵⁷ Там же.

люты в структуре денежной массы, достаточно узок⁵⁸. Поэтому единственным решением для «денежных властей» становится валютная политика, которая также ограничена запасами международных резервов. В этом смысле Армения является классическим примером такой ловушки.

Слабо развитая финансовая система

Слабое развитие финансовой системы также может считаться эндогенным фактором, который способствует возникновению валютного кризиса. В случае Армении наиболее развитым сектором финансовой системы является банковский сектор. При этом, как было сказано выше, в Армении наблюдается высокая степень долларизации сбережений, сосредоточенных в банках.

Макроэкономическая среда

Наконец, общая макроэкономическая нестабильность всегда способствует возникновению тех или иных кризисов, тем более, связанных с валютой. За последние шесть-семь лет экономика Армении значительно ослабла. По большому счету, причины такого ослабления не столько в минувшем мировом финансовом кризисе 2007–2008гг., сколько в институциональной несостоятельности в целом. Именно заложенные несовершенства рынка и системы государственного регулирования привели к рецессии, которая пошатнула общее макроэкономическое состояние экономики.

⁵⁸ 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. Сек. 4. Пространственные формы организации государственно-частного партнерства. 201с. Ст. 48–52.; Восканян М.А., Манукян Д.Э. Механизмы борьбы с долларизацией: мировой опыт и Армения. Пятая Годичная научная конференция (6–10 декабря 2010г.): Сборник научных статей: В 2ч. Ч.1. Социально-гуманитарные науки. Ер.: Изд-во РАУ, 2011. 298. СС. 158–165.

Экзогенные факторы

Безусловно, предпосылками кризиса стали именно внутренние причины, заложенные в самой экономике Армении. Однако, наряду с этим, толчком для обвала драма в обоих рассмотренных в данном исследовании случаях стали именно экзогенные факторы.

В первом случае воздействие мирового финансового кризиса отразилось на экономике Армении через кризис в России, а во втором случае локальный валютный кризис в России повлиял на волатильность армянского драма. Следует отметить, что в этом смысле Армения не является исключением, и большинство республик постсоветского пространства подверглись негативным последствиям валютного кризиса в России.

Прослеживается определенная взаимосвязь колебаний обменных курсов валютных пар USD/RUB и USD/AMD с учетом некоторого временного лага. В обоих случаях валютный кризис в РФ происходил поэтапно и на протяжении вполне ощутимого отрезка времени, тогда как в Армении происходил резкий скачок курса. Иными словами, основываясь на том факте, что армянская экономика по всем возможным параметрам находится в сильной зависимости от российской, то несложно было предвидеть сложности на валютном рынке Армении исходя из происходящего на российском. Более того, опыт 2009г. может считаться достаточно ярким уроком для «денежных властей», который следовало учесть в случае кризиса 2014г.

Выводы

Итак, даже краткий обзор факторов, обуславливающих возникновение валютных кризисов в Армении в начале 2009г. и конце 2014г., указывает на доминирование именно внутренних причин, повлекших за собой неустойчивость обменного курса драма. Если обобщить все перечисленные выше факторы (которые представляют собой

лишь краткий перечень и не охватывают всех факторов), то очевидно, что жесткое удержание обменного курса на определенной метке со стороны Центрального банка и является основной причиной возникновения валютных кризисов. Вызывает сомнение также адекватность выбранной метки обменного курса драма.

Наши исследования⁵⁹ доказывают достаточно слабую корреляцию между инфляцией и колебаниями валютного курса в Армении, что, в первую очередь, обусловлено искажениями на рынке как товаров и услуг (высокая степень монополизации мешает рыночному формированию цен), так и на валютном рынке (постоянное вмешательство ЦБ РА в валютный рынок с целью корректировки). Таким образом, использование валютной политики в качестве стабилизатора инфляционного давления лишено смысла.

⁵⁹ Voskanyan M., Sandoyan E., Mnacakanyan L., Barsegyan M. “Theory of Communicating Vessels”: The Problem of Currency Regulation. *Journal Transition Studies Review*. Vol 21, No 1 (2014) *Transition Studies Review*”

Глава V

ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ ВАЛЮТНОЙ ИНТЕГРАЦИИ В РАМКАХ ЕАЭС⁶⁰

Последние события в интеграционных процессах на евразийском пространстве указывают на неизбежность усложнения уровней интеграции между странами. Несмотря на то, что пока в ближайшей перспективе о валютной или финансовой интеграции речь не идет, тем не менее, очевидно, что эта возможность не за горами. И, учитывая всю серьезность такого шага, подготовка к финансовой интеграции должна начаться задолго до самого события.

Опуская теоретические выкладки на предмет финансовой интеграции, следует отметить, что одним из самых успешных примеров финансовой или валютной интеграции является пример Еврозоны. Однако, как показал этот опыт, многие аспекты интеграции были плохо продуманы и привели к негативным последствиям стран-участниц. Одной из ключевых ошибок стала недостаточно эффективная координация денежно-кредитных политик стран-участниц, а также отсутствие всякой координации фискальной политики. С этой точки зрения, учитывая опыт Еврозоны, представляется возможным избежать многих ошибок и построить более прочную интеграционную единицу на евразийском пространстве.

В рамках данного исследования делаются попытки оценить степень готовности стран к валютной интеграции в рам-

⁶⁰ Глава подготовлена в рамках исследования по заказу Фонда технического содействия ЕАБР по направлению: «Финансовая интеграция» и ориентированного на содействие исследованиям процессов евразийской интеграции, развитие международного сотрудничества в этой сфере.

ках евразийского пространства с точки зрения основных проблем и перспектив развития данной интеграционной ячейки.

5.1. Теоретические основы валютных интеграционных объединений

Опыт европейской интеграции свидетельствует о поступательном процессе прохождения странами-участницами интеграционного объединения определённых этапов и строгой последовательности формирования интеграционных систем от простых форм к сложным, т.е. от создания зоны свободной торговли до экономического, валютного, а затем и политического союза. В классической теории итогом экономической интеграции является валютная интеграция с последующим созданием единого экономического пространства между странами, и, в конечном счете, экономического и валютного союза – по примеру Европейского союза. Однако на практике этого зачастую не происходит.

Теоретическим фундаментом валютной интеграции стран выступает теория оптимальных валютных зон (далее ОВЗ) (Mundell, 1961; Mckinnon, 1963; Kenen, 1969).

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

Оптимальность определяется в терминах различных свойств ОВЗ – таких, как: цены и гибкость заработной платы, финансовая интеграция, мобильность факторов производства и т.д. Некоторые другие «мета»-свойства – такие, как: шоки и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики, появились позже. Совместное использование этих свойств ОВЗ снижает полезность корректировок номинального обменного курса в рамках валютной зоны, уменьшая воздействие некоторых видов шоков или содействуя их корректировке после. Страны, включенные в валютную зону, ожидают, что выгоды должны превышать затраты. Также необходимо отметить, что в процессе валютной интеграции страны теряют возможность использования валютной и денежно-кредитной политик независимо от своих партнеров для нейтрализации негативных воздействий экономических шоков.

Манделл (1961) разработал свою теорию в ответ Фридману (1953) и другим, которые выступали за гибкие обменные курсы при малой гибкости цен/заработной платы в экономике и, наоборот, фиксированные обменные курсы в тех случаях, когда заработная плата и цены являются гибкими. Манделл расширил вопрос «валютной зоны», которая не обязательно совпадает с географическими границами нации. Поэтому область единой валюты или плотно фиксированных валютных курсов является область, а не нация. Межрегиональная мобильность факторов (он обращал внимание в основном на труд) может заменить гибкость цен и заработной платы, которая, в его понимании, была ограниченной в краткосрочной перспективе. В противном случае, асимметричный шок спроса – увеличение спроса в одном регионе валютной зоны и уменьшение в другом – подрывает стабилизационную задачу монетарной и фискальной политик, так как шок приводит либо к дополнительной инфляции, либо к росту безработицы.

Манделл, однако, явно не утверждал, что ОВЗ должны характеризоваться несколько асимметричными шоками, если гибкость заработной платы, цен и мобильность факторов ограничены. В принципе, он последовал предположению Рикардо об ограниченности или отсутствии фактора мобильности между валютными зонами и полной мобильностью факторов производства в них. Но он обнаружил многие случаи, которые не соответствуют данной модели, с некоторой межрегиональной и ограниченной внутри региональной мобильностью факторов. Здесь Манделл не дает четких ответов на эти суб-оптимальные группы.

Манделл отметил четыре важных момента, которые часто игнорируются в более поздних дискуссиях. Во-первых, в связи с затратами на валютные зоны он отметил, что чем больше валютная зона, тем больше усиливается функция денег. Таким образом, существует компромисс между валютной зоной с высокой подвижностью факторов, хотя иногда очень малой, и «удобством денег», как он это называл. Это утверждение можно понять как приглашение к принятию широкой долларизации или созданию больших ОВЗ в том случае, если качество денег плохое и область их использования сильно ограничена по сравнению с преимуществами мобильности факторов. Во-вторых, он предостерег от понятия «множества небольших валютных зон». Валютные рынки могут быть слишком тонкими, и поэтому подлежат спекулятивной деятельности, которая может исказить обменные курсы. В небольших регионах денежные иллюзии работников могут быть менее выраженными, поскольку девальвация валюты вызовет немедленное увеличение заработной платы, чтобы компенсировать возросшие расходы на импортные товары. В-третьих, он упомянул семь условий эффективности гибких валютных курсов, в частности, «международная система цен является динамически устойчивой, после принятия во внимание спекулятивных требований» (Манделл 1961, 663) на

основе гибких обменных курсов; валютные риски могут быть покрыты на форвардных рынках; дебиторы и кредиторы должны быть защищены для поддержания долгосрочного движения капитала. В целом, он, казалось бы, верил в отсутствие сильных колебаний валютного курса при режиме гибкого обменного курса. В-четвертых, «валюты – это ... выражения национального суверенитета ... валютные реорганизаций были бы возможными только в тех местах, где политическая организация находится в состоянии постоянного изменения, например, в бывших колониальных областях и в Западной Европе» (Манделл 1961, 661).

Это, в сущности, предусматривает, что валютные зоны, охватывающие несколько стран, должны включать национальные государственности или слияние государств. Но является ли это необходимым условием или убедительным результатом, или же только желательным? Почему же Манделл не уделяет больше внимания этим, очевидно, важным моментам (кроме одного короткого предложения).

Позже Манделл (1973, 1997) стал ревностным представителем фиксированных валютных курсов, подчеркнув роль финансовой интеграции и выгод от сокращения премий за валютный риск, и ранним пропагандистом Европейской валютной интеграции, хотя скептики выдвигают аргументы против классической статьи Манделла. Как писал Маккиннон (2000, 6), «Он является интеллектуальным отцом для обеих сторон дебатов», в отношении обоих: малых и больших валютных зон. В более поздних работах ученый подчеркивает роль стабильной валюты, несмотря на сильное разнообразие участвующих стран; общая денежная единица может позволить распределение рисков с другими странами валютной зоны. Это может также применяться к странам Юга.

Маккиннон (1963) ввел относительность в рассуждения Манделла о мобильности факторов внутри ОВЗ. Вместо этого, он использовал открытость торговли региона

(или области) – измеренное как доля торговли в производстве – в качестве решающего критерия, что является эквивалентом размеру области. Малые страны очень открыты, большие же более интегрированы через внутренние торговые отношения и, следовательно, как правило, более закрыты для других областей. Механизм обменного курса в условиях гибкого режима обменного курса не будет работать эффективно в небольших открытых экономиках, так как инфляционные последствия периодов девальвации, которые оставляют реальную заработную плату без изменений, невозможно избежать. Следовательно, очень открытые экономики – в связи с их размерами – являются кандидатами для создания валютных зон с другими экономиками. Географическая мобильность факторов в валютной зоне необходима только, если межотраслевая мобильность в пределах региона не может работать или не является возможной. Кроме того, мобильность факторов может быть больше результатом установления единой валюты, а также данная политика может способствовать межрегиональной мобильности рабочей силы, если это будет необходимо для регулирования. По этим причинам точка зрения Маккиннона относительно ОВЗ является массивной и существенно отличается от точки зрения Манделла (1961). Вопрос о том, следует ли развивающимся или другим странам с сильно расходящимися структурами объединяться в валютные союзы со слабо развитыми открытыми экономиками или же нет, остается открытым. Этот вопрос не исключен в концепции Маккиннона.

Для Кенена (1969) не столько мобильность факторов является конститутивным для ОВЗ, а степень диверсификации структуры производства. Хорошо диверсифицированные экономики имеют меньше проблем при преодолении асимметричных шоков, поскольку проблемы могут быть усреднены, что позволяет им воспользоваться преимуществами фиксированных валютных курсов до тех пор, пока они могут

смягчать инфляционное давление по отношению к экономикам, к которым они привязаны, в основном «тщательный контроль над денежными ставками заработной платы» (Кенен 1969, 54). Можно предположить, что хорошо диверсифицированные экономики имеют схожие производственные структуры и поэтому сходятся в реальном выражении; например, производительность или доход на душу населения. Кенен одобрил Бреттон-Вудскую систему того времени с фиксированными, но потенциально регулируемые валютными курсами и призвал к использованию более гибких валютных курсов, в основном в странах с низкой степенью диверсификации производства. Последние имеют большую потребность корректировок по отношению к внешним шокам через обменные курсы.

Кенен утверждает, что несовершенная мобильность рабочей силы, в принципе, может быть компенсирована за счет региональной и фискальной политик в рамках валютной зоны. Область фискальной политики должна совпадать с областью валютной зоны. Таким образом, Кенен подчеркивает роль государства в валютной зоне. В его понимании ОВЗ, по крайней мере, косвенно – это не валютный союз с единой валютой или безвозвратно фиксированными валютными курсами, а союз, похожий на Бреттон-Вудскую систему регулируемой привязки. Концепция Кенена не только резко контрастирует с нынешней глобальной финансовой архитектурой – с плавающим валютным курсом между большими, хорошо диверсифицированными странами ОЭСР и сильной тенденцией привязки обменного курса развивающихся стран к ведущим валютам; это также противоречит точке зрения Маккиннона, поскольку хорошо диверсифицированные экономики менее открыты, чем однопродуктовые экономики, которые требуют фиксированных ставок в соответствии с Маккинноном. Можно сказать, что среди ранних теоретиков ОВЗ существуют больше явных разногласий, чем консенсусов.

После распада Бреттон-Вудской системы и с появлением плавающих валютных курсов сторонники ОВЗ на некоторое время притихли. Возрождение произошло в начале 1990-х годов параллельно с рождением Маастрихтских договоров в Европе, когда был запущен новый синтетический подход, который представляет Тавлас (1993, 1993а), (см.: также De Grauwe 2003 и несколько вкладов со стороны Masson/Taylor1993). Хотя существующие теории ОВЗ были разнообразны и противоречивы, набор критериев, вытекающих из предыдущих теорий, был причислен к новому подходу, а также был использован анализ «затраты-выгоды». Необходимость отдельной денежно-кредитной политики, направленной на решение конкретных экономических проблем, считалась несущественной. Причиной этому является то, что денежно-кредитная политика в настоящее время рассматривается как более или менее нейтральная, следуя идее политики неэффективности экономистов новой классической школы, включая вертикальную кривую Филлипса, особенно в небольших открытых экономиках.

Подход Тавласа, как новой теории ОВЗ, состоит из девяти критериев, которые должны быть измерены по отношению к друг другу: сходства темпов инфляции, мобильность факторов, открытость/размер экономики, диверсификация ассортимента продукции, гибкость цен и заработной платы и интеграция товарных рынков, фискальная интеграция, небольшая необходимость изменчивости реального валютного курса, а также политическая воля. Вероятность асимметричных шоков в этих условиях более низка. Остаются открытыми вопросы присвоения весов каждому из критериев: какие критерии необходимы, а какие только желательны и которые являются эндогенными в смысле логических результатов валютного союза. Базовым понятием является то, что крупные валютные зоны возможны, даже если они еще не полностью оптимальны, поскольку основные издержки – потеря валютного курса и денежно-кредитной политики – рассчитываются

меньше, чем считалось ранее, а польза от низкой инфляции Центрального банка с высоким уровнем доверия считается большей. Теоретической основой этой концепции является гибрид, который соединяет противоречащие друг другу подходы, принимая какие-то части от каждого подхода.

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

Кругман (1991) возвращается к более или менее раннему Манделлу. Он указывает на то, что сильная торговая интеграция между странами может противоречить предпосылке низких асимметричных шоков. Торговая интеграция имеет тенденцию приводить к региональной специализации, которая увеличивает риск асимметричных потрясений. Поэтому мобильность факторов является незаменимым критерием для ОВЗ. Кругман и Обстфельд (2003) подчеркивают экономическую интеграцию в качестве предварительного условия для страны перед присоединением к валютной зоне, которая включает торговую интеграцию, структурное сходство, мобильность факторов и фискальную интеграцию. Это явная приверженность к сравнительно небольшим ОВЗ, которые требуют, по крайней мере, некоторые элементы политического объединения.

Де Граув (2003) ставит под сомнение эффективность корректировок обменного курса, поскольку они могут быть дорогостоящими и вызвать асимметричные шоки, так что издержки от потери этого инструмента являются ниже, чем ожидалось в теориях ОВЗ первого поколения. В отли-

чие от более поздних авторов, он считает политический союз в качестве необходимого составляющего (хотя и не предусловие) валютного союза (De Grauwe 2006). Что касается Европейского валютного союза, он утверждает: «Могут возникнуть небольшие сомнения, что отсутствие политического союза является серьезной ошибкой проектирования в Европейском валютном союзе, которую придется исправлять, чтобы гарантировать долгосрочное существование Еврозоны». (De Grauwe 2006, 139).

В ходе подготовки к ЕВС в значительной степени развивалась эмпирическая литература, которая количественно определяет различные аспекты оптимальных валютных зон. Большое внимание было уделено оценке синхронизации экономических циклов для потенциальных кандидатов в ЕВС; Байомии Эйкенгрин (1992) была первой важной работой. Алесина, Баррой Тонрейро (2002), которые обобщили данную традицию для большего количества, характеризуют динамику цен, а также производства. Франкель и Роуз (1998) показали, что интенсивность торговли имеет сильное положительное влияние на синхронизацию бизнес-цикла, то есть критерии оптимальной валютной зоны совместно являются эндогенными. Если валютный союз снижает трансакционные издержки торговли и таким образом приводит к увеличению торговли, он также может, тем самым, уменьшить асимметрию бизнес-циклов.

Байомии Эйкенгрин (1998) успешно связали критерии оптимальных валютных зон (в основном, асимметрию шоков циклов деловой активности) с волатильностью обменного курса интервенциями и показали, что множество особенностей теории оптимальных валютных зон имеют место в практике даже тех стран, которые не являются членами валютных союзов.

Несколько странно, но до 2000г. мало работ было посвящено фактическому анализу валютных союзов. Это происходило, вероятно потому, что валютные союзы, которые

предшествовали ЕВС, состояли в основном из небольших и/или бедных стран, которые рассматривались как не имеющие значения для ЕВС. Но этот пробел в литературе безоговорочно разрешил экономистам сосредоточить свое внимание на издержках валютного союза, которые, как правило, имеют макроэкономический характер (в результате отсутствия национальной денежно-кредитной политики в качестве инструмента стабилизации бизнес-циклов). Как четко указывал Манделл, есть также выгоды от валютного союза, в основном микроэкономического характера. Меньшее количество денег означает более низкие транзакционные издержки торговли и, таким образом, более высокое благосостояние. Нерешенным остается вопрос о важности объемов выгод, которые вытекают из валютного союза. Существует доказательство того, что валютные союзы были связаны с увеличением объема продаж товаров, хотя его размеры значительно оспариваются. Используя данные валютных зон до создания ЕВС (например, зоны франка КФА), Роуз (2000) впервые оценил влияние валютного союза на торговлю и пришел к выводу, что это приведет к неправдоподобно высокому утраиванию торговли. Роуз и Стэнли (2005) дали количественную оценку, которая заключает, что валютные союзы увеличивают торговлю между странами на 30% и 90%. Энгел и Роуз (2002) рассмотрели другие макроэкономические аспекты валютных союзов до создания ЕВС и обнаружили, что члены валютных союзов более интегрированы, чем страны, имеющие собственные денежные средства, но менее интегрированы, чем регионы в пределах одной страны. Эдвардс и Магендзо (2003) исследовали инфляцию, рост и волатильность производства валюты стран валютного союза по отношению к другим и обнаружили, что валютные союзы имеют более низкий уровень инфляции и высокую волатильность производства по сравнению с другими странами.

Также необходимо отметить более современные работы, посвященные рассмотрению проблем валютных союзов и

их дальнейших перспектив.

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

В работе Аристотелуса и Фоунтаса (2012) представляется влияние ЕВС на притоки прямых иностранных инвестиций в 12 странах, которые приняли *евро* в качестве своей национальной валюты. В своем анализе они использовали данные из 22 стран ОЭСР с 1973 по 2006гг. Они пришли к следующим выводам: во-первых, общий эффект ЕВС на потоки ПИИ в Еврозону являются положительными и статистически значимыми. Этот результат является устойчивым относительно различных методологий оценки и периодов. Во-вторых, результаты анализа предполагают, что влияние ЕВС на потоки прямых иностранных инвестиций различаются в разных странах Еврозоны. В частности, они показывают, что влияние ЕВС на внутренний приток ПИИ было положительным и значительным в основном в странах Еврозоны, которые находятся в центре валютного союза, и отрицательным или смешанным – в странах, которые находятся на ее периферии.

Также большой интерес представляет работа Анны Лепинской и Леопольда вон Хаддена (2012), в которой изучена гипотеза фискальной девальвации в модели валютного союза, характеризованная национальной налогово-бюджетной

политикой и наднациональной денежно-кредитной политикой. В исследовании они рассмотрели модель валютного союза, состоящего из двух стран, для обсуждения монетарных и фискальных взаимодействий между странами, являющимися членами валютного союза, в ответ на одностороннюю реформу фискальной девальвации в одной из стран. В работе изучаются условия, при которых такая политика, подразумевающая переход налоговой структуры от прямых к косвенным налогам, является эффективной как в краткосрочной перспективе, так и в долгосрочной. По их мнению, долгосрочное воздействие в значительной степени зависит от степени финансовой интеграции между двумя странами. Краткосрочное воздействие может в значительной степени зависеть от поведения общесоюзной денежно-кредитной политики, возможных ожиданий фискальной реформы и, наконец, гибкости рынка труда. Количественно данный анализ показал, что, пока нет полной финансовой интеграции между странами-членами, внешние эффекты будут такими же незначительными, как количественное воздействие от смены налоговой структуры на закрытую экономику.

Еще одним важным вопросом, относительно валютных зон, является их стабильность. Конофари, Марини и Пиерсанти (2012) предложили новый метод оценки уязвимости к кризисам для стран, использующих жесткую привязку в качестве режима валютного курса (такие, как: валютные союзы, валютные советы и полная долларизация), где традиционные индексы давления валютных рынков неприменимы. Они использовали простую модель валютных кризисов для получения индекса стабильности, которая строится на анализе «затраты-выгоды». Модель подразумевает, что режимы жесткой привязки жизнеспособны, когда индикаторы, основанные на взаимосвязи теневого валютного курса и объема производства, показывают способность стран-членов оставаться в режиме жесткой привязки. Это возможно до тех пор, пока разница между из-

держками, когда мы сохраняем режим жесткой привязки относительно выгод, не преувеличивает критическое значение. Данный индикатор является мощной альтернативой существующим предупреждающим механизмам, поскольку он позволяет проводить продолжительный мониторинг издержек и выгод при сохранении режима жесткой привязки для каждой из стран-участниц.

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

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

5.2. Макроэкономическая сбалансированность, фискальная и монетарная политика в странах ЕАЭС

Опыт Еврозоны доказал, что валютное интеграционное объединение может нести в себе серьезные угрозы для экономик, входящих в состав валютного союза. При этом лишение монетарного регулирования приводит к серьезным кризисным последствиям, в особенности в случае не-

развитости экономик. Пример Греции и некоторых других государств Еврозоны показал, что вход в валютную зону может быть чреват негативными последствиями.

Вместе с тем, на фоне современных тенденций в мировой финансовой системе, явной концентрации капитала в одной валюте, резких колебаний фондовых рынков, нестабильности денежных систем даже наиболее развитых экономик, возникает необходимость объединения в региональные валюты с целью усиления позиций денежных систем на мировой финансовой арене.

Интеграционные процессы в странах постсоветского пространства позволяют предвидеть формирование валютного союза в среднесрочной перспективе. При этом макроэкономическая готовность ставится под сомнение, по крайней мере, в настоящее время. С этой целью, в данном разделе исследования был сделан обзор макроэкономических показателей в странах ЕАЭС, с целью оценить сбалансированность экономик данных стран, в первую очередь, с точки зрения фискального и монетарного баланса.

График 5.1. ВВП и ВВП на душу населения

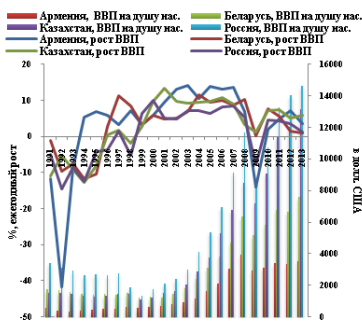
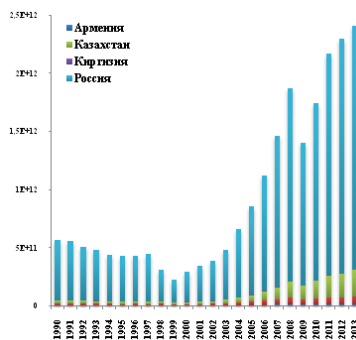


График 5.2. Доля стран в ВВП ЕАЭС



Источник: World Bank: World Development Indicators 2015 (WDI):
<http://www.worldbank.org>

Как мы можем видеть на Графиках 5.1 и 5.2, страны, входящие в ЕАЭС, развиваются достаточно неоднородно. Причем разница ощутима не только в размерах экономик (явным лидером в данном союзе выступает Россия), но также и экономических циклах.

Ключевым фактором такой неоднородности экономических циклов является разнородность структуры экономик и моделей развития. Если Россия и Казахстан в большей степени имеют ресурсно-ориентированные экономики, то Беларусь и Армения развиваются по другому сценарию. Не лишним здесь будет упомянуть опыт Еврозоны, где также выделяются явные лидеры (в частности, Германия, где локомотивом экономики является сфера промышленности), и страны, которые явно отстают по основным показателям от лидеров (например, Греция, где доминантом в структуре ВВП выступает сфера услуг). Одной из основных причин проблем, возникших впоследствии в Греции, являлось несоответствие монетарной политики в Еврозоне внутренним интересам экономики Греции, усугубленной слабым фискальным инструментарием – иными словами: несостоятельностью макроэкономической политики Греции самостоятельно противостоять внутренним и внешним шокам экономики. В результате, такая ситуация не только повлияла на макроэкономическую стабильность одной страны, но отразилось на всех странах, входящих в валютный союз и, в целом, на *евро*, как валюту. Такой риск нельзя не учитывать при создании валютных зон в будущем, в частности, на территории евразийского пространства.

Безусловно, помимо ВВП, ключевыми показателями, сбалансированность которых важна с точки зрения создания валютных зон, является внешнеэкономическая деятельность стран. В рамках данного исследования, прежде всего, была дана оценка экспортно-импортным позициям стран ЕАЭС. Как мы можем видеть на Графиках 5.3 и 5.4,

Россия опять же в серьезном отрыве от остальных стран лидирует по показателям экспорта и импорта.

График 5.3. Экспорт, в млрд. долл. и в % от ВВП

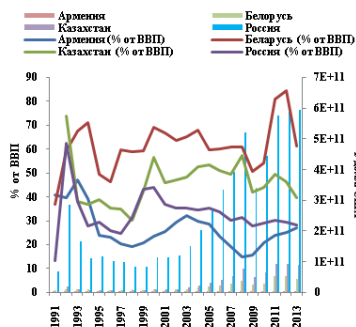
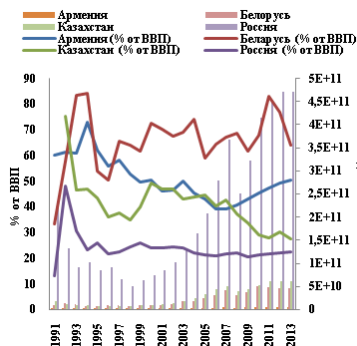


График 5.4. Импорт, в млрд. долл. и в % от ВВП



Источник: World Bank: World Development Indicators 2015 (WDI): <http://www.worldbank.org>

Отметим, что по доле экспорта в ВВП Белоруссия опережает все три страны. Структура экспорта Белоруссии в основном состоит из 33% сельскохозяйственной продукции плюс продуктов питания, 15,2% – транспортных средств⁶¹. За Белоруссией по объему экспорта в ВВП следует Казахстан, далее Россия и Армения. Тем не менее, рассматривая долевое участие стран ЕАЭС в общем экспорте и импорте интеграционного объединения, можно выделить лидерство России по показателям внешнеэкономической деятельности.

Здесь ключевым камнем преткновения становится именно разнородность внешнеэкономической политики стран ЕАЭС. Если учитывать тот факт, что валютная политика в валютной зоне ЕАЭС будет направлена на интересы, прежде всего, лидирующих по ВВП и экономическому

⁶¹ Официальный сайт Министерства Экономического Развития Российской Федерации: www.ved.gov.ru

росту государств (прежде всего, Россия), то очевидно, что как монетарная, так и валютная политика будут направлены на стимулирование экспорта. При этом, могут пострадать интересы импорт-ориентированных стран, в частности Армении.

График 5.5. Доля стран ЕАЭС в экспорте, в млрд. долл. США

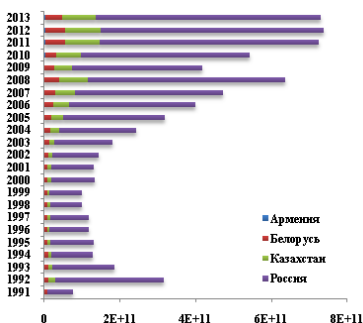
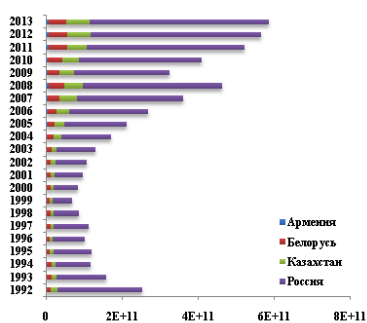


График 5.6. Доля стран ЕАЭС в импорте, в млрд. долл. США



Источник: World Bank: World Development Indicators 2015 (WDI): <http://www.worldbank.org>

График 5.7. Взаимная торговля стран ЕАЭС, экспорт, млн. долл. США



График 5.8. Взаимная торговля стран ЕАЭС, импорт, млн. долл. США



Источник: <http://www.eurasiancommission.org/ru>

С другой стороны, рассматривая удельный вес взаимной торговли между странами ЕАЭС в общем объеме внешней торговли, можно прийти к выводу, что за период существования ЕАЭС пока не достигнут высокий уровень взаимной торговли.

При этом, основным доминирующим игроком во внешнеторговой деятельности ЕАЭС является Россия, большая доля всех экспортно-импортных операций приходится именно на РФ.

График 5.9. Средняя ставка налогообложения, %, 2005 – 2014гг.

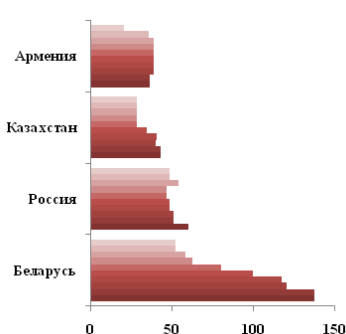
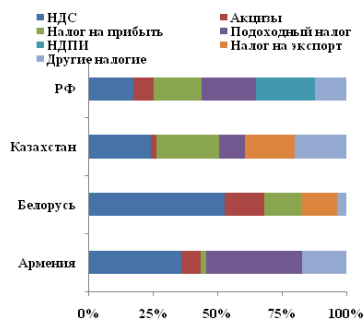


График 5.10. Структура налоговых доходов в бюджетах стран ЕАЭС, 2015 г.



Источник: World Bank: World Development Indicators 2015 (WDI): <http://www.world-bank.org>

Источник: www.armstat.am;
www.minfin.gov.kz;
www_minfin.gov.by;
www.nalog.ru

Очевидно, что экономические циклы стран ЕАЭС не совсем совпадают, то же можно сказать и о структуре экономик. Вместе с тем, опять же возвращаясь к опыту Еврозоны, одним из доминирующих факторов внутренних шоков в данном валютном объединении является разнородность фискальных политик. Отметим, что именно экономические циклы и их динамика определяют направленность фискального регулирования. Этим можно объяснить разнородность фис-

кальных политик стран ЕАЭС. При этом, серьезные различия наблюдаются как в ставках, налоговом бремени, так и структуре налоговых доходов (см.: Графики 5.9–5.10).

Вместе с тем, большую угрозу, с точки зрения возможных кризисов в валютном союзе, представляет собой состояние государственных бюджетов. При ближайшем рассмотрении бюджетного дефицита и государственного долга в странах ЕАЭС становится ясно, что высокие значения по обоим показателям могут стать серьезным препятствием на пути валютной зоны на евразийском пространстве (см.: Графики 5.11–5.12).

Таким образом, с макроэкономической и фискальной точки зрения страны ЕАЭС пока не совсем готовы к созданию валютной зоны. Вместе с тем, более важное значение в формировании валютного союза имеет сбалансированность монетарного регулирования. В этой связи рассмотрим денежно-кредитную политику стран ЕАЭС с точки зрения возможного объединения в валютную зону.

График 5.11. Государственный долг, % от ВВП

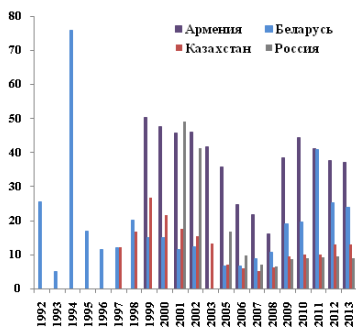
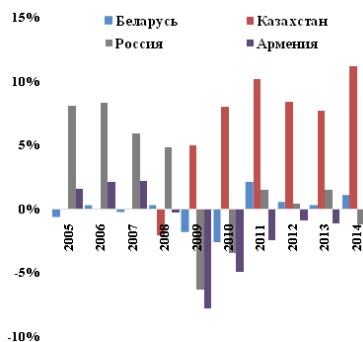


График 5.12. Дефицит/профицит государственного бюджета, % от ВВП



Источник: Статистическая служба Евразийской экономической комиссии http://eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/finstat/Pages/gos_fin.aspx

В качестве оценки ключевых факторов монетарной координации стран евразийского пространства нами были взяты некоторые показатели, схожесть которых позволит усилить интеграционную единицу и, наоборот, большие отклонения от средних показателей по странам станут серьезной помехой на пути успешной валютной интеграции.

Таблица 5.1. **Денежно-кредитная и валютная политика в странах ЕАЭС**

	Режим ДКП	Валютный режим
Армения	Таргетирование инфляции (Inflation targeting framework)	Плавающий курс (Floating)
Беларусь	Фиксирование валютного курса (Exchange rate anchor)	Режим стабилизированного курса (Stabilised arrangement)
Казахстан	Фиксирование валютного курса (Exchange rate anchor)	Режим с возможностью корректировки курса (Crawl-like arrangement)
Россия	Неопределено (Includes countries that have no explicitly stated nominal anchor, but rather monitor various indicators in conducting monetary policy)	Режим управляемого курса (Other managed arrangement)
Киргизия	Неопределено (Includes countries that have no explicitly stated nominal anchor, but rather monitor various indicators in conducting monetary policy)	Прочие режимы управляемого курса (Other managed arrangement)
Таджикистан	Таргетирование денежных агрегатов (Monetary aggregate target)	Режим стабилизированного курса (Stabilised arrangement)
Узбекистан	Таргетирование денежных агрегатов (Monetary aggregate target)	Фиксированный курс с возможностью корректировки (Crawling peg)

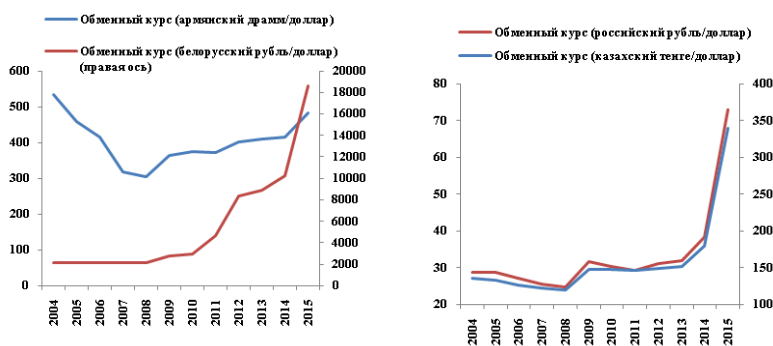
Источник: составлено автором на основе данным МВФ (www.if.org)

Прежде всего, обратимся к режимам монетарной и валютной политики стран евразийского интеграционного пространства. Нами были рассмотрены как страны, входящие на данный момент в данное интеграционное объединение, так и страны, потенциально входящие в этот состав. Как мы можем видеть из Таблицы 5.1, единства денежно-кредитного регулирования однозначно нет. При этом важно будет отметить, что выбор режима денежно-кредитного регулирования обусловлен факторами макроэкономического развития страны, степени развития финансового сектора, имеющимися у Центрального банка инструментами и множеством других не менее значимых факторов, которые в совокупности определяют эффективность проводи-

мой монетарной политики. Таким образом, разнотой в проводимой странами денежно-кредитной политики, говорит, в первую очередь, о разнородности рассматриваемых экономик, что, в свою очередь, может стать препятствием на пути эффективной интеграции.

Что касается валютного регулирования, то здесь можно найти больше единства. За исключением Армении, все остальные страны, так или иначе, регулируют валютный курс. Впрочем, де-факто, это делают все Центральные Банки рассматриваемых стран, что, в свою очередь, означает более высокую вероятность успешной адаптации к единой валюте стран-участниц. Вместе с тем, следует учесть также то, что среди рассматриваемых стран очевидным лидером по экономическому развитию, а также имеющихся ресурсов, является Россия.

График 5.13. **Обменные курсы национальных денежных единиц стран ЕАЭС**



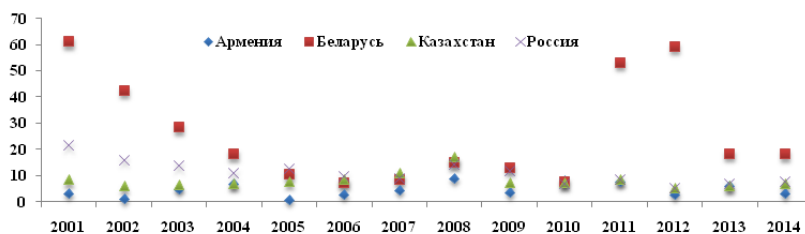
Источник: World Bank: World Development Indicators 2015 (WDI): <http://www.worldbank.org/data>

Однако, с точки зрения, скажем, экономических циклов ответных действий Центральных Банков на внутренние или внешние шоки остальные страны-участницы сильно отличаются от России. Исключением можно считать

Казахстан. Но опять же нельзя говорить об эффективной координации денежно-кредитных политик этих стран. При этом, рассматривая волатильность обменных курсов национальных денежных единиц стран-участниц, можно сказать, что единства отнюдь не наблюдается. Наиболее ярко выделяется Россия и Армения, где колебания курса характеризуются резкими скачками и нестабильностью.

Ключевым показателем эффективности денежно-кредитного регулирования считается уровень инфляции. В данном случае был взят за основу показатель Индекса потребительских цен, поскольку большинством центральных банков мира именно этот показатель берется за основной таргет. Рассматриваемые страны не являются в этом смысле исключением. Как мы можем видеть, несмотря на достаточно сильный разброс в начале рассматриваемого промежутка времени, начиная с 2005 года, странам удалось стабилизировать уровень цен и все значения приближаются к схожим показателям (см.: График 5.14). Исключением является Беларусь, которая по сей день страдает от гиперинфляции, что, безусловно, снижает ее шансы на эффективную валютную интеграцию с другими странами-участницами.

График 5.14. ИПЦ, ежегодно, %



Источник: <http://www.nationalbank.kz>; <https://www.cba.am/>;
<http://www.nbrb.by/>; <http://www.cbr.ru>;

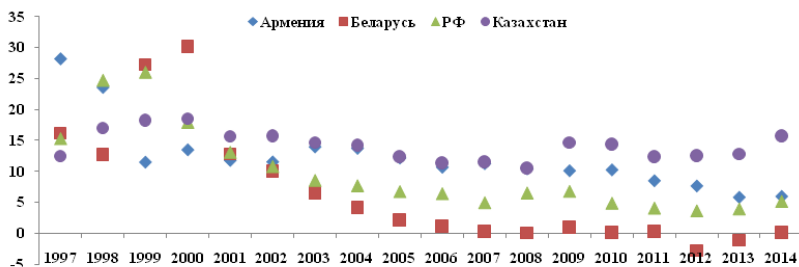
Средний показатель уровня ИПЦ в странах-участницах, по состоянию на 2013 год составил 7,9%, а без участия Бела-

руси – 6,1%. Схожий уровень цен является однозначно положительным фактором в интеграционных процессах. Однако здесь следует также учесть общий уровень жизни, средние и минимальные зарплаты, ВВП на душу населения и другие показатели уровня благосостояния. В таком ракурсе близкие показатели уровня цен не отражают полной картины.

В этой связи следует рассмотреть также и основной инструментарий Центральных банков: чем более они будут развиты, тем больше шансов на успешную интеграцию в монетарной и финансовой сфере.

С точки зрения поддержания стабильности денежного предложения и национальной валюты большое значение имеют международные резервы стран. Здесь выделяются явные лидеры – Россия и Казахстан⁶². Остальные страны обладают лишь критической массой международных резервов, что впоследствии не позволит этим странам успешно реагировать на возможные коллапсы на валютных рынках, вызванные как внутренними, так и внешними шоками.

График 5.15. Спрэд процентных ставок, %



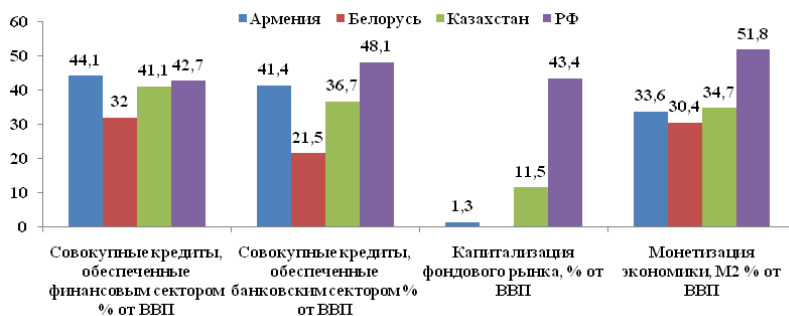
Источник: World Bank: World Development Indicators 2015 (WDI): <http://www.worldbank.org>; НБК: <http://www.nationalbank.kz/>

⁶² Примечание: для аналитики были взяты данные официальных сайтов центральных банков стран: <http://www.nationalbank.kz/>; <https://www.cba.am/>; <http://www.nbrb.by/>; <http://www.cbr.ru/>; http://www.nbkr.kg

Другим, не менее важным инструментом Центральных Банков, считается учетная ставка. Здесь также не наблюдается схожих показателей⁶³. Значительный разброс в учетной политике Центральных Банков говорит о значительной разнице в осуществлении самой денежно-кредитной политики, что, в свою очередь, подтверждает тезис о том, что развитие экономики стран-участниц существенно разнится.

Высокий уровень спреда процентных ставок также не говорит в пользу успешной валютной интеграции (см.: График 5.15). Здесь следует указать на необходимость кардинальных мер по развитию финансового сектора стран, а также достижению макроэкономической стабильности экономик, что позволит снизить высокие показатели спреда процентных ставок, а также будет способствовать более эффективному развитию реального сектора.

График 5.16. Показатели развития финансового сектора в % от ВВП (2012г.)



Источник: World Bank: World Development Indicators 2015 (WDI):
<http://www.worldbank.org/data>

⁶³ Примечание: для аналитики были взяты данные официальных сайтов центральных банков стран: <http://www.nationalbank.kz>; <https://www.cba.am/>; <http://www.nbrb.by/>; <http://www.cbr.ru>; <http://www.cbu.uz>, <http://www.nbt.tj>, <http://www.nbkr.kg>.

В пользу этого аргумента говорят также рассмотренные в исследовании показатели развития финансового сектора. По уровню капитализации рынка лидером выступает Россия, на втором месте – Казахстан. Остальные страны либо отличаются низкими показателями, либо вообще отсутствием статистики.

Однако по уровню монетизации страны показывают явную положительную тенденцию роста. С точки зрения монетарного регулирования это является обнадеживающим фактором, учитывая то, что операции на открытом рынке ценных бумаг на сегодня являются наиболее эффективным инструментарием монетарного регулирования. Другие показатели развития финансового сектора также указывают на некоторые продвижения в области развития институтов финансового посредничества. Однако среди стран опять же наблюдается большой разброс между уровнями развития финансового сектора, что не может свидетельствовать в пользу монетарной координации между странами-участницами.

График 5.17. **Индикаторы стабильности финансовых систем, 2014г.**



График 5.18. **Индикаторы размера финансовых систем, 2014г.**



Источник: <http://www.weforum.org/reports/global-competitiveness-report-2014-2015>.

Все перечисленное требует более детального и более внимательного рассмотрения с целью нивелирования потенциальных рисков при возможной валютной и финансовой интеграции на евразийском пространстве. Более того, настоящая картина не позволяет говорить об успешной валютной интеграции в ближайшее время.

5.3. Оценка перспектив валютной интеграции в странах ЕАЭС: альтернативный подход

Обзор макроэкономической политики стран ЕАЭС показал, что на сегодняшний день существует множество проблем, которые могут стать серьезным препятствием для создания эффективного валютного союза.

Различными авторами современной науки сделана попытка оценить готовность стран евразийского пространства к созданию валютной зоны (см., например: Дробышевский С.М., Полевой Д.И. (2004), (2009); Кнобель А.Ю., Миронов А.К. (2015); Котляров Н.Н., Алексеев П.В. (2014)). При этом за основу анализа были взяты основные критерии теории оптимальной валютной зоны, которые предлагает Мандель и его последователи. Практически все авторы, так или иначе, приходят к выводу, что на данный момент страны ЕАЭС, в частности и страны СНГ, не готовы с экономической точки зрения к формированию валютного союза. Отметим, что рассмотренные исследования были проведены в различные временные промежутки: как до кризиса 2008-го года, так и после. Однако выводы, при этом, практически идентичные.

С целью не дублировать исследования и результаты рассмотренных авторов в рамках данного исследования проведена попытка обратиться к вопросу о создании валютной зоны в странах ЕАЭС несколько под иным ракурсом.

За основу предложенного подхода была взята следующая гипотеза. Все проведенные ранее исследования на предмет создания валютной зоны на евразийском пространстве исходят из предположения, что имеют дело с рыноч-

ными экономикami. Все авторы брали за основу теории западных школ, которые, в свою очередь, базируются на постулатах рыночной экономики. Однако давно уже очевидно, что страны с переходной экономикой не подчиняются некоторым, если не сказать большинству, законов рыночной экономики. Искажения, которые наблюдаются в странах с переходной экономикой – такие, как, например: высокая концентрация рынка, неэффективное государственное регулирование, институциональная несостоятельность в результате не позволяют составить объективную картину о макроэкономической сбалансированности экономик. Не говоря уже о несовершенстве статистических данных, на которые, собственно, и опирается любая аналитика.

По этой причине, в данной работе были выделены некоторые особенности развития экономик стран ЕАЭС, только при нивелировании которых можно будет судить о возможностях создания единой валютной зоны на территории евразийского экономического пространства.

Инфляция и монополизация рынка

Большинство авторов работ, посвященных валютным зонам, выделяют в качестве наиболее важного аспекта сходство уровня инфляции в странах-участницах валютного союза. Выше, нами уже была рассмотрена динамика уровня цен в странах ЕАЭС. Анализ показал, что, за исключением Белоруссии, остальные страны демонстрируют достаточно схожий уровень инфляции.

Тем не менее, когда мы говорим об эффективности денежно-кредитного регулирования, мы, прежде всего, подразумеваем рыночный характер формирования ценовой конъюнктуры в экономике. Не секрет, что все страны ЕАЭС страдают достаточно высокой степенью концентрации рынка (см.: Таблица 5.2). Этот факт, в свою очередь, не может не отражаться на эффективности монетарного регулирования. Иными словами, если уровень цен, волатильность инфляции и вообще общие тенденции инфляционного фона зависят в,

большей степени, от монополизации рынка, а не от монетарного регулирования, очевидно, что брать за основу показатели инфляции в странах ЕАЭС в качестве будущей базы для создания валютной зоны, как минимум, рискованно.

Таблица 5.2. Некоторые показатели эффективности рынков стран ЕАЭС

	Goods market efficiency (Эффективность рынка товаров и услуг)	Intensity of local competition (Интенсивность внутренней конкуренции)	Extent of market dominance (Степень доминирования на рынке)	Effectiveness of anti-monopoly policy (Эффективность антимонопольной политики)	Prevalence of trade barriers (Торговые барьеры)
Армения	4,4	4,9	3,5	3,6	4,3
Россия	4,1	5	3,7	3,7	4
Казахстан	4,5	4,6	3,8	3,8	4,4

Источник: The Global Competitiveness Report 2014–2015

Таким образом, прежде чем говорить о согласованной денежно-кредитной политике в странах ЕАЭС и дальнейшем создании валютной зоны, необходимо разрешить институциональные проблемы в монетарном регулировании.

Внешнеэкономическая деятельность

Значительной проблемой евразийской интеграции является небольшая степень диверсификации импорта и экспорта товаров, то есть, по сути, потребления и производства, при этом, наиболее концентрированы (и в минимальной степени диверсифицированы) импорт и экспорт таких государств, как: Туркмения, Казахстан и Азербайджан. Судя по усредненным значениям индекса концентрации⁶⁴ за 2005–2014гг., большинство государств – членов ЕЭП, СНГ и ЕАЭС уступают по степени диверсификации внешней торговли как странам с переходной экономи-

⁶⁴ Индекс концентрации экспорта и импорта товаров рассчитывается Конференцией ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД) по методологии индекса Герфиндаля–Хиршмана на ежегодной основе и обратно пропорционален степени диверсификации экспорта и импорта товаров.

кой, так и США и Еврoзоне. Причиной низкой степени диверсификации внешней торговли государств региона СНГ/ЕАЭС является небольшая конкурентоспособность продукции обрабатывающих отраслей индустрии и, соответственно, присутствие экспортно-сырьевой модели формирования национальных экономик. Так, часть металлов, минеральных продуктов, драгоценных камней и изделий из них в экспорте Казахстана в 2011г. достигла 90,8%⁶⁵, в экспорте России – 81,4%⁶⁶, в экспорте Таджикистана – 64,4%⁶⁷, в экспорте Киргизии – 58,1%⁶⁸. Для Белоруссии сырьевая направленность экспорта характерна в минимальной степени среди всех государств ЕАЭС, хотя и у нее часть минеральных продуктов, металлов и изделий из них в общем объеме экспорта в 2011г. составила 41,5%⁶⁹. Такая ситуация не может благотворно сказываться на эффективности валютного союза в странах ЕАЭС.

Валютная политика и эластичность к внешним шокам

Одним из ключевых факторов успеха валютного союза считается эффективная валютная политика, основанная на принципах плавающего курса. Однако, как показывает опыт, развивающиеся страны редко строго придерживаются принципов плавающего обменного курса национальной валюты. При этом вмешательство бывает зачастую довольно грубым и губительным для рыночных механизмов экономики. Иными словами, валютная политика, де-юре и де-факто, в переходных экономиках довольно часто различается.

⁶⁵ Агентство Республики Казахстан по статистике; <http://www.stat.kz>.

⁶⁶ Росстат; <http://www.gks.ru>.

⁶⁷ Министерство иностранных дел Республики Таджикистан;
<http://www.mfa.tj>.

⁶⁸ Национальный статистический комитет Кыргызской Республики;
<http://www.stat.kg>.

⁶⁹ Национальный статистический комитет Республики Беларусь;
<http://www.belstat.gov.by>.

В этой связи, в рамках данного исследования была дана оценка валютной политике стран ЕАЭС с точки зрения соответствия де-факто и де-юре проводимых валютных политик.

Одним из индикаторов вмешательства ЦБ в валютный рынок является так называемый «Индекс опережения». В Таблице 4 рассмотрены рассчитанные в рамках данного исследования Индексы опережения в странах ЕАЭС. Там, где значение индекса больше единицы, означает, что рост инфляции опережает рост валютного курса и, параллельно, что ЦБ относительно не вмешивается в установление валютного курса. В обратном случае, когда индекс опережения превышает 1, означает, что рост валютного курса (в данном случае его обесценение) опережает рост инфляции и, соответственно, означает активное вмешательство.

Таблица 5.3. **Индекс опережения валютного курса в странах ЕАЭС.**

Валютный режим		2009	2010	2011	2012	2013
Армения	Режим с возможностью корректировки курса (Crawl-like arrangement)	1.1	1.0	0.9	1.1	1.0
Россия	Режим управляемого курса (Other managed arrangement)	1.27	0.95	0.96	1.05	1.03
Беларусь	Режим с возможностью корректировки курса (Crawl-like arrangement)	0.78	0.94	0.65	0.7	0.95
Казахстан	Режим с возможностью корректировки курса (Crawl-like arrangement)	1.0	1.0	0.9	0.9	1.2

На примере Армении, если рассмотреть период с 2009 по 2013гг. и сравнить результаты, полученные при расчете индекса опережающих цен с результатами кластерного анализа, то можно сказать, что с 2009–2010гг. наблюдалось активное вмешательство, о чем свидетельствует и показатель “Interm” в кластерном анализе. С 2010 по 2012гг. наблюдалось сокращение интервенции на валютном рынке, а в результатах кластерного анализа этому периоду соответствует

показатель “Float”. И, наконец, в 2013г. опять наблюдается вмешательство монетарных властей.

В результате регрессионного анализа, который был проведен на основании модели кривой Филлипса, предложенной Kamín (1996), мы узнали, что в странах, имеющих тенденцию к фиксации валютного курса, взаимосвязь между изменениями номинального и реального валютных курсов и инфляций выше, чем в странах, использующих другие режимы валютного курса. К этим странам относятся и Армении.

Окончательное уравнение будет иметь следующий вид:

$$\Delta p_t = -\alpha\lambda\Psi + \lambda rer_{t-1} + \alpha\lambda\varepsilon(a' - \bar{q}_H)_{t-1} + (1 - \alpha)\Delta p_{F_t}^* + (1 - \alpha)\Delta e_t + \beta\Delta p_{t-1}$$

Необходимо обратить внимание на тот факт, что данное уравнение является более общим и представляет собой обычную кривую Филлипса для открытой экономики в случаях, когда коэффициенты Δe , Δp^* и rer модель сходятся к кривой Филлипса. Помимо этого, аналогично кривой Филлипса при адаптивных ожиданиях можно показать, что, обеспечив сумму коэффициентов Δp -и Δe единице, в долгосрочной перспективе не наблюдается компромиссов между уровнем реального обменного курса и уровнем инфляции.

Как попытка удержать безработицу ниже ее естественного уровня может вызвать непрерывный рост инфляции в обычной модели кривой Филлипса, так и попытка удержать реальный обменный курс более обесцененным, чем его уровень рыночного равновесия для заданного разрыва ВВП – приводят к все возрастающей инфляции в этих расширенных рамках⁷⁰.

⁷⁰ Adams, Charles, and Daniel Gros (1986): “The Consequences of Real Exchange Rate Rules for Inflation: Some Illustrative Examples”. IMF Staff Papers, Vol. 33. PP. 439–76.

Исследование основано на ежегодных данных за период с 1990 по 2013г. в зависимости от наличия. Данные были взяты из базы данных BIS. Используемые переменные включают:

P – ИПЦ на конец года;

E – Номинальный эффективный валютный курс на конец года (увеличение данного показателя обозначает обесценение);

RER – Реальный эффективный валютный курс (скорректированный на ИПЦ) на конец года (увеличение данного показателя обозначает обесценение);

P* – средняя иностранных ИПЦ на конец года;

YGAP – логарифм соотношения реального ВВП к потенциальному ВВП. Потенциальный ВВП рассчитывается при помощи применения HP фильтра к реальному ВВП.

Для получения оценки взаимосвязи между вышеуказанными переменными и уровнем инфляции с помощью полученной регрессии был использован метод наименьших квадратов (МНК).

Таблица 5.4. Результаты регрессии ($\Delta \log(P)$ – зависимая величина)

	Kazakhstan	Armenia	Belarus	Russia
$\Delta \log(P)_{-1}$	0,32	0,26	0,13	0,7
$\Delta \log(P^*)$	0,51	0,89	0,53	0,8
$\Delta \log(E)$	0,4	0,5	0,2	0,47
$\log(RER)_{-1}$	0,07	0,46	0,4	0,2
$YGAP_{-1}$	0,3	0,3	0,05	0,4
R ²	0,56	0,66	0,56	0,71

Сперва обратим внимание на то, что в уравнении, составленном для всех стран, все установленные коэффициенты статистически значимы и отличаются от нуля. Рост внешней инфляции приводит к пропорциональному увеличению внутренних цен. Что же касается обесценения номинального эффективного обменного курса и разрыва ВВП, то они также являются факторами, влияющими на инфляционные процессы⁷¹.

⁷¹ Kamin, Steven B. (1996): “Real Exchange Rates and Inflation in Exchange-Rate Based Stabilizations: An Empirical Examination”. Board of

Коэффициенты лагированных зависимых переменных относительно низки, указывая на то, что свидетельствует о довольно низком уровне устойчивости инфляции, это может частично быть причиной того, что для анализа были использованы ежегодные данные, тем самым, точность оценки динамики, по сравнению, с оценками, полученными при использовании данных, имеющих более высокую частоту. Наконец, коэффициент уровня логарифмированного реального эффективного валютного курса имеет высокое значение: обесценение реального валютного курса при неизменности всех других показателей, включая уровень обесценения номинального валютного курса, приводит к более высокому уровню инфляции.

Получив оценки для группы рассматриваемых стран, с учетом результатов, полученных нами после проведения кластерного анализа, мы, используя их, можем сделать выводы относительно степени взаимосвязи между изменениями валютного курса и инфляции в странах, применяющих определенный режим валютного курса. В частности, необходимо отметить, что коэффициенты обесценения реального и номинального валютных курсов более высоки в странах, склонных к применению фиксированного валютного курса. Это означает, что, чем выше данные коэффициенты, тем больше вероятность того, что обесценение валютного курса приведет к инфляции, по сравнению со странами, использующими валютную привязку, грязное плавание или же свободное плавание.

Однако данные коэффициенты также высоки в России, несмотря на то, что, согласно нашим результатам там применится свободно плавающий валютный курс. Это означает, что, несмотря на результаты, которые были получены при кластерном анализе, данные страны активно

вмешиваются в процесс установления валютного курса. В странах, которые используют валютную привязку или «грязное» плавание, один из данных коэффициентов является высоким (как правило, номинальный валютный курс). Что же касается стран, в которых применяется свободное плавание, как правило, данные показатели, по сравнению с другими странами, довольно низкие.

В случае Казахстана необходимо отметить, что, в отличие от других показателей, реальный валютный курс имеет небольшое влияние на потребительские цены ($\text{Log(RER)}_{-1}=0.07$), в то время, как все остальные показатели имеют более значительное влияние. Также необходимо подчеркнуть значение $R^2=0.56$, которое означает, что данная модель в среднем применима для данной экономики и может быть использована для описания взаимного влияния всех факторов.

В Армении фактор реального валютного курса имеет высокое значение, в отличие от других рассматриваемых стран, а также очень высокое значение имеет фактор импортных цен, который, в свою очередь, влияет на формирование потребительских цен (поскольку большая часть товаров конечного потребления импортируется в страну). В случае Армении $R^2=0.66$ более реалистична для описания взаимосвязи показателей.

В Беларуси фактор влияния валютного курса также высок, аналогичное можно сказать про фактор импортных цен. Как и в случае Казахстана значение $R^2=0.56$, что также означает, что данная модель в среднем применима для данной экономики и может быть использована для описания взаимного влияния всех факторов.

Рассматривая Россию, мы имеем следующую ситуацию: высокий показатель влияния фактора реального валютного курса и импортных цен. Но также здесь прибавляется высокий фактор ожидания, что видно по показателю лагированной инфляции $\Delta \log(P)_{-1} = 0,7$. Что же касается

значения R^2 , то здесь оно составляет 0,71, что означает более рыночные методы формирования цен. Однако здесь можно сделать оговорку, касающуюся масштабов экономики и финансового сектора, что, в свою очередь, может привести к искажению реальных показателей.

Таким образом, валютная политика стран ЕАЭС на данный момент не соответствует в полной мере требованиям свободно плавающего валютного курса, а значит: это может стать серьезным препятствием на пути создания эффективного валютного союза в рамках ЕАЭС.

Итак, обобщая вышесказанное, можно резюмировать следующее:

Рассматривая общую макроэкономическую сбалансированность между экономиками ЕАЭС, мы пришли к выводу, что существует множество институциональных искажений в рыночных системах данных экономик, которые могут стать серьезным препятствием на пути к созданию валютного союза. В частности, фискальный дисбаланс как внутри экономик ЕАЭС, так и между фискальными системами стран может привести к негативным последствиям в случае создания валютной зоны.

Обзор денежно-кредитной политики стран-участниц евразийских интеграционных процессов указывает на ряд проблем, с которыми потенциально могут столкнуться денежные власти. Ключевыми проблемами можно считать следующее:

- плохо контролируемая инфляция;
- недостаточный объем международных резервов у большинства стран;
- недостаточно хорошо развитая финансовая система стран;
- отсутствие у Центральных Банков достаточного инструментария, который позволил бы эффективно осуществлять денежно-кредитную политику;
- нестабильность на валютных рынках;

– макроэкономическая нестабильность в экономиках.

Вместе с тем, рассматривая критерии, необходимые для создания эффективной валютной зоны, следует дополнить факторами, которые присущи странам с переходной экономикой, что, в свою очередь, позволит минимизировать риски, возможные при создании валютного союза в рамках ЕАЭС.

ВЫВОДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ

Опыт последних кризисов в мировой экономике доказывает приоритетность именно монетарных механизмов в общем макроэкономическом регулировании, как в качестве превентивных мер, так и в роли нивелирования последствий локальных или мировых кризисов. Именно инструменты денежно-кредитной политики способны в краткосрочной перспективе сглаживать резкие колебания экономики, поскольку воздействие на реальный сектор со стороны Центральных Банков происходит посредством наиболее быстро действенных инструментов, а конкретнее: процентной ставки и валютного курса.

В части, когда речь идет о развивающихся экономиках, валютное регулирование выходит на первый план. Высокая степень зависимости от внешних рынков в условиях малой открытой экономики, характеризующейся институциональной несостоятельностью, делает валютную политику первостепенной задачей как монетарной, так и макроэкономической политики в целом.

I. Обзор макроэкономических показателей по 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 благо-

состояния в Армении в сложившейся ситуации могут стать инструменты денежно-кредитной политики.

II. С другой стороны, залогом успеха монетарной и валютной политики является высокая степень развития финансовой системы. С этой точки зрения, в Армении также наличествуют значительные проблемы. По сути, не выполняются две ключевые функции финансовой системы: эффективное перераспределение финансовых ресурсов и проводник денежно-кредитного регулирования. В исследовании доказано, что на сегодняшний день финансовая Армения, наряду с однобоким развитием, не способна абсорбировать финансовые ресурсы с целью дальнейшего перераспределения в реальный сектор экономики, а значит: не способствует экономическому развитию страны. Кроме этого, слабая связь с реальным сектором и наличие множества искажений (например, высокая долларизация, высокие процентные ставки и др.) не позволяют денежно-кредитной политике эффективно воздействовать на достижение номинального якоря, а значит: не позволяют достигнуть необходимых темпов экономического роста.

III. В результате анализа денежно-кредитной политики Армении за 1991 по 2005гг., мы пришли к выводу, что экономика Армении по основным показателям экономического развития, а также развитости финансовой системы находится на достаточно низком уровне. Несмотря на некоторое повышение уровня подушевого дохода, показатели капитализации (1.0 в среднем за 1998–2005гг.) и уровня монетизированности (12.0 в среднем за 1998–2005гг.) экономики еще далеки от высоких показателей. Проведенный анализ позволил заключить, что экономика Армении характеризуется неразвитостью институтов финансового посредничества и низким уровнем монетизации. В последние годы в экономике Армении наблюдаются сильные колебания и резкое укрепление курса национальной валюты, нестабильность инфляционных ожиданий. В

работе показано, что, начиная с 2002–2003гг., эффективность монетарной политики в достижении целевых показателей значительно ухудшилась и погрешность попадания составляла довольно большие значения.

IV. Проведенный анализ показал, что политика таргетирования денежных агрегатов потеряла свою эффективность, в связи с чем, органами финансовой политики Армении было принято решение о переходе на режим инфляционного таргетирования. С начала 2006 года основной целью Центрального банка Армении стало обеспечение показателя инфляции в размере максимум 3% как целевого ориентира политики ТИ.

V. В работе был проведен анализ трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Армении. Воздействие процентной ставки на реальный сектор должно происходить через банковскую систему. Однако, как показали исследования, доля участия банковской системы в реальном секторе незначительна.

Исследования показали наличие только трех действующих каналов трансмиссии: валютный канал, процентный канал и монетарный канал. Наиболее значимым, относительно воздействия на темпы изменения цен, оказался канал обменного курса (коэффициент эластичности – 0,36, временной лаг воздействия – два квартала). Было доказано, что динамика изменения уровня цен в экономике Армении, помимо колебаний валютного курса, обусловлена также изменениями в денежном предложении (коэффициент эластичности M1, M2 и M2X – 0,12 (временной лаг воздействия – два квартала); 0,11 (временной лаг воздействия – четыре квартала); 0,17 (временной лаг воздействия – четыре квартала, соответственно). Этот факт, по сути, является еще одним подтверждением того, что финансовый сектор экономики практически не задействован в экономических процессах. Был рассмотрен также канал процентной ставки. Однако, как показал регрессионный и графический анализ, темпы изменений процент-

ной ставки не сильно сказываются на темпах изменения уровня инфляции (коэффициент эластичности – (-0,2)). Однако, в отличие от других рассмотренных каналов, временной лаг воздействия отсутствует, что говорит о том, что изменения в процентной ставке в этом же периоде сказываются на изменениях в темпах уровня цен. Наконец, наличия канала инфляционных ожиданий в трансмиссионном механизме монетарной политики Армении обнаружено не было. Таким образом, органы финансовой политики Армении лишены одного из самых действенных инструментов политики таргетирования инфляции. Результатом проведенных эконометрических исследований в работе получена система уравнений, характеризующих трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики Армении.

VI. Поскольку переход на режим таргетирования инфляции, без наличия соответствующего инструментария (сформировавшихся финансовых институтов, эффективной модели прогнозирования инфляции, стабильной динамики колебаний валютного курса, доверия со стороны общественности к органам финансовой политики и т.д.), которые позволили бы ЦБ обеспечить стабильность национальной валюты и контролировать уровень цен на заданном уровне, можно считать лишь формальным, в работе был проведен анализ на предмет наличия в экономике Армении необходимых предпосылок для осуществления политики таргетирования инфляции.

VII. Проведенный анализ показал, что прозрачность денежно-кредитной политики Армении не может считаться достаточной, особенно если речь идет об экономической открытости. Одним из недостатков и препятствий эффективному осуществлению политики таргетирования инфляции целесообразно считать недостоверность и неточность статистической информации, а также практическое отсутствие каких-либо аналитических исследований национальной экономики со стороны независимых экспертов.

VIII. В качестве рекомендации отметим, что для преодоления недоверности и закрытости статистической информации необходимо пересмотреть основы деятельности статистических служб как на законодательном, так и на исполнительном уровне.

IX. Обязательным условием реализации режима таргетирования инфляции считают независимость Центрального банка страны. Согласно расчетам, проделанным в работе, по индексу Цукермана, степень независимости органов финансовой политики Армении составляет 0,649. Общий GMT-индекса в Армении равен 11 балам из 16 возможных (политическая независимость – 5 баллов из 9 возможных; экономическая независимость – 5 баллов из 7 возможных).

X. В качестве таргетируемого показателя в Армении был установлен общий уровень цен, выраженный индексом потребительских цен на уровне 3%. Вместе с тем, множество проведенных эмпирических исследований оптимального уровня цен для развивающейся экономики выявили, что наиболее подходящим уровнем инфляции для стран с экономикой переходного периода можно считать 8–10%. По видимому, выводы по поводу порогового значения инфляции для развивающихся стран следует учесть в установлении целевого ориентира. Однако добавим, что органы финансовой политики, решившие «отпустить» уровень инфляции до какого-то порогового значения, должны в полной мере обладать всем необходимым инструментарием для его управления, то есть ЦБ должен быть в состоянии управлять установленным целевым ориентиром на 100%.

XI. Горизонтом таргетирования в Армении был установлен один год. В качестве минуса такого выбора следует отметить, что слишком короткие сроки установленного ориентира лишают экономических субъектов возможности опираться на долгосрочную политику органов финансовой политики относительно инфляционных процессов. Поэтому реальный сектор не только теряет интерес к прогнозам

и ориентирам монетарной политики, но и усиливает свое недоверие к органам финансовой политики. Это, в свою очередь, отрицательно сказывается на результатах последующей денежно-кредитной политики.

XII. В общем и целом, анализ денежно-кредитного регулирования ЦБ РА выявил несостоятельность проводимой политики как с точки зрения достижения стабильного уровня цен, так и экономического роста в долгосрочной перспективе. На сегодняшний день, денежно-кредитная политика в Армении не только не достигает стабильности на денежном рынке, но и во многом тормозит темпы экономического роста, жестко сдерживая рост денежного предложения, а значит: способствует дефициту финансовых ресурсов, необходимых экономике для воспроизводства и дальнейшего роста.

Инфляционное таргетирование не реализуется в полной мере, искажены основные механизмы денежно-кредитной политики, не работает эффективно передаточный механизм монетарной политики, модель прогнозирования инфляции в рамках таргетирования инфляции не оправдывает себя и не отражает реальную картину инфляционного фона в экономике.

XIII. Более того, валютная политика за последние 20 лет нанесла неоспоримый ущерб экономике в целом, экспортным позициям, в частности. Жесткое регулирование обменного курса национальной единицы искажает денежно-кредитную политику и ее воздействие на реальный сектор.

XIV. Валютная политика носит жесткий характер и не соответствует заявленному режиму валютного регулирования. Наши исследования доказывают нерыночный характер формирования обменного курса национальной валюты в Армении. Более того, валютная политика за последние 20 лет нанесла неоспоримый ущерб экономике в целом, экспортным позициям, в частности. Жесткое регулирование обменного курса национальной единицы иска-

жает денежно-кредитную политику и ее воздействие на реальный сектор.

XV. Нерыночные механизмы валютного регулирования привели к двум значительным кризисам на валютном рынке Армении. Исследование доказывает тесную взаимосвязь волатильности обменного курса драма от волатильности обменного курса рубля и вообще от общих тенденций в экономике России, что обосновывает вывод о необходимости координации валютной политики Армении в соответствии с валютной политикой России, тем более, в контексте интеграционных процессов в рамках ЕАЭС.

XVI. В рамках данного исследования также был проведен анализ валютной интеграции в рамках ЕАЭС и рассмотрены основные проблемы и перспективы интеграции на евразийском пространстве. Изучение интеграционных процессов на европейском пространстве дает возможность выделить список универсальных факторов, которые нужно учитывать при построении интеграционных процессов в других регионах, в частности, на евразийском пространстве. Среди таких факторов нужно отметить следующие: последовательность интеграционных процессов с выделением приоритетных проблем, которые необходимо решить на каждом этапе развития, важность налаживания действенных платежно-расчетных механизмов, необходимость наличия «интеграционного ядра», которое будет стимулировать углубление интеграции; наличие экономических и политических решений, а также четкой ориентации на интеграцию, важность сближения законодательства и либерализации подхода на рынки стран-членов экономического и валютного союза и относительно одинаковый уровень экономического развития.

XVII. Рассматривая общую макроэкономическую сбалансированность между экономиками ЕАЭС, мы пришли к выводу, что существует множество институциональных искажений в рыночных системах данных эконо-

мик, которые могут стать серьезным препятствием на пути к созданию валютного союза. В частности, фискальный дисбаланс как внутри экономик ЕАЭС, так и между фискальными системами стран может привести к негативным последствиям в случае создания валютной зоны.

XVIII. Обзор денежно-кредитной политики стран-участниц евразийских интеграционных процессов указывает на ряд проблем, с которыми потенциально могут столкнуться денежные власти. Ключевыми проблемами можно считать следующее:

- плохо контролируемая инфляция;
- недостаточный объем международных резервов у большинства стран;
- недостаточно хорошо развитая финансовая система стран;
- отсутствие у центральных банков достаточного инструментария, который позволил бы эффективно осуществлять денежно-кредитную политику;
- нестабильность на валютных рынках;
- макроэкономическая нестабильность в экономиках.

XIX. Вместе с тем, рассматривая критерии, необходимые для создания эффективной валютной зоны, следует дополнить факторами, которые присущи странам с переходной экономикой, что, в свою очередь, позволит минимизировать риски, возможные при создании валютного союза в рамках ЕАЭС.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

I. Законы, законодательные и нормативные акты

1. Закон о Центральном банке Республики Армения.

II. Статистические и информационные источники

1. Armenia Competitiveness Assessment. Final Report.
2. Cornell University, INSEAD, and the WIPO
3. <http://www.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/armenia/paying-taxes>
4. The Global Competitiveness Report 2014–2015 © 2015 World Economic Forum. P. 86.
5. United Nations Statistics Division – National Accounts.
6. База данных Армянской Фондовой Биржи Nasdaq Omx – <https://nasdaqomx.am/>
7. База данных Всемирного Банка (World Development Indicators 2015 (WDI)): <http://data.worldbank.org>
8. Веб-страница Банка России: www.cbr.ru
9. Веб-страница Институт комплексных стратегических исследований: www.icss.ac.ru
10. Веб-страница Института экономики переходного периода: www.iet.ru
11. Веб-страница Национальной Статистической Службы Республики Армения, 2007: www.armstat.am
12. Веб-страница Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования: www.forecast.ru
13. Веб-страница Центра развития: www.dcente.ru
14. Веб-страница Центрального банка Армении: www.cba.am
15. Доклад о росте Стратегии устойчивого роста и инклюзивного развития комиссия по росту и развитию. Издано для Всемирного банка М.: Изд-во «Весь Мир» 2009.
16. Официальный сайт Министерства Экономического Развития Российской Федерации: www.ved.gov.ru

III. Научные статьи и книги.

1. *Adams, Charles, and Daniel Gros* (1986): The Consequences of Real Exchange Rate Rules for Inflation: Some Illustrative Examples. IMF Staff Papers, Vol. 33, PP. 439.
2. *Agenor, Pierre and Peter Montiel* (1999), Development Macroeconomics, 2nd ed., Princeton University Press, Princeton, NJ.
3. *Aigbokhan BE*, 1991. The Naira Exchange Rate Depreciation and Domestic Inflation. The Indian Journal of Economics, 71: 507–517.
4. *Alberto Alesina, Robert J. Barro and Silvana Tenreyro* (2002) “Optimal Currency Areas” in Gertler and Rogoff, eds, NBER Macroeconomics Annual, 2002.
5. *Alogoskoufis, G.S.* (1992), Monetary accommodation, exchange rate regimes and inflation persistence, Economic Journal 102, 461–80.
6. *Anna Lipinska, Leopold von Thadden* (2012) On the (In) effectiveness of Fiscal Devaluations in a Monetary Union (Federal Reserve Board, Washington, D.C.).
7. *Aristotelous K. and Fountas S.* What is the Impact of Currency Unions on the FDI Flows? Evidence from Eurozone Countries, South-Eastern Europe Journal of Economics
8. *Bayoumi, Tamim and Eichengreen* (1992) Shocking Aspects of European Monetary Unification in Torres and Giavazzi, eds The Transition to Economic and Monetary Union in Europe (Cambridge: University Press).
9. *Bayoumi, Tamim and Eichengreen* (1998) Exchange Rate Volatility and Intervention: Implications of the Theory of Optimum Currency Areas, Journal of International Economics 45, 191–209.
10. *Bergin P. and Ching-Yi Lin* (2010) The Dynamic Effects of Currency Union on Trade, NBER Working Paper 16259.
11. *Canetti E, Greene J*, 1991. Monetary Growth and Exchange Rate Depreciations as Causes of Inflation in African Countries: An Empirical Analysis. Mimeo, IMF, Washington.

12. *Chhiber A, Shafik NS*, 1990. Exchange Rate Reform, Parallel Markets and Inflation in Africa: The Case of Ghana. World Bank Working Papers, WPS 427, May.
13. *Choudhri, E.U. and D.S. Hakura*, 2006, Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter, *Journal of International Money and Finance*, 25. PP. 614–639
14. *Conofari P., Marini G. and Piersanti G.* (2012) The Sustainability of Monetary Unions – Can Euro Survive
15. *Coricelli, F., B. Égert, and R. MacDonald* (2005), Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the Empirical Evidence (unpublished). <http://www.iue.it/FinConsEU/ResearchActivities/CreditConsMacro2005/Papers/Egert.pdf>
16. *Cukierman A.*, *The Economics of Central Banking*, in: *Holger W.* (ed.), *Macroeconomic Policy and Financial Systems*, Proceedings of the December 1995 Tunis Congress of the International Economic Association, The Macmillan Press, 1996. P. 25.
17. *Currencies on International Trade Journal of Economic Surveys* 19, 347–365.
18. *De Grauwe, P.* (2003): *Economics of Monetary Union*, 5th ed., Oxford: Oxford University Press.
19. *De Grauwe, P.* (2006): *Flaws in the Design of the Eurosystem?*, in: *International Finance*, 9 (1): 137–144.
20. *Dellmo, Hans* (1996): *Relationships between Swedish Producer Prices and Import Prices and the CPI*. Working Paper No. 29, Sveriges Riksbank.
21. *Edwards, Sebastian and IgalMagendzo* (2003) *A Currency of One's Own? An Empirical Investigation on Dollarization and Independent Currency Unions*, NBER Working Paper 9514.
22. *Engel, Charles and Rose* (2002) *Currency Unions and International Integration*, *Journal of Money Credit and Banking* 34–4, 1067–89.

-
23. *Filardo, A.J.* (1998), New evidence on the output cost of fighting inflation, *Economic Review*, 83(3): 33–61, 3rd Quarter.
 24. *Frankel, J.A., Rose, A.K.* (1998): The endogeneity of the optimum currency area criteria. In: *The Economic Journal*, 108: 1009–1025.
 25. *Friedman, M.* (1953): The case for flexible exchange rates, in: *Friedman, M., Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press, 157–203.
 26. *Grilli V., Masciandaro D., Tabellini G.*, Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries, «*Economic Policy*», No. 13, 1991, p. 57.
 27. *Juks, R.* (2004), *Monetary Policy Transmission Mechanisms: A Theoretical and Empirical Overview*, The Monetary Transmission Mechanism in the Baltic States (Tallinn: Eesti Pank / Bank of Estonia).
 28. *Kamin, Steven B.* (1996): *Real Exchange Rates and Inflation in Exchange-Rate Based Stabilizations: An Empirical Examination*. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper No. 554.
 29. *Kenen, P.* (1969): The theory of optimum currency areas: An eclectic view, in: *Mundell, R., Swoboda, A. (eds.): Monetary Problems of the International Economy*, Chicago: University of Chicago Press, 41–60.
 30. *Krugman, P.* (1991): *Geography and Trade*, Cambridge, MA: MIT Press.
 31. *Krugman, P., Obstfeld, M.* (2003): *International Economics*, 6th ed., Boston etc.: Addison-Wesley.
 32. *McKinnon, R.* (2000): *Mundell, the Euro, and Optimum Currency Areas*. Stanford University, Department of Economics, Working Paper 00009,
 33. *McKinnon, R.I.* (1963): Optimum currency areas, in: *American Economic Review*, 53 (4): 717–724.
 34. *Mihaljek, D. and M. Klau*, 2001, A Note on the Pass-Through from Exchange Rate and 28 Foreign Price Changes to Inflation

- in Selected Emerging Market Economies, BIS Papers, No.8. PP. 69–81.
35. *Muinhos, M.K.* (2001), Inflation targeting in an open financially integrated emerging economy: The case of Brazil, Banco Central do Brasil Working Paper Series no. 26, Aug.
 36. *Mundell, R.* (1997): Optimum Currency Areas.
 37. *Mundell, R.* (1961): A theory of optimum currency areas, in: *American Economic Review*, 51(4): 657–665.
 38. *Mundell, R.* (1973): Uncommon arguments for common currencies, in: *John-son, H., Swoboda, A.* (eds.): *The Economics of Common Currencies*, London: Allen & Unions, 114–132.
 39. *Ndungu', N.S.* 1997. Price and Exchange Rate Dynamics in Kenya: an Empirical Investigation (1970-1993). AERC research Paper, 58.
 40. *Noer, A.A., Arie, J.F.A. and Piter, A.* (2010) The relationship between inflation and real exchange rate: Comparative study between ASEAN+3, the EU and North America. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*. 18.
 41. *Vlad O.* The Use of the Monetary Policy Instruments by Central Banks under Globalisation. P. 164.
http://anale.feaa.uaic.ro/anale/resurse/019_F17_VladO.pdf
 42. *Omotor GD*, 2008. Exchange Rate Reform and its Inflationary Consequences: The Case of Nigeria. *Economic Journal*, 59 (11): 688–716.
 43. *Oyejide TA*, 1989. Thoughts on Stability of Nigeria's Exchange Rate. *The Nigerian Banker*, September–December.
 44. *Rana P.B.* 1983. The Impact of The Current Exchange Rate System on Trade and Inflation of Selected Developing Member Countries. *Asian Development Bank Economic Staff Paper*, No. 18.
 45. *Rose Andrew K and Tom Stanley* (2005) A Meta-Analysis of the Effect of Common.
 46. *Rose Andrew K.* (2000) One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade. *Economic Policy* 30, 7–46.

47. *Tavlas G.S.* (1993): The 'new' theory of optimum currency areas, in: *The World Economy*, 16(6): 663–685.
48. *Tavlas G.S.* (1993a): Das Wiederaufleben der Theorie optimaler Währungs-räume, in: *Finanzierung & Entwicklung*, 30(2): 32–35.
49. *Thórarinn G. Pétursson* Exchange rate or inflation targeting in monetary policy, *MONETARY Bulletin* 2000/1.
50. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. Л.Н. Красавина, Т.И. Алибегов и др.; Под ред Л.Н. Красавина. М.: Финансы и статистика 2006. С. 34.
51. *Восканян М.А.* Таргетирование инфляции как оптимальный режим денежно-кредитной политики: опыт Армении. Научно-аналитический журнал «Управленец». №11–12(27–28), ноябрь–декабрь 2011г. Изд-во УрГЭУ С. 80. СС. 12–19.
52. *Восканян М.А.* Валютная политика Армении: миф и реальность. «Евразийский экономический обзор. Eurasian Economic Review», №3/2011, СС. 98–103 (рус. яз.), 104–108 (англ. яз.).
53. *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. СС. 69–71.
54. *Восканян М.А.* Денежно-кредитная политика в условиях кризиса: опыт Армении. Экономика Российской Федерации и Республики Армения в условиях мирового экономического кризиса: проблемы и перспективы развития. Материалы международной научной конференции (25–26 марта 2010г.). Ер., Тнтсагет, 2010. 480. СС. 327–333.
55. *Восканян М.А.* Денежно-кредитная политика ЦБ РА: 20 лет реформ. Инновационная экономика России: проблемы и пути решения. [Текст]: [в 3-х частях]: материалы Всероссийской научно-практической конференции с международным участием (Каменск-уральский, 15 ноября 2012г.) / [отзыв за вып. Н.Н. Пасмурцева]; М-во образования и науки РФ, Урал.

- гос. эк. ун-т. Екатеринбург: Изд-во Урал гос. экон. ун-та, 2012. Ч. 2. 271 с. СС. 54–58.
56. *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, СС. 106–108.
57. *Восканян М.А.* Институциональные аспекты монетарной политики: иллюзия или необходимость? Банковское дело, № 4 (220) 2012. Журнал о практике и теории банковского бизнеса. ISSN N 2071-4904/ Изд-во ООО «Капитал-инфо»/2012. 95 с. СС. 43–48.
58. *Восканян М.А.* Координация монетарного регулирования в контексте евразийской валютной интеграции. Мировая экономика за 25 лет [Текст]: сб. ст. Междунар. науч.-практ. конф. (Екатеринбург, 9 октября 2015 г.) / [отв. за вып. А.А. Мальцев; ред. кол.: В.А. Мальцева, Ал.А. Мальцев, О.А. Гайтерова]; М-во образования и науки Рос. Федерации, Урал. гос. экон. ун-т. – Екатеринбург: [Изд-во Урал. гос. экон. ун-та], 2015. 177 с. СС. 20–26.
59. *Восканян М.А.* Независимость и прозрачность денежно-кредитной политики Армении. Межвузовский сборник научных статей, Актуальные проблемы развития экономики РА II, Ер.: «Экономист», 2008. СС. 100–104.
60. *Восканян М.А.* Независимость и прозрачность денежно-кредитной политики Армении. Межвузовский сборник научных статей, Актуальные проблемы развития экономики РА II, Ереван, «Экономист», 2008, Стр.100–104.
61. *Восканян М.А.* О некоторых проблемах в денежно-кредитной политике Армении в контексте мирового финансового кризиса. Третья Годичная научная конференция (5–10 декабря 2008г.): Сборник научных статей: В 2ч. Ч.1. социально-гуманитарные науки. Ер.: Изд-во РАУ, 2009. 649 с. СС. 395–404.

-
62. *Восканян М.А.* Перспективы посткризисного развития экономики республики Армения. VII Международная Кондратьевская конференция «Контурь экономики будущего», тезисы участников конференции. Международный фонд Н.Д. Кондратьева, Научный редактор В.М. Бондаренко М., 22–23 ноября 2010 г. 272 с. СС. 55–57.
 63. *Восканян М.А.* Проблемы и перспективы валютной интеграции в рамках ЕвРазЭс. Ф79 Формирование евразийского социально-экономического и информационно-коммуникативного пространства: успехи, проблемы, перспективы: сборник научных статей (из материалов Международной научно-практической конференции в рамках Евразийского научного форума «Интеграционные процессы на евразийском пространстве: успехи, проблемы, перспективы». Санкт-Петербург, 28–29 ноября 2013г. / Науч. ред. Ю.М. Ипатов, А.Б. Звездава, М.С. Туровская. Часть I. СПб.: МИЭП, 2013. 201 с. ISBN 978-5-91950-049-0 СС. 28–34.
 64. *Восканян М.А.* Проблемы и перспективы формирования институтов финансового посредничества на примере Армении. Евразийская экономическая интеграция. Научно-аналитический журнал №1(14), февраль 2012. СС. 93–102.
 65. *Восканян М.А.* Проблемы и перспективы формирования институциональной среды развития системы финансового посредничества в странах с развивающейся и переходной экономикой. Научно-аналитический журнал «Управленец». №5(45), сентябрь-октябрь 2013г. Изд-во УрГЭУ. 78 с. СС. 58–63.
 66. *Восканян М.А.* Таргетирование инфляции как оптимальный режим денежно-кредитной политики: опыт Армении. Научно-аналитический журнал «Управленец». №11–12(27–28), ноябрь–декабрь 2011г. Изд-во УрГЭУ. 80 с. СС. 12–19.
 67. *Восканян М.А.* Трансмиссионный механизм монетарной политики Армении в условиях инфляционного таргетирования. Сборник научных трудов «Информационные технологии и

- управление» (6), Ер.: «Энциклопедия–Арменика», 2007. СС. 184–193.
68. *Восканян М.А., Аванесян А.В.* О Пенсионной реформе Армении: быть или не быть. XXI Кондратьевские чтения «Мировая экономика ближайшего будущего: откуда ждать инновационного рывка?» // тезисы участников Чтений. М.: Международный фонд Н. Д. Кондратьева, 442 с. СС. 80–85.
69. *Восканян М.А., Аванесян А.В.* О Пенсионной реформе Армении: быть или не быть. «Современные проблемы инновационной экономики в развивающихся странах»: Международная научно-практическая конференция (17–18 октября 2013г.): Сборник научных статей. Т. I. Ер.: Изд-во РАУ, 2014. 328 с. СС. 241–245.
70. *Восканян М.А., Карапетян Э.Г., Акоюн Л.М.* Развитие финансового рынка как фактор неинфляционной монетизации экономики. Межвузовский сборник научных трудов «Проблемы экономики и трансформации образовательных систем». Ер.: Изд-во РАУ, 2007. СС. 94–100.
71. *Восканян М.А., Карапетян Э.Г., Акоюн Л.М.* Глубина финансового сектора как механизм снижения инфляционного давления на экономику / Сборник научных трудов «Информационные технологии и управление» (6), «Энциклопедия–Арменика», Ер., 2007. СС. 152–165.
72. *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 2011г.) / [отв. за вып. М.В.Фёдоров, Э.В. Пешина, В.П. Иванецкий]. – Екатеринбург: Изд-во Урал. гос. эк. ун-та, 2011. – Секция 4. Пространственные формы организации государственно-частного партнерства. 201 с. СС. 48–52.
73. *Восканян М.А., Манукян Д.Э.* Выбор валютного режима в контексте глобализации мировой финансовой системы: слу-

- чай Армении / Сборник научных трудов международной конференции «Становление демократии на постсоветском пространстве: проблемы и перспективы». Ер.: ЛИНУШ, 2010. 460 с. СС. 236–245.
74. *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. М.: «Деньги и кредит», 2011. СС. 57–59
75. *Восканян М.А., Мартиросяном А.К.* Валютная политика в условиях армянской экономики. Сборник научных трудов «Информационные технологии и управление» (6), «Энциклопедия – Арменика», Ер., 2008. СС. 157–170.
76. *Восканян М.А.* Проблема взаимосвязи инфляции и валютного курса: опыт Армении. УДК 004:338 (063) С. 10. Материалы Международной научно-практической конференции «Информационная экономика в формате G-Global». 9–10 октября, 2014г. Караганды – 2014г. 511с. СС. 371–374.
77. *Восканян М.А., Сандоян Э.М.* Режим таргетирования инфляции в денежно-кредитной политике стран с переходной экономикой / Межвузовский сборник научных трудов «Проблемы экономики и трансформации образовательных систем», издательство РАУ, Ер., 2007, СС. 178–192.
78. *Восканян М.А., Сандоян Э.М., Барсегян М., Мнацаканян Л.* Theory of Communicating Vessels: The Problem of Currency Regulation. Journal Transition Studies Review. Vol 21, No 1 (2014) / “Transition Studies Review” ISSN online 1614–4015 / ISSN print 1614–4007. PP. 113–131.
79. *Восканян М.А., Сандоян Э.М., Мнацаканян Л.А.* Оценка взаимовлияния инфляции и валютного курса в Армении. Восьмая Годичная научная конференция (2–6 декабря 2013г.). Сборник научных статей: Социально-гуманитарные науки. Ч. II. Ер.: Изд-во РАУ, 2013. 344с. Ст. 63–70.

80. Головин М.Ю. Долларизация в переходных экономиках России и стран Центральной и Восточной Европы М.: Вершина, 2003. 251с.
81. Писенко Д.С., Нестеров В.Г., Нестерова Е.В., Нестеров Д.В. Перспективы создания валютного союза в рамках интеграционных группировок стран СНГ. Мировая экономика и международные экономические отношения. 10(59). 2009. СС. 423–426.
82. Дробышевский С.М., Полевой Д.И. Проблемы создания единой валютной зоны в странах СНГ. М.: ИЭПП, 2004. С.110.
83. Дробышевский С.М., Полевой Д.И. Финансовые аспекты валютной интеграции на территории СНГ – М.: ИЭПП, 2007. – 152 с.: ил. – (Научные труды/ Ин-т экономики переход. периода; № 109Р). Агентство СІР РГБ.
84. Кнобель А.Ю., Миронов А.К. Оценка готовности стран СНГ к созданию валютного союза. Журнал Новой экономической ассоциации, № 1 (25), 2015, СС. 76–101.
85. Котляров Н.Н., Алексеев П.В. Оценка перспектив евразийской валютно-экономической интеграции. Деньги и кредит. 6/2014. СС. 24–30.
86. Моисеев С.Р. «Денжно-кредитная политика: теория и практика». Учебное пособие. М.: Экономист. 2005. С. 213.
87. Сандоян Э.М., Каранетян Э.Г. Выбор оптимальной модели д.к.п. в странах с переходной экономикой // «Экономика и финансы», 2005г., № 4–5(52–53), Ер. 2005, СС. 98–105 (на арм.).

Приложение 1. Уровень коррупции по различным критериям

	Все страны	Армения (2013)	Азербайджан (2013)	Беларусь (2013)	Грузия (2013)	Казахстан (2013)	РФ (2012)	Турция (2013)
Взятничество (процент фирм, прибегающих к взятке хотя бы один раз)	18,01	7,01	15,03	8,09	2,02	26,07	14,02	5,04
Глубина взятничества (% общественных сделок, где были использованы порядки и неофициальные платежи)	13,09	6,01	13,02	4,04	1,03	22	9,07	2,05
Процент фирм, предлагающих наличие взятки в работе с налоговыми чиновниками	13	4,06	11,08	3,04	0,2	22,03	7,03	1,02
Процент фирм, предлагающих наличие взятки при получении государственных контрактов	27,02	2,07	49,9	17	1,01	19,01	30,09	18,06
Процент вознаграждения при получении государственного контракта (% от общей стоимости сделки)	1,07	0	0	0,7	0	0,8	2,05	0,6
Процент фирм, предлагающих дачу взятку при получении лицензии на деятельность	15,03	10,06	38,8	1,04	0	15,08	12,06	9,08
Процент фирм, предлагающих дачу взятку при получении лицензии на импорт	13,09	0,9	38,7	0	0	27,09	27,05	1,03
Процент фирм, предлагающих дачу взятку при получении разрешения на строительство	23	20,09	41,6	14,09	11,05	27	26,08	2,05
Процент фирм, предлагающих дачу взятку при получении доступа к электроэнергии	17,05	0	6,01	12	0	34,4	25,08	17,02
Процент фирм, предлагающих дачу взятку при получении доступа к водоснабжению	17,01	3,03	12,05	0	0	26,05	12,07	3,09
Процент фирм, предлагающих дачу взятку государственным деятелям для "достижения цели"	19,07	4,06	6,08	13,02	1,09	20,04	20,05	5,08
Процент фирм, указывающих коррупцию как основное препятствие	35,2	13,05	4,07	10,02	2,09	19,06	33,1	12,02
Процент фирм, указывающих судебную систему как основное препятствие	15,05	0,7	0,6	1,07	1,02	2,07	7,04	2,08

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

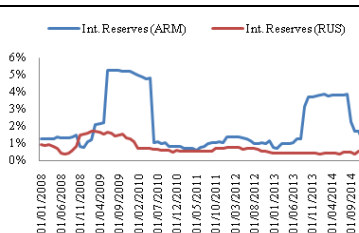
Приложение 2. Основные категории товарных рынков

Количество рынков (экономических субъектов) исследовано	Концентрация	2004	2007	2011
46 (1,184)	93 (1,971)	19 (248)		
Из которых, в %	Высокая	67,4	61,3	89,5
	Средняя	21,7	33,3	10,5
	Низкая	10,9	5,4	0,0
ОТРАСЛЕВЫЕ ГРУППЫ РЫНКОВ				
РЫНОК ПИЩЕВОЙ ПРОДУКЦИИ	100%	15 (505)	33 (850)	13 (209)
Высокая	66,7	69,7	92,3	
Средняя	13,3	24,2	7,7	
Низкая	20	6		
РЫНОК ТОПЛИВА		4 (50)	4 (19)	-
Высокая	75	75		
Средняя	25	25		
Низкая				
РЫНОК НАПИТКОВ		4 (89)	6 (140)	-
Высокая	75	50		
Средняя	25	33,3		
Низкая		16,6		
РЫНОК ХОЗЯЙСТВЕННЫХ ТОВАРОВ		7 (352)	5 (225)	-
Высокая	14,3	20		
Средняя	57,1	80		
Низкая	28,5			
РЫНОК СТРОИТЕЛЬНЫХ МАТЕРИАЛОВ		7 (162)	6 (70)	4 (25)
Высокая	71,4	66,7	75	
Средняя	28,6	33,3	25	
Низкая				
РЫНОК ТОБАЧНЫХ ИЗДЕЛИЙ		2 (19)	2 (19)	-
Высокая	100	100		
Средняя				
Низкая				
РЫНОК ТРАНСПОРТА И КОММУНИКАЦИЙ		3 (3)	5 (5)	-
Высокая	100	100		
Средняя				
Низкая				
РЫНОК ЕСТЕСТВЕННЫХ МОНОПОЛИЙ		-	6 (10)	1 (3)
Высокая		100	100	
Средняя				
Низкая				
РЫНОК ТРАНСПОРТНЫХ СРЕДСТВ		-	3 (136)	-
Высокая		100		
Средняя				
Низкая				
РЫНОК ЛЕКАРСТВ		-	10 (260)	-
Высокая				
Средняя		100		
Низкая				
РЫНОК БЫТОВОЙ ТЕХНИКИ		-	5 (184)	-
Высокая		40		
Средняя		60		
Низкая				
ДРУГИЕ РЫНКИ		4 (4)	8 (53)	1 (11)
Высокая	100	62,5	100	
Средняя		12,5		
Низкая		25		

Источник: 2011 Annual Program of Activities of the Commission. P. 8

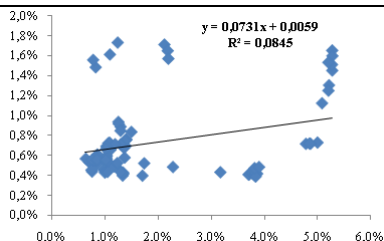
Приложение 3. Взаимосвязь валютных рынков России

График 1. **Волатильность между-народных резервов РА и РФ**



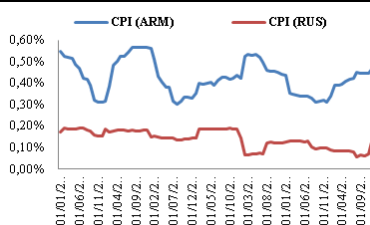
Источник: www.cba.am и www.cbr.ru

График 2. **Армении и Корреляция волатильности международных резервов РА и РФ**



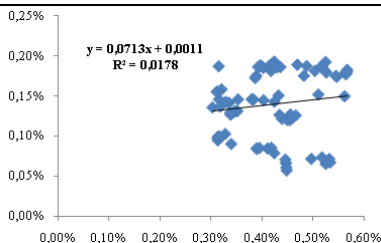
Источник: www.cba.am и www.cbr.ru

График 3. **Волатильность ИПЦ РА и РФ**



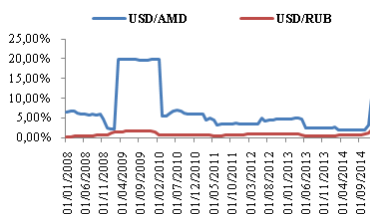
Источник: www.armstat.am и www.gks.ru

График 4. **Корреляция волатильности ИПЦ РА и РФ**



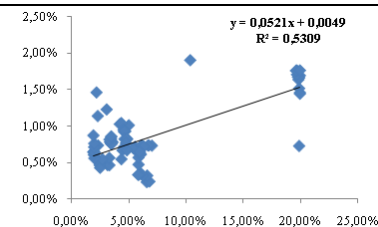
Источник: www.armstat.am и www.gks.ru

График 5. **Волатильность валютного курса РА и РФ**



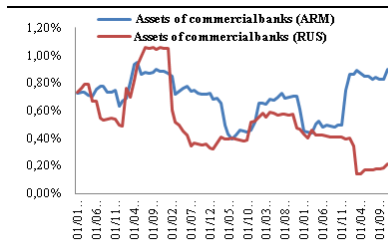
Источник: www.cba.am и www.cbr.ru

График 6. **Корреляция волатильности РА и РФ**



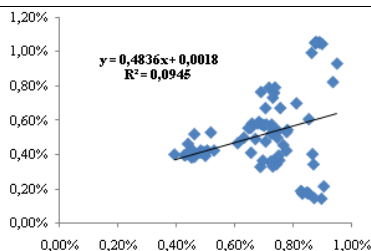
Источник: www.cba.am и www.cbr.ru

График 7. Волатильность активов коммерческого банка РА и РФ



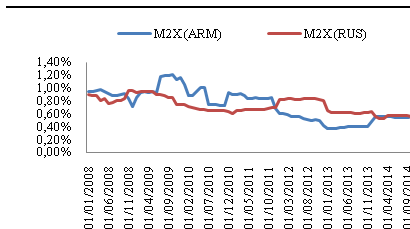
Источник: www.cba.am и www.cbr.ru

График 8. Корреляция волатильности активов коммерческого банка РА и РФ



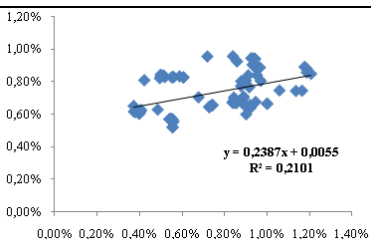
Источник: www.cba.am и www.cbr.ru

График 9. Волатильность денежного агрегата M2X



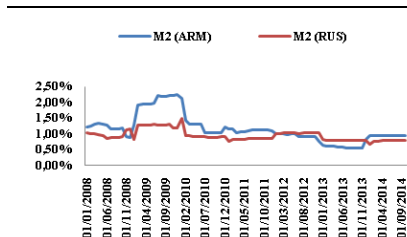
Источник: www.cba.am и www.cbr.ru

График 10. Корреляция волатильность денежного агрегата M2X



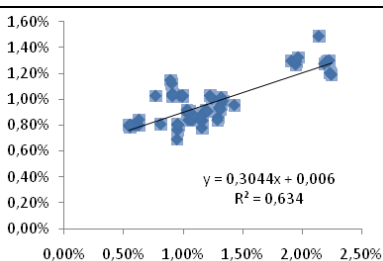
Источник: www.cba.am и www.cbr.ru

График 11. Волатильность денежного агрегата M2



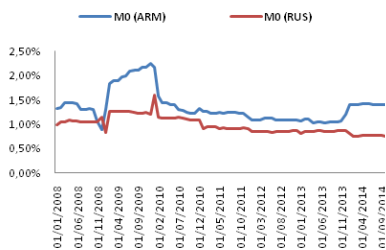
Источник: www.cba.am и www.cbr.ru

График 12. Корреляция волатильность денежного агрегата M2



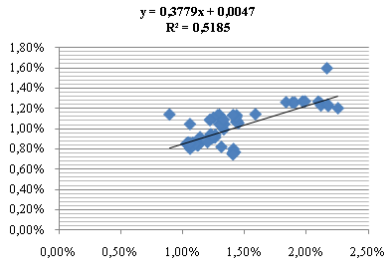
Источник: www.cba.am и www.cbr.ru

График 13. Волатильность денежного агрегата М0



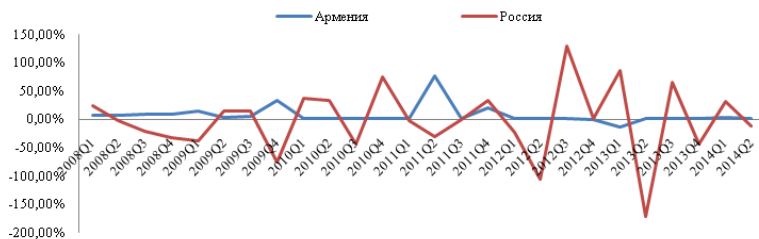
Источник: www.cba.am и www.cbr.ru

График 14. Корреляция волатильность денежного агрегата М0



Источник: www.cba.am и www.cbr.ru

График 15. Процентное изменение ПИИ по отношению к предыдущему периоду



Источник: www.cba.am и www.cbr.ru

Таблица 1. Коэффициенты корреляции

Источник: расчеты автора

Приложение 3. Связь между трансфертами 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 4. 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

О Г Л А В Л Е Н И Е

Вводная часть	5
Глава 1. Экономика Армении: макроэкономический обзор, проблемы и перспективы	9
1.1. Эндогенные факторы экономического развития в Армении ...	13
1.2. Экзогенные факторы экономического развития в Армении.....	39
Глава 2. Финансовая система Армении: проблемы и перспективы	46
2.1. Неравномерное развитие	49
2.2. Слабая связь с реальным сектором	50
2.3. Отсутствие длинных денег	53
2.4. Риск высокой концентрации рынка финансовых услуг	77
2.5. Долларизация	81
2.6. Высокий уровень процентных ставок	86
2.7. Обособленность от мировой финансовой системы. Фондовая биржа РА NASDAQ OMX.....	89
2.8. Эффективность финансовой системы РА.....	92
Глава 3. Денежно-кредитное регулирование ЦБ РА	96
3.1. Таргетирование денежных агрегатов в Армении.....	103
3.2. Инфляционное таргетирование ЦБ РА: миф или реальность	110
Глава 4. Проблема валютного регулирования в Армении	131
4.1. Валютная политика Армении: проблемы и перспективы	133
4.2. Валютные кризисы 2009г. и 2014г.: истоки и последствия ...	156
Глава 5. Проблемы и перспективы валютной интеграции в рамках ЕАЭС	179
5.1. Теоретические основы валютных интеграционных объединений.....	180
5.2. Макроэкономическая сбалансированность, фискальная и монетарная политика в странах ЕАЭС	192
5.3. Оценка перспектив валютной интеграции в странах ЕАЭС: альтернативный подход.....	205
Выводы и рекомендации	216
Список использованной литературы	224
Приложения	235

Мариам Амбарцумовна Восканян

ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОГО И ВАЛЮТНОГО РЕГУЛИРОВА-
НИЯ В АРМЕНИИ

МОНОГРАФИЯ

Главный редактор: М.Э. Авакян
Компьютерная верстка: А.С. Бжикян

Адрес Редакции научных изданий Российско-Армянского
(Славянского) университета:
0051, г. Ереван, ул. Овсепя Эмина, 123
тел/факс: (+374 10) 27-70-52, (внутр. 42-02)
e-mail: redaction.rau@gmail.com

Заказ № 8

Подписано к печати 19.06.2016г.
Формат 60x841/16. Бумага офсетная № 1.
Объем усл. 15.12 п.л. Тираж 200 экз.