

**РОССИЙСКО-АРМЯНСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ**

**Э.М. САНДОЯН, М.А. ВОСКАНЯН**

**ПОЛИТИКА ВАЛЮТНОГО  
РЕГУЛИРОВАНИЯ В РЕСПУБЛИКЕ  
АРМЕНИЯ: ПРОБЛЕМЫ И  
ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ**

**ЕРЕВАН 2017**

**РОССИЙСКО-АРМЯНСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ**

**Э.М. САНДОЯН, М.А. ВОСКАНЯН**

**ПОЛИТИКА ВАЛЮТНОГО  
РЕГУЛИРОВАНИЯ В РЕСПУБЛИКЕ  
АРМЕНИЯ: ПРОБЛЕМЫ И  
ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ**

**19 октября, 2016г.**

**Материалы научного семинара**

**ЕРЕВАН  
ИЗДАТЕЛЬСТВО РАУ  
2017**

ՀԱՅ-ՈՌԻՄԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

Է Մ Սանդոյան, Մ Հ Ոսկանյան

ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ԵՎ ԱՐԺՈՒԹԱՅԻՆ  
ԿԱՐԳԱՎՈՐՄԱՆ  
ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ  
ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ.  
ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐՆ ՈՒ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ  
ՀԵՌԱՆԿԱՐՆԵՐԸ

Հոկտեմբերի 19-ին, 2016թ.

Գիտաժողովի նյութեր

ԵՐԵՎԱՆ  
ՀՌՀ ՀՐԱՏԱՐԱԿՉՈՒԹՅՈՒՆ  
2017

УДК 336  
ББК 65.26  
В 762

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

**Сандоян Э.М., Восканян М.А.**

**В 762** Политика валютного регулирования в Республике Армения: проблемы и перспективы развития: Материалы научного семинара/ Э.М. Сандоян, М.А. Восканян. – Ер.: Изд-во РАУ РА, 2017. – 44с.

События последних лет в экономике Армении выявили острую необходимость пересмотра подходов к валютному регулированию. В частности последний валютный кризис 2014г. показал неготовность Центрального Банка РА своевременно и эффективно нивелировать негативные последствия внешних шоков на валютный рынок. Более того, проводимая долгие годы жесткая монетарная и валютная политика привела к негативным последствиям для экономического роста страны. Попытки урегулировать волатильность на валютном рынке в конце 2014г. свелись к жестким механизмам валютного и денежно-кредитного регулирования, в следствии чего последние два года в Армении наблюдается беспрецедентное замедление темпов экономического роста, обусловленное прежде всего приоритетностью цели и задач центрального банка перед общими макроэкономическими целями государства.

Монография отражает результаты дискуссии в рамках научного семинара на тему «Политика валютного регулирования в РА: проблемы и перспективы развития», который состоялся в Российско-Армянском университете (Армения, г. Ереван) 19 октября в 13<sup>00</sup>.

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

**УДК 336  
ББК 65.26**

**ISBN 978-9939-67-146-8**

**©Издательство РАУ, 2017**

Հայ-Ռուսական համալսարանում 2016թ. հոկտեմբերի 19-ին կայացել է «Արժութային քաղաքականության կարգավորումը ՀՀ-ում՝ խնդիրներն ու հեռանկարները» թեմայով գիտաժողով: Գիտաժողովը կազմակերպել է Հայ-Ռուսական համալսարանը Մ.Վ.Լոմոնոսովի անվան Մոսկվայի պետական համալսարանի «Մոսկվայի տնտեսագիտության դպրոցի» հետ համատեղ:

Գիտաժողովի ընթացքում ելույթ ունեցան ՀՀ և ՌԴ գիտնականներ: Կլոր սեղանի շրջանակներում քննարկվել են արժութային կարգավորման քաղաքականությունը և արժութային սահմանափակումների կիրառման նպատակահարմարությունը: Հատուկ ուշադրություն է դարձվել Հայաստանում և Ռուսաստանում այս ոլորտի խնդիրներին և զարգացման հեռանկարներին: Ստորև ներկայացված են գիտաժողովի հիմնական արդյունքները:

Սորոկին Դմիտրի Եվգենիի, տ.գ.դ., պրոֆեսոր, ՌԴ գիտությունների ազգային ակադեմիայի թղթակից անդամ, ՌԴ կառավարությանը առընթեր Ֆինանսական համալսարանի գիտական ղեկավար

- ✓ Ցանկացած տեսություն աբստրակտ է, չի կարելի ուղղակի ասել արժութային կարգավորման տվյալ քաղաքականությունն իդեալական է բոլոր ժամանակների և ազգերի համար՝ միշտ խոսքը գնում է կոնկրետ վայրի, կոնկրետ ժամանակաշրջանի, կոնկրետ պայմանների մասին: Այդ պատճառով ցանկացած, անգամ ամենաճիշտ տեսական դրույթները, որ կարող են գրքերում գրված լինել, կիրառելի չեն տվյալ կոնկրետ իրավիճակում:

- ✓ Առանց հասարակական աջակցության ոչ մի քաղաքականություն հնարավոր չէ իրականացնել, այդ պատճառով այն պետք է ունենա պարզ տերմինաբանություն, հարկավոր է խոսել այնպիսի լեզվով, որը հասկանալի կլինի հասարակության լայն զանգվածների համար:

Նեկիպելով Ալեքսանդր Դմիտրիի, տ.գ.դ., պրոֆեսոր, գիտությունների ազգային ակադեմիայի ակադեմիկոս, Մ.Վ. Լոմոնոսովի անվան Մոսկվայի պետական համալսարանի «Մոսկվայի տնտեսագիտության դպրոցի» տնօրեն

- ✓ Արմատական փոփոխությունների շրջանում, որը սկսվել է 1992թ.-ից, Ռուսաստանում գործել են արժույթային փոխարժեքի տարբեր ռեժիմներ և ընդհանրապես դրամավարկային քաղաքականության տարբեր մոտեցումներ: 90-ականների մեծ մասի ընթացքում պահպանվել են վճարային հաշվեկշռի կապիտալի հաշիվների նկատմամբ լուրջ սահմանափակումներ:
- ✓ 1997թ.-ին ազատականացվել է պետական արժեթղթերի շուկան, քանի որ այդ շրջանում ահռելի չափերի էին հասնում պետական պարտքային պարտավորությունները և ենթադրվում էր, որ արտասահմանից դրամական հոսքը դեպի այդ շուկա թույլ կտար իջեցնել տոկոսադրույքները: Սակայն անհրաժեշտ է նշել, որ դա անհաջող փորոձ էր և այդ շուկայի բացումը այնքան էլ կարևոր դեր չխաղաց և ավարտվեց 1998թ. սուվերեն դեֆոլտով: Դեֆոլտից հետո, երբ երկրում հուսահատ վիճակ էր, գրեթե ամբողջ բանկային համակարգը սննկացման եզրին էր կամ դրանից այն կողմ, շատ լուրջ խնդիր կար, որ բանկային

համակարգի փլուզումը կարող էր բերել կաթվածահարության կապված այն հանգամանքի հետ, որ բանկերը և՛ վճարային համակարգի մասն են կազմում, և՛ տնտեսական գործակալների միջև հաշվարկների իրականացնող են հանդիսանում: Այդ ժամանակ ՌԴ ԿԲ-ն շատ օպտիմալ միջոցներ ձեռնարկեց, ըստ որոնց կիրառվեցին արժութային սահմանափակումներ, մասնավորապես այդ ժամանակ ներդրվեց տնտեսական գործակալի արժութային հատույթի մի մասի պարտադիր վաճառքը և միևնույն ժամանակ սահմանափակումներ դրվեցին բանկերի արժութային դիրքերի վրա: Այլ միջոցների կիրառման հետ միասին հաջողվեց արդեն 1998թ. վերջին տնտեսությունը տեղափոխել աճի ռեժիմ և դեկտեմբերին աճ սկսվեց, իսկ փետրվարին կայունացավ իրավիճակը արժութային շուկայում:

- ✓ 2004թ.-ից սկսած Ռուսաստանում սկսվեց վճարային հաշվեկշռի կապիտալի հաշիվների ազատականացման գործընթացը, որն ավարտվեց 2006թ. վերջին: Նեկիպելով Ա.Գ.-ն համարում էր, որ նման գործընթաց սկսելու համար դեռ վաղ էր, սակայն որոշումն ընդունվեց և սկզբնական շրջանում երկրի համար առանձնապես ոչ մի խնդիրներ չառաջացրեց: Միևնույն ժամանակ կիրառվեց արժութային միջանցքի քաղաքականությունը 2004թ.-ից մինչև 2014թ. աշունը, երբ անցում կատարվեց ազատ լողացող փոխարժեքի ռեժիմի: 2008թ. ճգնաժամի ժամանակ Ռուսաստանի կրած վնասներում մեծ դեր խաղաց հենց կապիտալի հաշիվների ազատականացումը: 2008թ. օգոստոսին արժութային պահուստները մոտ \$600մլրդ էին, մինչև 2009թ. փետրվարը դրանք կրճատվեցին \$200մլրդ-ով,

այսինքն մեկ երրորդով: Հայտնի չէ թե երբ և ինչով այս ամենը կվերջանար, եթե 2009թ. փետրվար-մարտ ամիսներին չսկսեր նավթի գների աճ և իրավիճակը չկայունանար:

- ✓ Արժույթային փոխարժեքի ռեժիմը պահպանվեց մինչև 2014թ. աշունը, երբ Ռուսաստանը որոշում ընդունեց անցնել լողացող փոխարժեքի քաղաքականության և գնաճի նպատակադրման՝ տոկոսադրույքի միջոցով: Տեսնենք ինչ էր կատարվում տնտեսությունում այդ ժամանակաշրջանում: Եթե այդ ժամանակաշրջանում, ներառյալ 2015-2016թթ., Ռուսաստանն ուներ վճարային հաշվեկշռի ընթացիկ հաշվի շատ մեծ ակտիվ, ապա ի՞նչ էր կատարվում երկիր մտնող բոլոր այդ միջոցների հետ: 2000-2007թթ., արագ տնտեսական աճի շրջանում, մասնավոր կապիտալը որոշակիորեն հոսում էր դեպի երկիր, բայց միևնույն ժամանակ պահուստային ակտիվների մեծացման հետևանքով արտահոսքը շատ մեծ էր: Ճգնաժամի ժամանակաշրջանում 2008-2010թթ. սկսվեց մասնավոր հատվածի կապիտալի լուրջ արտահոսք և որոշակիորեն շարունակվում էր պահուստների աճը: 2011-2015թթ. երկիրն արդեն դուրս էր գալիս ճգնաժամից, սակայն դեռ շարունակվում էր մասնավոր կապիտալի արտահոսքը երկրից: Ընդհանուր առմամբ 2000-2015թթ. ընթացքում կուտակվել է մասնավոր կապիտալի բավականին մեծ արտահոսք, և զգալի արտահոսք ԿԲ պահուստների տեսքով: Համախառն արտահոսքը կազմել է մոտ \$1տրլն, այսինքն միջինում երկիրը չի օգտագործել տարեկան մոտ \$60մլրդ միջոցներ:
- ✓ 2014թ. ընթացքում անվանական փոխարժեքը զգալիորեն աճել է, իրական փոխարժեքը որոշակիորեն



ավելի արագ է աճել, քանի որ գնաճ կար, սակայն իրական փոխարժեքը քիչ թե շատ կրկնում է անվանական փոխարժեքի շարժը: Ակնառու կապ կա անվանական, իրական փոխարժեքների շարժի և արժութային պահուստների փոփոխության միջև:

- ✓ 2012թ. սեպտեմբերից սկսած արժութային փոխարժեքը մոտ 31ռուբլի էր դոլարի նկատմամբ, բայց 2014թ. աշնանը, երբ անցում կատարվեց լողացող փոխարժեքի ռեժիմի առանց որևէ արժութային սահմանափակման, փոխարժեքը սկսեց կտրուկ ընկնել: Դրամավարկային մարմինները, հատկապես դեկտեմբերին փոխարժեքի մեկանգամյա թռիչքից հետո, մասնավոր կապիտալի կտրուկ ուժգնացած արտահոսքը կանգնեցնելու համար ստիպված էին բարձրացնել տոկոսադրույքը մինչև 18%, ինչն իհարկե կաթվածահարող ազդեցություն ունեցավ տնտեսական աճի վրա 2015թ. սկզբին: Այժմ իրավիճակը ինչ-որ չափով կայունացել է, գնաճը կրճատվել է: Տոկոսադրույքը աստիճանաբար իջեցվում է ԿԲ կողմից, և այժմ գտնվում է 10% մակարդակում:
- ✓ Բնակչությունը հանդիսանում է արժութային շուկայի կարևոր խաղացող: Մարդիկ սկսում են արժույթի փոխանակում կատարել, երբ արժութային շուկայում իրավիճակը անհավասարակշիռ է դառնում, և արագորեն դադարում են, երբ իրավիճակը կայունանում է: Այդ պատճառով արժութային սահմանափակումների կողմնակիցները ոչ մի փոփոխություն չեն առաջարկում կատարել այս ուղղությամբ: Արժութային փոխարժեքի ձևավորման տեսանկյունից շատ կարևոր և մեծ ազդեցություն ունեցող գործոն է կապիտալի սպեկուլյատիվ շարժը երկրից երկիր:

- ✓ Շատերը կարծում են, որ այժմ Ռուսաստանում իրավիճակն աստիճանաբար կայունանում է, երկիրը դուրս է գալիս ճգնաժամից, եթե նոր արտաքին ցնցումներ չլինեն: Սակայն պարոն Նեկիպելովը համամիտ չէ այս տրամաբանության հետ, քանի որ արժույթային շուկան դեռ ունակ է երկրին բերելու անկայունության վիճակի արտաքին ցնցումների հետևանքով: Ի տարբերություն 1998թ.-ի հետդեֆոլտյան ժամանակաշրջանի, երբ անհրաժեշտ եղավ ընդամենը մի քանի ամիս երկիրն այդ վիճակից հանելու և տնտեսական աճ ունենալու համար, այժմ Ռուսաստանը սպասում է, թե երբ է շուկան ինքնուրույն կարգավորվելու 2 տարի շարունակ: Ավելի քան 20 ամիսների ընթացքում երկրում տեղի է ունենում բավականին արագ տեմպերով կենսամակարդակի անկում, երկրի տնտեսությունում ձևավորվել է բավականին դեպրեսիվ մթնոլորտ: Պարոն Նեկիպելովի կարծիքով այս ամենը բավարար է միջոցներ ձեռնարկելու համար, որոնք կբերեն կայունացման արագացմանը:

Գուլովնին Միխայիլ Յուրիի, տ.գ.դ., պրոֆեսոր, ՌԴ գիտությունների ազգային ակադեմիայի թղթակից անդամ և Տնտեսագիտական ինստիտուտի տնօրենի առաջին տեղակալ, Մ.Վ. Լոմոնոսովի անվան Մոսկվայի պետական համալսարանի «Մոսկվայի տնտեսագիտության դպրոցի» պրոֆեսոր

- ✓ Եթե դիտարկենք դրամավարկային քաղաքականության ռեժիմների վիճակագրությունը, որ կիրառում են կարգավորվող շուկաներով և զարգացող երկրները, ապա կտեսնենք, որ ժամանակակից պայմաններում հիմնական ռեժիմ է հանդիսանում արժույթային

փոխարժեքի նպատակադրումը: Թե ինչու են հենց այս երկրներն ընտրում այդ ռեժիմը, կարելի է բացատրել «ազատ լողալու վախով»: Այս վախը նախևառաջ կապված է այդ երկրների կողմից ռեսուրսների ներգրավման յուրահատկություններով: Բնականաբար արտաքին շուկաներից այս երկրները կարող են ռեսուրսներ ներգրավել միայն արտարժույթով, շատ սակավաթիվ երկրներ կան, որ դա անում են իրենց ազգային արժույթով: Ավելին, ներքին շուկաներում հաճախ ռեսուրսների ներգրավումը տեղի է ունենում նույնպես արտարժույթով, ընդ որում դա վերաբերում է տնտեսական գործակալների լայն շրջանակի: Այստեղ խոսքը գնում է ոչ միայն կառավարության և կազմակերպությունների, բանկերի կողմից ռեսուրսների ներգրավման մասին, այլև բնակչության կողմից: Հետևաբար նման պայմաններում փոխարժեքի կտրուկ տատանումը կարող է բերել համապատասխան երկրի ֆինանսական կայունության խաթարման ռիսկերի:

- ✓ Կապված գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամի հետ եղան որոշ կարևոր փոփոխություններ կապված այն հանգամանքի հետ, որ արժութային փոխարժեքի կարգավորման հանդեպ ուշադրությունն աճեց: Եթե մինչև ճգնաժամը գործում էր արժութային կարգավորման հիմնականում երկու ռեժիմ՝ ֆիքսում և գնաճի նպատակադրում, ընդ որում շատ երկրներ նախապատվություն էին տալիս վերջինին, ապա ճգնաժամը ցույց տվեց, որ գնաճի նպատակադրման քաղաքականության վարման դեպքում արժութային փոխարժեքն ամբողջությամբ չի կլանում արտաքին շուկերը: Բացի այդ եղավ ևս մեկ կարևոր փոփոխություն՝

շատ երկրներ նոր սահմանափակումներ ներդրեցին կապիտալի շարժի վրա և միջազգային ֆինանսական կազմակերպությունները, եթե չաջակցեցին, ապա նրանց մասնագետներն իրենց աշխատություններում գրեցին, որ նման սահմանափակումները կարող են ունենալ դրական արդյունքներ:

- ✓ Ինչ վերաբերում է Ռուսաստանի տնտեսությանը, ապա եթե դիտարկենք 2008-2014թթ. ընթացքում Ռուսաստանում դոլարիզացիայի մակարդակը, ապա կտեսնենք, որ այն բավականին բարձր է և հատկապես 2014-2015թթ. ընթացքում էլ ավելի է բարձրացել:
- ✓ Ֆինանսական հաշվի բացումից հետո անկախ դրամավարկային քաղաքականություն իրականացնելու հնարավորությունը կրճատվեց: Կապիտալի ազատ շարժ, ֆիքսված փոխարժեք և անկախ դրամավարկային քաղաքականության մեջ ընտրություն կատարելու առումով կապիտալի շարժի սահմանափակումներն ավելի մեծ հնարավորություններ են ստեղծում դրամավարկային քաղաքականության համար:
- ✓ 2013-2015թթ. ընթացքում Ռուսաստանը ենթարկվել է մի շարք արտաքին շոկերի, որոնք են՝ Ուկրաինայում քաղաքական ցնցումները (2014թ. մարտից), ռուսական բանկերի և ձեռնարկությունների նկատմամբ տնտեսական սանկցիաները, նավթի գների անկումը (2014-2016թթ.), Չինաստանի տնտեսության աճի դանդաղումը:

Սանդոյան Էդվարդ Մարտինի, ՌԴ և ՀՀ տ.գ.դ., պրոֆեսոր, ՀՌՀ Տնտեսագիտության և բիզնեսի ինստիտուտի տնօրեն

- ✓ ԵԱՏՄ գործընկեր երկրների հետ ՀՀ արտաքին առևտրի ընդլայնման հիմնական խոչընդոտն է մեր երկրներում

իրականացվող ոչ համարժեք արժույթային քաղաքականությունը: Արժույթային քաղաքականությունն անհրաժեշտ է ձևավորել հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ ԵԱՏՄ երկրների շրջանում մեր հիմնական առևտրային գործընկերը Ռուսաստանն է: Արժույթային քաղաքականությունն ինքնանպատակ չէ, անհրաժեշտ է ստեղծել արժույթային կարգավորման այնպիսի պայմաններ, որոնք կնպաստեն առևտրատնտեսական հարաբերություններին:

- ✓ Հայաստանից Ռուսաստան արտահանումը գազաթնակետին է հասել 2013թ.-ին: Ինչից հետո 2014թ.-ից սկսած, որն ինչպես հայտնի է ռուսական ռուբլու քարձր անկայունության շրջանն է, վերջին երկու տարիների ընթացքում սկսվել է Հայաստանի արժույթային կարգավորման քաղաքականության Ռուսաստանի արժույթային կարգավորման քաղաքականությունից հեռացում. ռուբլու փոխարժեքի մեծ արժեզրկման և անկայունության պայմաններում, կապված նավթային գործոնի հետ, Հայաստանը վարում է կայուն փոխարժեքի քաղաքականություն: Այլ հավասար պայմաններում իհարկե կարելի է բերել բազմաթիվ պատճառներ կայուն փոխարժեքի քաղաքականության օգտին, ինչպիսիք են օրինակ արտաքին պարտքի հետ կապված ծանր իրավիճակը, ինչպես նաև ռեսուրսների համար վճարումների իրականացումը (այդ թվում գազի), որոնք կատարվում են ԱՄՆ դոլարով: Մենք կրում ենք այս երկու, ինչպես նաև սոցիալական գործոններով պայմանավորված ռիսկերը: Եթե մենք թողնենք, որ ՀՀ դրամն ազատ լողա ռուբլու փոխարժեքին համահունչ, ապա կստանանք ՀՀ

տնտեսության ակտիվացում և արտահանման ընդլայնում, սակայն Հայաստանում կառաջանան սոցիալական խնդիրներ: Սակայն վերոհիշյալ գործոններն են կառավարությանը հետ պահում լողացող փոխարժեքի քաղաքականություն վարելուց: Սակայն ավելի լավ է ունենալ իրական փոխարժեք և նպաստել տնտեսական աճին համախառն պահանջարկի ընդլայնման միջոցով, քան զսպել համախառն պահանջարկը, ապահովել փոխարժեքի կայունություն, այսինքն կայուն վատ իրավիճակ, որի պայմաններում բնակչության 30%-ն, իսկ եթե վերահաշվարկ կատարենք ըստ նվազագույն սպառողական զամբյուղի, ապա ավելի քանի 50%-ը ապրում է աղքատության սահմանից այն կողմ, նման ձևով ոչնչի չենք հասնի: Այս տեսանկյունից կայուն արժույթային փոխարժեքի քաղաքականության կիրառումը ճիշտ չէ:

- ✓ ՀՀ ԿԲ-ն արժույթային փոխարժեքը կարգավորում է պարտադիր պահուստավորման համակարգի միջոցով: Եթե պարտադիր պահուստավորման նորմը Ռուսաստանում 4.25% է բոլոր արժույթների համար, ապա ՀՀ-ում 2014թ. դեկտեմբերին կիրառեցին նախ 24%, այնուհետև հասկանալով, որ նման բարձր մակարդակը բանկային համակարգի ոչնչացման ուղի է հարթում, մեկ շաբաթ անց մակարդակն իջացրեցին մինչև 20%, գրեթե երկու տարի այն մնաց նույն մակարդակում և միայն վերջերս դարձավ 18%: Այնուամենայնիվ ըստ էության շարունակվում է ոչ շուկայական մեթոդներով սահմանափակումների կիրառումը:

- ✓ Այսպիսով Հայաստանի ԿԲ-ն ապահովում է ազգային արժույթի կայունություն՝ բանկային համակարգին վնասներ հասցնելու հաշվին:
- ✓ Հայաստանը ԵԱՏՄ և առևտրի համաշխարհային կազմակերպության ստանդարտների պայմաններում, իբրև սեփական շուկաների պաշտպանիչ և արտաքին շուկերի կլանման միջոց ունի մեկ գործիք, որն է արժութային փոխարժեքը, այլևս չկան սակագնային և ոչ սակագնային սահմանափակումներ, ավելին ԵԱՏՄ պայմաններում ստացվում է, որ Հայաստանը փաստացիորեն վերացնում է իր հիմնական առևտրային գործընկերոջ՝ Ռուսաստանի հետ առևտրի բոլոր սահմանափակումները՝ այդպիսով ներքին շուկաների պաշտպանության մեր միակ մեխանիզմը փոխարժեքն է: Եվ եթե փոխարժեքը կարգավորվում է Ռուսաստանում իրականացվող արժութային քաղաքականությանը համահունչ, ապա Հայաստանը կարող է պահպանել և անգամ զարգացնել արտաքին առևտուրը Ռուսաստանի հետ: Եվ հակառակը, եթե Հայաստանը շարունակի վարել կայուն ազգային փոխարժեքի քաղաքականություն ոչ շուկայական մեթոդներով, ապա մենք կզրկվենք ռուսական շուկայի հաշվին տնտեսության զարգացման հնարավորություններից: Այդ դեպքում անհրաժեշտ է գտնել այլ շուկաներ, որոնք մեզ համար մատչելի չեն:
- ✓ Եթե համեմատենք օրինակ հայկական կոնյակի արտահանումը Ռուսաստան, ինչը մեր արտահանման հիմնական կոմպոնենտն է, 2015թ.-ին 2013թ.-ի համեմատ, ապա կտեսնենք, որ այդ ընթացքում կորցրել ենք ռուսական շուկայի 40%-ը հենց արժութային փոխարժեքի հետևանքով, քանի որ ռուբլին

արժեզրկվում էր, իսկ դրամը՝ կայուն մնում: Այժմ 2016թ. սեպտեմբերին 2015թ. համեմատ կարելի է նկատել 70% աճ, սակայն իրականում 2013թ.-ի համեմատ աճը կազմել է ընդամենը 2%:

- ✓ Անհրաժեշտ է դիվերսիֆիկացնել տնտեսությունը, բարելավել գործարար միջավայրը՝ կապիտալի փախուստը կանխելու համար, ինչի հետևանքով Հայաստանը ամեն տարի կորցնում է ՀՆԱ 10%-ը, ինչը ցույց է տալիս, որ Հայաստանում տնտեսության կարգավորման համակարգն անարդյունավետ է և սահմանափակում է հնարավորությունները:

Ոսկանյան Սարիամ Համբարձումի, տ.գ.թ., դոցենտ, ՀՌՀ տնտեսագիտության տեսության և անցումային շրջանի տնտեսության հիմնախնդիրների ամբիոնի վարիչ

- ✓ Մենք կարող ենք խթանել տնտեսական աճը գնաճի միջոցով: Սակայն կան խնդիրներ, որոնցից առաջինը վերաբերում է շուկայի բարձր կենտրոնացմանը: Շուկայի կենտրոնացման բարձր մակարդակի պայմաններում բավականին դժվար է իրականացնել դրամավարկային քաղաքականություն, քանի որ գոյություն չունի գների շուկայական հիմք: Հայաստանում կենտրոնացման մակարդակը շատ բարձր է, և առկա է գրեթե բոլոր ապրանքային շուկաներում: Հատկապես հետաքրքիր է, որ այն վերաբերում է անգամ նվազագույն սպառողական զամբյուղին և նույնիսկ սպառողական զամբյուղի ամենաառաջնային ապրանքների շուկաներին: Այդ պատճառով ԿԲ-ին բավականին դժվար կլինի դրամավարկային քաղաքականության միջոցով ազդել գնային կառուցվածքի վրա: Երկրորդ խնդիրը դա ԿԲ -



իրական հատված ազդեցության մեխանիզմի բացակայությունն է, այսինքն թույլ է ֆինանսական հատվածի ազդեցությունը իրական տնտեսության վրա: Այս խնդիրը կա նաև անցումային տնտեսությամբ այլ երկրներում: Հայաստանի ֆինանսական շուկայում գերակայում է բանկային հատվածը, գրեթե բացակայում են այլ տեսակի ֆինանսական ինստիտուտները: Այսինքն ստացվում է, որ ԿԲ-ն ոչմի գործիք, հնարավորություն չունի իրական հատվածի վրա ազդելու համար: Ստացվում է, որ ԿԲ կողմից իրական հատվածի վրա ազդեցության միակ գործիքը արժութային փոխարժեքն է, այսինքն արժութային քաղաքականությունը:

- ✓ Հայաստանում, ինչպես Ռուսաստանում, բավականին բարձր է դոլարիզացիայի մակարդակը: Հյաստանում ճգնաժամերի ժամանակ փոխարժեքի տատանումները արտացոլվել են դոլարիզացիայի մակարդակում, ինչը հատկապես վառ է երևում 2009թ.-ին: Ի տարբերություն Ռուսաստանի, Հայաստանում այն մի անգամ բարձրացել է և մնացել այդ մակարդակում, իսկ Ռուսաստանում այն մի քանի անգամ նվազման միտում է ունեցել, այսինքն վստահությունը վերականգնվում էր:
- ✓ Արդյունքում մենք ստանում ենք գնաճի նպատակադրման, որին մենք անցել ենք 2006թ.-ին, բավականին անարդյունավետ իրականացում: Ստացվում է, որ տնտեսական աճի տեսանկյունից արժութային քաղաքականությունը Հայաստանի համար դառնում է առաջնային: Մակայն արժութային փոխարժեքի կոշտ կարգավորումը նախնառաջ հակասում է գնաճի նպատակադրմանը: Օրինակ 2008թ.-ին կոշտ կարգավորումը հանգեցրեց 2009թ.-ի

փոխարժեքի կտրուկ թռիչքին, ինչը հնառավոր չեղավ զսպել: Ըստ էության 2014թ.-ին կարելի է նկատել նույն պատկերը, այսինքն Հայաստանը փորձեց մի քանի տարի պահել փոխարժեքը և ապա կտրուկ բաց թողեց: ԿԲ-ն շարունակում է իրականացնել փոխարժեքի ոչ շուկայական կարգավորման քաղաքականություն: Երկրորդ խնդիրն այն է, որ վարվող արժույթային քաղաքականությունը չի խթանում արտահանումը, ինչի մասին վկայում են ՀՀ արտահանման և ներմուծման դիրքերը: Մինչդեռ Ռուսաստանի արժույթային քաղաքականության հետ համահունչ քաղաքականության դեպքում կարելի էր խթանել Հայաստանի արտահանումը՝ հաշվի առնելով, որ Ռուսաստանը մեր հիմնական առևտրային գործընկերն է: Ռուսաստանի արժույթային քաղաքականության հետ Հայաստանի արժույթային քաղաքականության որևէ հարմոնիզացիայի բացակայությունը լուրջ խնդիր է: ԵԱՏՄ անդամ բոլոր երկրները սերտ կապված են Ռուսաստանի տնտեսության հետ և ռուբլու տատանողականությունը չի կարող չանդրադառնալ նաև Հայաստանի վրա: Արժույթային քաղաքականությունների համահունչությունը թույլ կտա Հայաստանին նվազագույնի հասցնել ներքին ռիսկերը և խուսափել փոխարժեքի այնպիսի թռիչքներից, ինչպիսիք եղան 2009թ.-ի մարտին և 2014թ. դեկտեմբերին: ԵԱՏՄ բոլոր երկրներից ամենաքիչն արժեզրկվել է ՀՀ դրամը: Եթե դիտարկենք ռուբլի/դոլար և դրամ/դոլար փոխարժեքների դինամիկան, ապա կտեսնենք, որ Հայաստանը չի հարմարվում Ռուսաստանի քաղաքականությանը, այլ մի օր բաց է թողնում փոխարժեքը, ինչն էլ բերում է կտրուկ թռիչքի,

միջդեռ կարելի էր դրան հասնել ավելի հարթ ուղով,  
ինչպես լինում է Ռուսաստանի դեպքում: Կտրուկ  
թռիչքները բացասական ազդեցություն ունեցան  
Հայաստանի տնտեսական աճի վրա:

## **ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ В АРМЕНИИ**

Современное состояние мировой экономики, глобальный и региональные финансово-экономические кризисы, локальные валютные кризисы последних лет обуславливают необходимость пересмотра основных подходов к денежно-кредитному регулированию в целом и валютному регулированию, в частности. При этом, следует отметить, что, несмотря на изменившиеся условия реализации концептуальных подходов и механизмов монетарной политики, центральные банки многих стран продолжают придерживаться проверенных временем традиционных подходов.

Очевидно, что малые открытые экономики в условиях высокой волатильности мировых валют столкнулись с особенно сложными проблемами в выборе механизмов и режимов регулирования курса национальной валюты. Поучителен пример Армении, где по причине значительной экзогенной зависимости денежного рынка от Российской экономики (в первую очередь, по основным каналам притока иностранной валюты, а именно экспорта, прямых иностранных инвестиций и частных иностранных трансфертов) Центральный банк оказался перед сложной дилеммой – допускать свободно плавающий валютный курс и придерживаться официально объявленного режима таргетирования инфляции или же реализовывать «таргетирование валютного курса» с целью сдерживания обесценения обменного курса национальной валюты.

Политика ЦБ Армении в период с конца 2014 г. по настоящее время основана именно на обеспечении стабильности валютного курса в условиях значительного сокращения притока иностранной валюты, обусловленного в основном российским кризисом, случившимся под воздействием значительного снижения

мировых цен на нефтегазовые ресурсы и применяемых Западом санкций по отношению к РФ. Ведь, если проводить политику свободно плавающего рыночного курса и допустить естественное в таких условиях обесценение национальной валюты, то неизбежна высокая инфляция. Следовательно, придется решать более сложные задачи налогово-бюджетной сферы, такие, как индексация пенсий и социальных пособий, пересмотр минимального уровня заработной платы, повышение заработной платы бюджетных служащих, обслуживание внешнего долга и др., а на поверхности не видно за счет каких ресурсов можно будет решать подобные задачи. Если же ЦБ Армении продолжит текущую политику стабильного валютного курса благодаря применению беспрецедентного в мировой практике инструмента повышенных резервных требований (18-20% обязательного резервирования банковских инвалютных обязательств), то наряду с существенным сокращением экспортного потенциала экономики будет происходить также сокращение рентабельности банковской системы. Немаловажно отметить, что по итогам 2016 г. ожидаемый экономический рост в Армении прогнозируется на уровне не более 0,5% при дефляции в 1,5-2,0%.

Таким образом, решение сложных макроэкономических и структурных задач за счет монетарной политики отражается на потенциале экономического роста уже в среднесрочный период, еще более усложняя решение фундаментальных экономических проблем. Более того, в таких экономиках инструменты монетарного регулирования достаточно ограничены в силу неразвитости институциональной среды, в т.ч. налогового регулирования, и институтов финансового посредничества. При этом, слабое развитие институтов финансового посредничества является существенным препятствием для реализации режима инфляционного таргетирования, которое якобы реализуется в рамках денежно-кредитной политики ЦБ РА. В реальности единственным эффективным инструментом «денежных властей» является регулирование курса национальной валюты.

С другой стороны, в условиях интеграционных процессов, которые протекают на территории евразийского пространства,

валютное регулирование приобретает особую значимость. Вступление в ЕАЭС открыло для Армении большой потребительский рынок с 180 млн. населением и, следовательно, новые возможности для расширения экспорта. Однако, в течение последних двух лет, на наш взгляд, в первую очередь, по причине проводимой Центральным банком Армении политики стабильного валютного курса, не только не удалось расширить экономическую емкость путем активизации внешней торговли со странами ЕАЭС, но и, наоборот, еще более замедлились темпы экономического роста<sup>1</sup>.

При этом стоит отметить, что основным партнером среди стран ЕАЭС для Армении была и пока остается Россия, поскольку объемы взаимной торговли с другими странами Союза остаются незначительными. Справедливости ради стоит отметить, что такая ситуация присуща практически всем странам ЕАЭС. Иными словами, наше интеграционное объединение носит одновременно центробежный и центростремительный характер с ядром в российской экономике. И конечно, при выборе подходов валютного регулирования как в Армении, так и в других странах ЕАЭС, нельзя не учитывать этот факт, если конечно реализация валютной политики несет в себе задачу стимулирования экономического роста за счет усиления конкурентных преимуществ национальных товаропроизводителей на евразийских рынках.

Даже поверхностный обзор динамики темпов экономического роста Армении за последние восемь лет выявляет стагнационный характер развития экономики (рисунок 1). Несмотря на некоторый период двузначного роста до 2007 г., после значительной рецессии 2009 г. экономика Армении до сих пор не восстановилась. Более того, в посткризисный период наблюдаются

---

<sup>1</sup> См. также: Восканян М.А., Сандоян Э.М. Проблемы денежно-кредитного регулирования в Республике Армения в условиях Евразийской экономической интеграции. Воспроизводство России в XXI веке: диалектика регулируемого развития. К 80-летию выхода в свет книги Дж. М. Кейнса «Общая теория занятости, процента и денег»: сборник тезисов до-кладов / под ред. Р.М. Нуреева, М.Л. Альпидовской. – М.: Финансовый университет, 2016. – 740 с. ISBN 978-5-7942-1336-2 Стр. 592-597 (РИНЦ); Восканян М.А., Сандоян Э.М., Мнацаканян Л. О необходимости гармонизации подходов к валютному регулированию в странах ЕАЭС. Институциональный механизм преодоления рецессии. Коллективная монография по материалам XIII Международной научно-практической интернет-конференции, 11–20 сентября 2015 г. — Ростов н/Д: Изд-во «Содействие – XXI век», 2015. — 262 с. 191-200 (РИНЦ).

достаточно низкие темпы экономического роста, что означает в первую очередь некачественный экономический рост, наблюдавшийся в докризисный период, поскольку он определенно не подготовил «подушку безопасности» на случай падения темпов экономического роста.



Рисунок 1. Темпы экономического роста в Армении.

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

Отраслевая структура Валового продукта Армении ясно иллюстрирует основной фактор экономического роста в период с 2002-2008гг. (рисунок 2), а именно строительный сектор.

Фактически локомотивом экономического роста в самый расцвет экономики Армении за годы независимости являлся сектор жилищного строительства. Однако, поскольку как спрос, так и предложение в этом секторе экономики во многом зависели от экзогенных факторов (львиная доля инвестиций в жилищное строительство, а также предъявляемого спроса на жилье принадлежит армянской диаспоре России), то после наступления глобального финансово-экономического кризиса 2008-2009 г.г., особенно значительного сокращения рентабельности бизнеса и доходов населения в РФ, произошел обвал рынка недвижимости в Армении, а в последующие годы вплоть до настоящего времени

продолжается стагнация как спроса на недвижимость, так и инвестиционной активности в этой сфере. Очевидно, что адекватное макроэкономическое регулирование могло бы предотвратить и/или минимизировать финансовые и социальные потери, однако до сих пор в Армении не нашли еще эффективных институциональных решений в этой сфере.

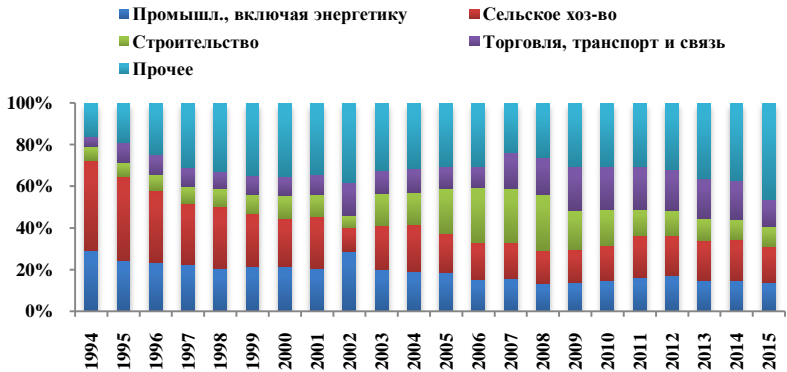


Рисунок 2. Отраслевая структура ВВП РА.

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

Тем не менее, в рамках данного исследования ставится задача оценить эффективность основных регулятивных инструментов государственной политики в отношении экономики РА с точки зрения достижения высоких и качественных темпов экономического роста.

Безусловно, наиболее быстрый эффект в антикризисной политике, как правило, достигается благодаря применению соответствующих сложившейся ситуации механизмов налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики, поэтому, не имея целью осуществить их комплексный анализ, выделим некоторые, на наш взгляд наиболее существенные факторы, ограничивающие потенциал экономического роста в Армении.



### Налогово-бюджетная политика.

Среди основных проблем, препятствующих осуществлению эффективной налогово-бюджетной политики в Армении, следует выделить: высокий уровень налогового бремени и доминирование косвенных налогов в общей структуре налоговых доходов государственного бюджета (рисунок 3), что обусловлено низкой эффективностью налогового администрирования, а также высокий уровень национального долга (рисунок 4), особенно внешнего государственного долга.

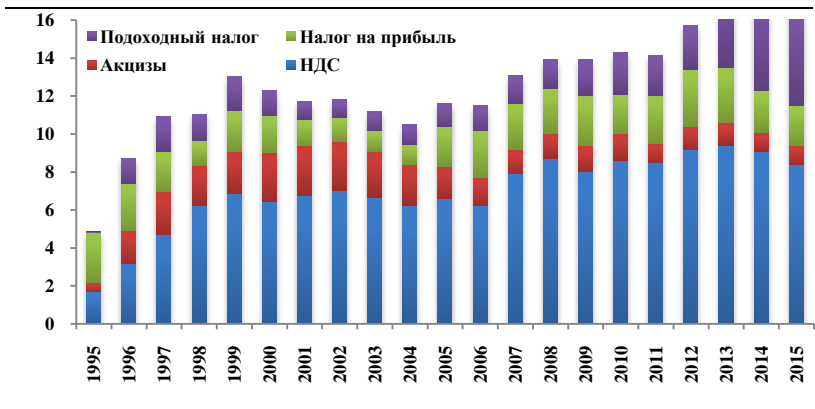


Рисунок 3. **Налоговые доходы/ВВП, %.**

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

В виду того, что косвенные налоги от импортируемых товаров, в первую очередь НДС, в Армении начиная с 1997 г. вплоть до настоящего времени (хотя с 2015 г., т.е. уже в условиях формирования таможенного союза, в рамках ЕАЭС политика начинает меняться, но таможенное регулирование по отношению к импорту из третьих стран остается в традиционном режиме) изымаются на таможенной границе, т.е. авансом до формирования добавочной стоимости, более того, с применением так называемых контрольных цен, значительно превышающих фактические цены приобретения в стране происхождения, а также учитывая высокую степень импортозависимости экономики, происходит

неестественное повышение общего ценового фона в стране, сокращающего реальный совокупный платежеспособный спрос и паритет покупательной способности, значит и потребительский источник экономического роста, а в конечном итоге, значительно ограничивающего экспортный потенциал экономики.

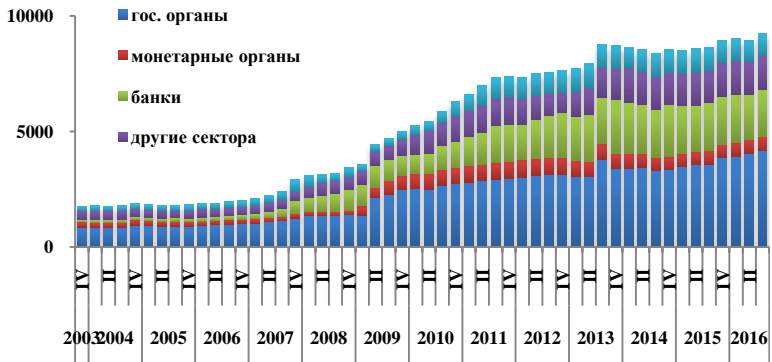


Рисунок 4. Внешний долг экономики и структура долга (млн. долларов США).

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

Общий национальный долг страны в период с 2008 г. по конец 2016 г. вырос с 32% почти до 87% к ВВП (рисунок 4), а государственный долг, соответственно, с 16,3% до 54,5% (рисунок 5). Подобное состояние наряду с неадекватно низким уровнем собираемости налогов в условиях продолжающейся в течение последних восьми лет экономической стагнации (ВВП страны в долларовом исчислении вот уже восьмой год подряд уступает уровню, достигнутому в 2008 г.), создает критические риски на пути к социально-экономическому развитию Армении.

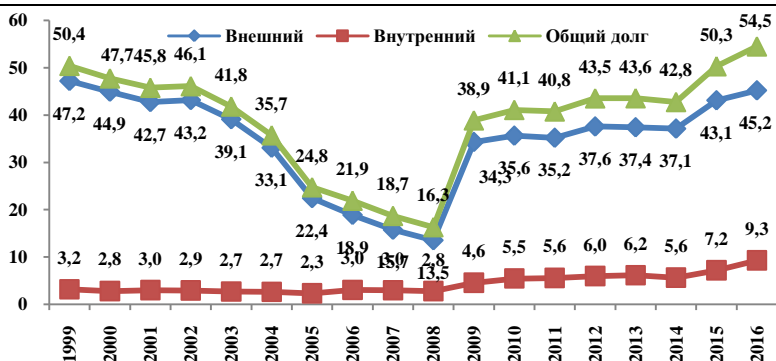


Рисунок 5. Государственный долг Армении к ВВП, в %-ах.

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

Еще одним определяющим фактором является бедность. Известно, что уровень бедности всегда является якорем, тянущим экономику вниз, поскольку «ловушка бедности» тяжело преодолима и требует значительных затрат со стороны государства. Невозможность обеспечивать существенные государственные социальные гарантии (рисунок 6) значительно ограничивает потенциал экономического роста.

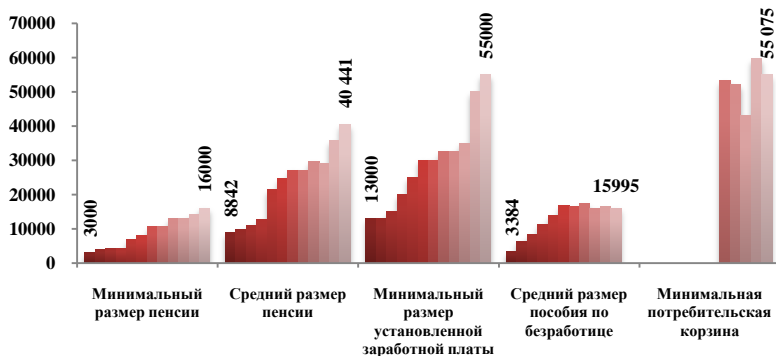


Рисунок 6. Основные государственные социальные гарантии, 2004-2015 гг.

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

Согласно официальной статистике в Армении более 30% населения находится за чертой бедности, если же за черту бедности принять уровень минимальной потребительской корзины, что было бы естественно, то бедными окажутся более 50% населения. Иными словами, половина населения страны уже длительное время, особенно в период с 2009 г. по настоящее время, практически «отключены» от потребительского источника экономического роста.

Наконец, согласно Докладу о глобальной конкурентоспособности<sup>2</sup> общий индекс конкурентоспособности Армении в достаточно длительный период времени не претерпевает существенного улучшения, при этом наибольшее отставание наблюдается по линии институтов, инноваций, емкости рынка, инфраструктуры (рисунок 7).



Рисунок 7. Индекс конкурентоспособности, 2016-2017 г.г.

Источник: Доклад о глобальной конкурентоспособности:

[http://www3.weforum.org/docs/GCR2016-2017/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2016-2017\\_FINAL.pdf](http://www3.weforum.org/docs/GCR2016-2017/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2016-2017_FINAL.pdf)

<sup>2</sup> Доклад о глобальной конкурентоспособности: [http://www3.weforum.org/docs/GCR2016-2017/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2016-2017\\_FINAL.pdf](http://www3.weforum.org/docs/GCR2016-2017/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2016-2017_FINAL.pdf)

---

Институциональная среда, на наш взгляд является наиболее важным фактором как экономического роста, в целом, так и налогово-бюджетной результативности, в частности. О неблагоприятности институциональной среды свидетельствуют показатели инвестиций в основной капитал, особенно по линии прямых иностранных инвестиций, а также экономической активности, по которым за последние восемь лет наблюдается негативная тенденция. Следует отметить также, что неблагоприятная институциональная среда ограничивает также развитие финансового рынка и институтов финансового посредничества, т.е. еще одного важного источника экономического роста. Следовательно, институциональная несостоятельность<sup>3</sup> экономики Армении, также, как и практически всех развивающихся стран, является, пожалуй, наиболее существенной преградой для естественного функционирования рыночной экономики.

В таких условиях, изменения в фискальной политике, в том числе в качестве антикризисных мер воздействия на экономику, в большинстве случаев негативно отражаются на мотивациях и ожиданиях в частном секторе экономики. Поэтому налогово-бюджетная политика Армении за последние восемь лет носит скорее сдерживающий характер, чем стимулирующий, и не способствует ускорению темпов экономического роста в стране.

#### **Денежно-кредитная политика.**

Известно, что механизмами денежно-кредитной политики легко сглаживать шоковое воздействие на экономику как экзогенных, так и эндогенных факторов, достичь краткосрочного эффекта как в области обеспечения экономической и финансовой стабильности, так и стимулирования экономического роста. Однако при реализации стимулирующей политики Центральные банки сталкиваются с множеством рисков, способных нивелировать достигнутые позитивные результаты в среднесрочный, а то и краткосрочный период.

---

<sup>3</sup> См. O.Vlad. "The Use of the Monetary Policy Instruments by Central Banks under Globalisation", стр. 164. [http://anale.feaa.uaic.ro/anale/resurse/019\\_F17\\_VladO.pdf](http://anale.feaa.uaic.ro/anale/resurse/019_F17_VladO.pdf)

После распада Советского Союза в Армении наряду с коренными реформами систем регулирования внешней торговли и движения капитала была осуществлена либерализация цен с последующими рыночными преобразованиями налогово-бюджетной и денежно-кредитной политик, в том числе был осуществлен переход к свободному обмену валюты, режиму плавающего курса национальной валюты, начался процесс приватизации земли и государственной собственности и др. В первоначальный период, в начале 1990-ых годов, также, как и во всех других постсоветских странах либерализация цен по известным причинам привела к гиперинфляции, в условиях которой Центральный банк Армении был вынужден реализовывать жесткую политику регулирования денежной массы, сначала в режиме таргетирования денежной базы, а начиная с 2006 г. – таргетирования инфляции. Пик инфляции пришелся на 1994 г., когда в условиях беспрецедентной рецессии индекс потребительских цен достиг уровня 5273% <sup>4</sup>. С тех пор Центральный банк Армении ревностно следует единственной цели – обеспечения умеренных цен, а контроль над инфляцией превратился в самоцель.

К сожалению, ранее декларированный режим таргетирования инфляции <sup>5</sup> по сей день не удалось реализовать подлинно, т.к., как и в случае с фискальной политикой, институциональная несостоятельность экономики, в том числе по причине недоразвитого финансового сектора экономики, не позволяет в достаточной мере эффективно использовать инструменты денежно-кредитной политики для сглаживания экзогенных шоков, а имитация таргетирования инфляции реализуется в режиме де-факто таргетирования валютного курса с применением традиционного набора инструментов (в основном валютных интервенций), а также новых (начиная с декабря 2014 г.) беспрецедентных жестких механизмов обеспечения стабильного валютного курса (чрезмерно высокие ставки резервных требований

---

<sup>4</sup> См. показатели ВВП и инфляции в Армении за 90-ые годы в приложении.

<sup>5</sup> Центральный Банк Армении / Денежно-кредитная политика. Обоснование перехода на таргетирование инфляции:  
<http://www.cba.am/Storage/AM/downloads/DVQ/natakadrum%20hajeren.pdf>.

по инвалютным банковским обязательствам), что, в конечном итоге значительно ограничивает потенциал экономического роста (особенно в период с 2004г по 2008 г.), а в последнее время, особенно в период с декабря 2014 г. по настоящее время, создает стагнационную ловушку на пути достижения высоких темпов экономического роста.

Согласно нашим многолетним наблюдениям основной проблемой при реализации политики денежно-кредитного регулирования является высокий уровень концентрации почти на всех товарных рынках Армении в виду слабости институтов защиты экономической конкуренции, о чем свидетельствуют также индикаторы степени доминирования на рынке и эффективности антимонопольной политики Армении, приведенные в Докладе о глобальной конкурентоспособности<sup>6</sup>, из которого следует, что в Армении, как и во всех постсоветских странах, сложился чрезмерно высокий уровень концентрации и неэффективное антимонопольное регулирование экономики. Очевидно, что отличительной чертой подобных экономик является, в частности, нерыночное ценообразование, а значит и искаженные сигналы информации и неэффективное воздействие трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики на макроэкономические параметры.

Так, в процессе исследования основных причин инфляции в Армении выяснилось, что влияние очевидных факторов на индекс потребительских цен, таких как уровень монетизации экономики и скорость обращения денежной массы, уступает по значимости немонетарным факторам<sup>7</sup>, в первую очередь фактору монополизированности экономики, допускающему наличие стабильно высоких и искусственно завышенных цен, не зависящих от состояния и динамики совокупного платежеспособного спроса.

Следовательно, демонополизация экономики может способствовать и стать ключевым фактором в процессе достижения умеренной инфляции.

---

<sup>6</sup> Доклад о глобальной конкурентоспособности: [http://www3.weforum.org/docs/GCR2016-2017/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2016-2017\\_FINAL.pdf](http://www3.weforum.org/docs/GCR2016-2017/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2016-2017_FINAL.pdf)

<sup>7</sup> Показатели уровня монетизации экономики представлены в приложении.

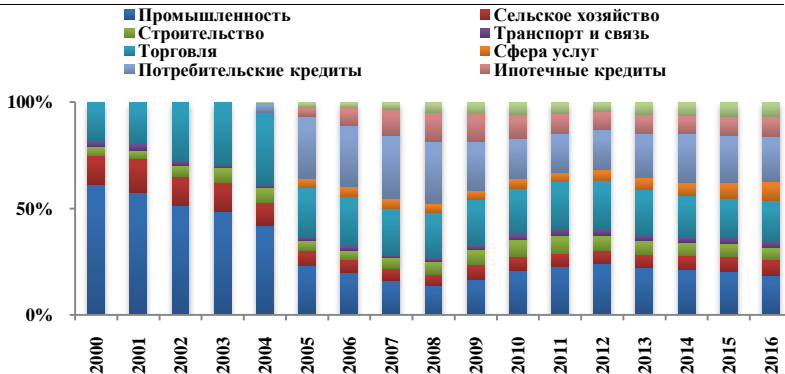


Рисунок 8. Объемы кредитования по секторам экономики.

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

Не менее существенным фактором, препятствующим эффективной реализации инфляционного таргетирования является слабое развитие финансового сектора Армении, характеризующегося однобокостью развития (более 95% активов финансовых институтов приходится на банковскую систему), на долю же страховых и кредитных организаций приходится, около 1% и 4%, соответственно, а капитализация фондового рынка составляет чуть более 1% к ВВП. Понятно, что на рынке практически отсутствуют (формирование системы накопительного пенсионного страхования началось лишь в 2015 г., а страховые организации не имеют еще адекватных объемов фондов и резервов) долгосрочные финансовые инструменты, а банковская система, в основном, реализует кратко- и среднесрочное кредитование, в том числе потребительское и ипотечное, хотя из года в год объемы кредитных вложений существенно растут, а на начало 2017 г. составили уже примерно 50% к ВВП.

Однако, глубина банковского сектора не соответствует степени его влияния на реальную экономику, т.к. основные ресурсы подпитывают лишь торговый и потребительский сегменты кредитного рынка страны, а не инновационную и производственную активность (рисунок 8). Такому мотивационному поведению банков способствуют также высокие



процентные ставки на рынке, которые, в свою очередь, характеризуют неэффективность денежно-кредитной политики.

Следует отметить, что по причине традиционно высокого уровня долларизации экономики, несмотря на значительное укрепление национальной валюты за последние годы, население Армении продолжает проявлять негативные ожидания к курсу драма и хранить сбережения преимущественно в иностранной валюте. В период с 2009 г. по настоящее время долларовые депозиты физических лиц в банковской системе Армении составляют 73-75% от их общего объема (рисунок 9), что означает возврат населения к склонности к инвалютным сбережениям после длительного периода укрепления доверия к национальной валюте, происходящего в период с 2003 г. по конец 2007 г., характеризующийся постепенным укреплением курса национальной валюты под влиянием ежегодного роста притока частных иностранных трансфертов.



Рисунок 9. Долларизация обязательств банковской системы РА.

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

Очевидно, что экономика Армении вот уже 25 лет находится под воздействием «голландской болезни», что еще более

усложняет денежно-кредитную политику. Центральный банк страны в этих условиях, на наш взгляд, на протяжении многих лет реализовывал неадекватную денежно-кредитную политику, сначала допуская значительное укрепление курса национальной валюты (2003-2007 г.г.), а затем (2008-2017 г.г.) осуществляя политику стабильного курса, нанося значительный ущерб макроэкономической среде и сокращая потенциал экономического роста в стране.

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, кроме всего прочего, обусловлено отсутствием соответствующих инструментов операций на открытом рынке, а также высокой неопределенностью факторов, формирующих макроэкономическую среду. В подобных условиях практически невозможно строить эффективные модели прогнозирования инфляции.

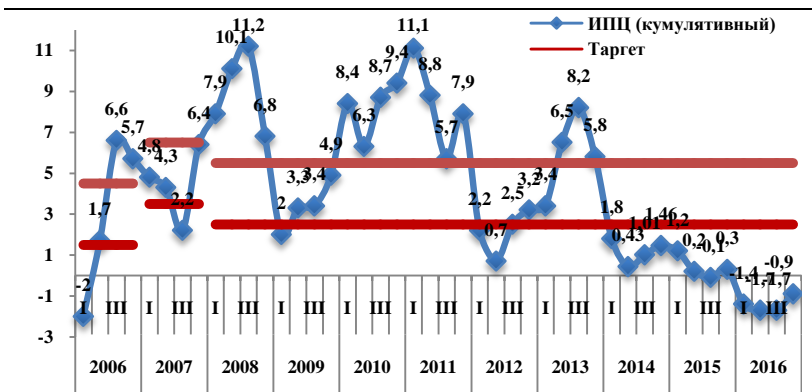


Рисунок 10. Номинальный якорь денежно-кредитной политики ЦБ РА в рамках инфляционного таргетирования.

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

Рисунок 10 свидетельствует о том, что в период с 2006 г. по 2016 г. Центральному банку Армении не удалось в квартальном разрезе достичь целевого ориентира более, чем в половине случаев. В ежегодном же разрезе не удалось достичь цели в двух из пяти наблюдаемых периодах. При этом, в 2008 году отклонение от таргета составило 61%, а в 2010 году – 49%.

### **Валютное регулирование**

В течение всего периода реализации режима инфляционного таргетирования ЦБ РА осуществлял активное вмешательство на валютный рынок. Согласно официальной позиции Центрального банка основным инструментом денежно-кредитного регулирования в Армении является ставка рефинансирования. Однако, как показывают исследования, за последние пять, а то и больше лет, все попытки снизить инфляционное давление в экономике посредством политики «дорогих денег» не приводили к каким-либо позитивным результатам. Как правило, ужесточение процентной политики сопровождалось еще большим усилением инфляционного давления<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> 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. УрГЭУ – С. 80. Ст. 12-19. (РИНЦ); Восканян М.А. Денежно-кредитная политика ЦБ РА: 20 лет реформ. Сборник статей международной научной конференции, посвященной 500-летию армянского книгопечатания и 65-летию основания СНО ЕГУ, Том 4. Гуманитарные науки: экономика, социология. - Ереван. Изд. ЕГУ, 2013. - 344 С. - Стр. 243-250.

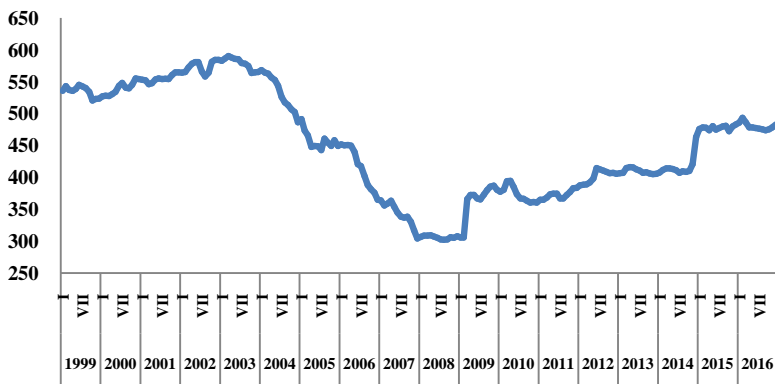


Рисунок 11. Динамика обменного курса AMD к USD в Армении.

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

Рассматривая политику валютного регулирования в Армении можно констатировать, что на протяжении последних двух лет "денежным властям" удалось сохранить стабильность валютного курса, несмотря на то, что практически во всех странах постсоветского пространства наблюдается значительное обесценение национальных валют, что позволило избежать инфляционного давления. Однако, в виду того, что в Российской Федерации за тот же период времени реализуется диаметрально противоположный режим валютного регулирования, основанный на политике свободно плавающего валютного курса и невмешательства на валютный рынок, экономика Армении столкнулась с проблемой значительного сокращения экспортного потенциала, ориентированного на рынок постсоветских стран, где армянские товары потеряли конкурентоспособность по причине несопоставимого роста затрат на их производство и реализацию (рисунок 13).



Рисунок 12. Динамика обменный курс национальных валют стран ЕАЭС к доллару США.

Источник: <http://www.nationalbank.kz>; <https://www.cba.am/>; <http://www.nbrb.by/>; <http://www.cbr.ru>;

В декабре 2014 года на фоне значительного сокращения мировых цен на энергоносители, а также применения санкций по отношению к РФ со стороны Запада, произошел обвал курса российского рубля и российских фондовых индексов, что, в свою очередь, спровоцировало аналогичную ситуацию на валютном рынке Армении по причине сокращения притока иностранной валюты в армянскую экономику по линии экспорта армянских товаров в РФ, прямых иностранных инвестиций и частных иностранных трансфертов из РФ в РА. Однако, если в РФ, особенно начиная с февраля-марта 2015 г. осуществлялась рыночная политика свободно плавающего курса, в результате чего обесценение российского рубля уже в начале 2015 г. дошло до 85-90% по отношению к докризисному уровню, то в Армении, наоборот, стали реализовывать политику стабильного валютного курса, вмешиваясь на валютный рынок и применяя нерыночные механизмы регулирования. Подобная политика наряду с текущими проблемами сокращения экспортного потенциала экономики, на наш взгляд, создает более сложные проблемы, связанные со

значительным вынужденным ростом внешнего государственного долга, а также сокращением рентабельности банковской системы по причине применения со стороны регулятора беспрецедентно высоких ставок по линии обязательного резервирования инвалютных банковских обязательств.

Еще с августа 2014 года Центральный Банк Армении начал осуществлять стресс-тесты с более жёсткими сценариями для оценки влияния внутренних и внешних рисков на возможные неблагоприятные развития в экономике. Было оценено влияние товарных рынков, в том числе нефтяных, а также валютных рынков на финансовую систему Армении. Девальвационные процессы в ноябре побудили ЦБ РА осуществить валютные интервенции, продав на валютном рынке страны 93,84 млн. USD (около 98,3% от совокупного объёма 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 вмешательство на валютном рынке. Также с 8 декабря был внедрён новый инструмент, предполагающий продажи валюты посредством ежедневных аукционов в объявленном заранее ограниченном количестве. Таким образом, ЦБ достиг того, что ежедневные торги с 6 млн. USD сократились до 2 млн. USD. Для смягчения будущих инфляционных давлений и стимулирования возвращения инфляции к целевому показателю регулятор повысил ставку рефинансирования до 8,5%, а в январе 2015 года до 9,5%. Однако наиболее жестким инструментом, применяемым Центральным банком с целью обеспечения стабильного валютного курса является беспрецедентно высокий уровень резервных требований ЦБ. Так, 17 декабря 2014 года ЦБ РА повысил нормативную ставку обязательного резервирования банковских обязательств в иностранной валюте с 12 % до 24% с условием размещения резервов в ЦБ исключительно в драмах (ранее 6% требовалось резервировать в драмах, остальные 6% - в валюте депозита), что явилось причиной резкого укрепления драма буквально на следующий день. Так, 18 декабря, курс доллара упал на 30,2 пункта и зафиксировался на отметке 497 AMD за 1 USD. По драмовым

депозитам норма резервирования сохранилась на уровне 2%. Позже, 23 декабря 2014 года, ЦБ РА пересмотрел норму резервирования и опустил ставку с 24% до 20%, что действовало вплоть до октября 2016 г., когда норму опустили до 18%, действующих по сей день.

Нельзя не учитывать, что политика поддержания (фактически таргетирования) валютного курса предопределяется наличием высоких рисков, связанных с бюджетной нагрузкой по обслуживанию значительного внешнего государственного долга, который в 2017 г. подойдет к уровню 60% от ВВП, импортом углеводородов, платежи по которым также производится в долларах США, высокой степенью импортозависимости потребительского рынка и др. Иными словами, бюджетные и инфляционные риски кажутся более значимыми, чем возможный выигрш от монетарного стимулирования экспорта.

Тем не менее, на наш взгляд, естественное развитие событий в экономике предполагает реализацию рыночных механизмов валютного регулирования, а вышеупомянутые проблемы следует решать уже не монетарными методами, налогово-бюджетными и институциональными.

Для иллюстрации негативного влияния подобной валютной политики на армянский экспорт в страны ЕАЭС достаточно рассмотреть динамику экспорта из Армении в РФ, являющуюся основным торгово-экономическим партнером Армении (рисунок 13). Так, согласно официальной статистике по результатам 2016г. экспорт из Армении в Россию вырос, в том числе за счет появления «новых» товаров, занявших освободившуюся из-за политики эмбарго со стороны стран Запада по отношению к РФ (текстильная продукция, сыры и др.), на 60%. Однако, следует отметить, что такой рост наблюдается на фоне значительного сокращения армянского экспорта в РФ в 2014-2015 г.г. (наибольший объем экспорта из Армении в РФ был достигнут в 2013 г), кроме того, в случае продолжения применяемой в Армении политики валютного регулирования, даже в условиях улучшенных благодаря евразийской экономической интеграции условий взаимной торговли, впредь вряд ли удастся преодолеть

ограничения в расширении армянского экспорта на российском рынке.

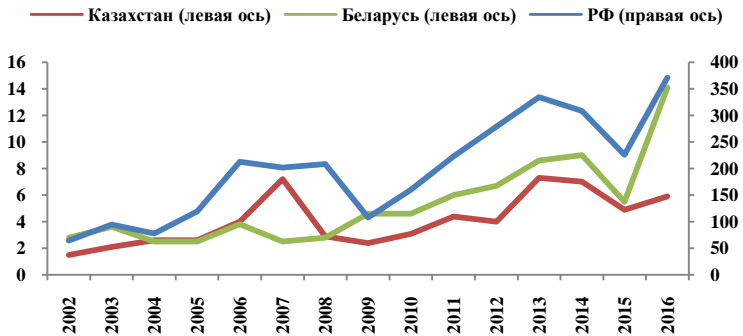


Рисунок 13. Экспорт из Армении в страны ЕАЭС, млн.долл.

Источник: [www.eurasiancommission.org](http://www.eurasiancommission.org)

Таким образом, можно констатировать, что валютная политика, проводимая до сегодняшнего дня, со стороны ЦБ РА окончательно подорвала доверие к «денежным властям» со стороны реального сектора, усилила инфляционные ожидания, которые в кратчайшие сроки переросли в достаточно высокие темпы инфляции, в первую очередь, на потребительском рынке. Жесткой валютное регулирование на протяжении последних 8-9 лет привело к снижению конкурентных преимуществ армянских товаров на внешних рынках, что свело всякие попытки экспортно-ориентированных производителей расширять рынки сбыта на нет. Последнее, в свою очередь, еще больше ослабило позиции экономики Армении на мировых внешних рынках. Вместе с тем, укрепление обменного курса национальной валюты усугубило доминирование импортных позиций в торговом балансе Армении. Хронический дефицит торгового баланса, сопровождающийся высокой степенью концентрации импорта, еще больше укрепил позиции импорта на потребительском рынке и тем самым еще больше ухудшил позиции местного производителя как с точки



зрения внутреннего рынка, так и потенциальных внешних рынков для отечественных товаров.

Еще одним негативным эффектом искусственного жесткого валютного регулирования можно считать значительное снижение реальных доходов населения. Ни для кого не секрет, что основная доля доходов населения в Армении формируется из притока денежных трансфертов. Последние, как правило, поступают к населению в иностранной валюте, в большинстве случаев в долларах. Обесценение доллара в Армении привело к снижению драмового эквивалента поступающих трансфертов. И если добавить к этому постоянно растущий уровень потребительских цен в Армении в последние пять-шесть лет, становится очевидно, что проводимая ЦБ РА валютная политика оставила негативный отпечаток на общем уровне благосостояния населения. И вместе со всем вышеперечисленным, с точки зрения снижения инфляционного давления, валютная политика ЦБ РА не привела к существенным результатам.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Восканян М.А., Сандоян Э.М. Проблемы денежно-кредитного регулирования в Республике Армения в условиях Евразийской экономической интеграции. Воспроизводство России в XXI веке: диалектика регулируемого развития. К 80-летию выхода в свет книги Дж. М. Кейнса «Общая теория занятости, процента и денег»: сборник тезисов до-кладов / под ред. Р.М. Нуреева, М.Л. Альпидовской. – М.: Финансовый университет, 2016. – 740 с. ISBN 978-5-7942-1336-2 Стр. 592-597 (РИНЦ); Восканян М.А.,
2. Сандоян Э.М., Мнацакян Л. О необходимости гармонизации подходов к валютному регулированию в странах ЕАЭС. Институциональный механизм преодоления рецессии. Коллективная монография по материалам XIII Международной научно-практической интернет-конференции, 11–20 сентября 2015 г. — Ростов н/Д: Изд-во «Содействие – XXI век», 2015. — 262 с. 191-200 (РИНЦ).
3. Восканян М.А. Таргетирование инфляции как оптимальный режим денежно-кредитной политики: опыт Армении. Научно-аналитический журнал «Управленец». №11-12(27-28), ноябрь-декабрь 2011г. Изд. УрГЭУ – С. 80. Ст. 12-19. (РИНЦ); Восканян М.А. Денежно-кредитная политика ЦБ РА: 20 лет реформ. Сборник статей международной научной конференции, посвященной 500-летию армянского книгопечатания и 65-летию основания СНО ЕГУ, Том 4. Гуманитарные науки: экономика, социология. - Ереван. Изд. ЕГУ, 2013. - 344 С. - Стр. 243-250.
4. Центральный Банк Армении / Денежно-кредитная политика. Обоснование перехода на таргетирование инфляции: <http://www.cba.am/Storage/AM/downloads/DVO/npatakadrum%20haje ren.pdf>.
5. Доклад о глобальной конкурентоспособности: [http://www3.weforum.org/docs/GCR2016-2017/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2016-2017\\_FINAL.pdf](http://www3.weforum.org/docs/GCR2016-2017/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2016-2017_FINAL.pdf)

6. O.Vlad. “The Use of the Monetary Policy Instruments by Central Banks under Globalisation”, cnp. 164.

[http://anale.feaa.uaic.ro/anale/resurse/019\\_F17\\_VladO.pdf](http://anale.feaa.uaic.ro/anale/resurse/019_F17_VladO.pdf)

## Приложения



Рис. 14. ВВП и инфляции в Армении за 1991-2016 г.г., в USD

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

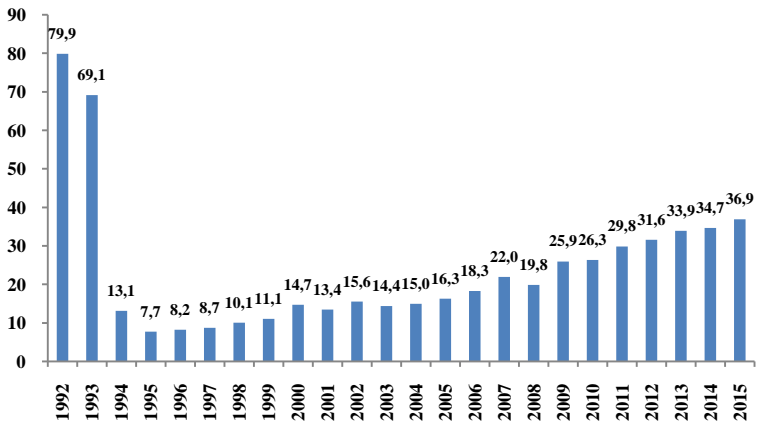


Рис. 15. Уровень монетизации экономики за 1992-2015 г.г., в %-ах к ВВП

Источник: Рассчитано автором с использованием базы данных Всемирного Банка - <http://databank.worldbank.org>