

ՀԱՅ-Ռուս ՍԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼ ՍԱՐԱՆ

ՄԱՐԻԱՄ ՀԱՄԲԱՐՁՈՒՄԻ ՈՍԿԱՆՅԱՆ

ԱՐԺՈՒ ԹՅՅԻՆ ԿԱՐԳԱԿՈՐՄԱՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳԻ ԱՐԴԻԱԿԱՆԱՑՄԱՆ  
ՀԻՄՆԱԽԱՂԻՐՆԵՐԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒ ԹՅՈՒՆՈՒՄ

Ը 00.03 – «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում» մասնագիտությունը  
տնտեսագիտության դոկտորի գիտական աստիճանի  
հայցման ատենախոսությունը

ՍԵՂՄԱԳԻՐ

ԵՐԵՎԱՆ 2017

РОССИЙСКО-АРМЯНСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

ВОСКАНЯН МАРИАМ АМБАРЦУМОВНА

ПРОБЛЕМЫ МОДЕРНИЗАЦИИ СИСТЕМЫ ВАЛЮТНОГО  
РЕГУЛИРОВАНИЯ В РЕСПУБЛИКЕ АРМЕНИЯ

АВТОРЕФЕРАТ

Диссертации на соискание ученой степени  
доктора экономических наук по специальности  
08.00.03 – «Финансы, бухгалтерский учет»

ЕРЕВАН 2017

Ատենախոսությունը թեման հաստատվել է Հայ-Ռուսական համալսարանում:

Գիտական խորհրդատու՝

տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր

Եղվարդ Մարտիրոսյանի Սանդոյան

Պաշտոնական ընդդիմախոսություն

ՌԴ ԳԱ թղթ. անդամ,  
տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր  
Միխայիլ Յուրիևի Գուրովի  
տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր  
Վարդան Բաբկյանի Բոստանջյան  
տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր  
Մաթևոսյան Աշոտ Վարդապետի  
ՀՀ ԳԱԱ Մ.Զոթայանի անվան  
Տնտեսագիտության ինստիտուտ

Առաջատար կազմակերպություն

Պաշտպանությունը կայանալու է 2017թ. սեպտեմբերի 5-ին, ժամը 14<sup>00</sup>-ին՝ Հայ-  
Ռուսական համալսարանում գործող Տնտեսագիտության թիվ 008 մասնագիտակ  
խորհրդում:

Հասցեն՝ 0051, ք. Երևան, Հ.Էմինի 123:

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Հայ-Ռուսական համալսարանի  
գրադարանում:

Սեղմագիրն արաքված է 2017թ. օգոստոսի 4-ին:

008 մասնագիտակալ խորհրդի  
գիտակալ քարտուղար՝



տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր  
Արգիշի Միքայելի Սուվարյան

Тема диссертации утверждена в Российско-Армянском университете

Научный консультант:

доктор экономических наук, профессор  
Сандоян Эдвард Мартинович

Официальные оппоненты:

чл.-корр. РАН, доктор экономических наук  
Головнин Михаил Юрьевич

доктор экономических наук, профессор  
Бостанджян Вардан Бабкенович

доктор экономических наук, профессор  
Матевосян Ашот Вараздатович

Ведущая организация:

Институт экономики НАН РА имени М.Котаняна

Защита состоится 5-го сентября 2017 г., в 14<sup>00</sup> на заседании Специализированного совета 008 по  
экономике при Российско-Армянском университете по адресу: 0051, Ереван, ул. О.Эмина 123.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Российско-Армянского университета.

Автореферат разослан 4-го августа 2017 г.

Ученый секретарь  
Специализированного совета 008:



доктор экономических наук, профессор  
Суварян Арзик Михайлович

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ДИССЕРТАЦИИ

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

С другой стороны, доля валютного рынка в мировой финансовой системе также значительна. В то же время, мировой валютный рынок достаточно сильно концентрирован и в среднем на 45% представлен лишь одной валютой - долларом США. Таким образом, валютная политика стран на локальном уровне неизбежно ставится в зависимость от волатильности мировых валют и конъюнктуры мирового валютного рынка. И, поскольку мировая экономика постепенно становится единым рынком, актуальным становится вопрос, какую валютную политику реализовывать центральным банкам в условиях глобализации.

Практика показывает, что режим плавающего валютного курса эффективен в странах с развитой финансовой системой, а фиксированный – в странах, которые зависят от экспорта и, в которых из-за слабого развития финансовых рынков ограничен выбор инструментов денежно-кредитного регулирования. Однако, глобализационные процессы осложняют эту задачу.

Вместе с тем, в развивающихся экономиках валютный рынок имеет самое непосредственное воздействие на реальный сектор. Волатильность обменных курсов национальных валют отражается на экспортно-импортных позициях страны, на балансах внутренних и иностранных компаний, на устойчивости банковской системы и других секторах финансовой системы и, наконец, имеет прямое влияние на инфляционные процессы. С другой стороны, с точки зрения макроэкономического регулирования, оптимальная валютная политика является основой экономического роста стран, поскольку обеспечивает конкурентоспособность отечественных товаров на мировом рынке, стимулирует приток капитала, приспосабливает страны к внешним экономическим шокам, и наконец, увеличивает доверие к самой валютной и монетарной политике.

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

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

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

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

Однако, анализ механизмов валютного регулирования в Армении выявляет множество проблем и искажений, которые по результатам последних восьми лет привели к замедлению темпов экономического роста и, соответственно, негативно сказались на уровне благосостояния населения страны. Ошибочная на многих этапах валютная политика привела к потере экспортных позиций отечественных товаров на внешних рынках, в том числе, и на рынках стран ЕАЭС, которые в результате интеграционных процессов должны были стать ключевыми торговыми партнерами, как минимум, за последние два года. Однако, как показывает анализ торгового баланса, расклад совершенно иной. С начала вхождения Армении в ЕАЭС наблюдается падение объемов экспорта в Россию, как основного торгового партнера Армении среди стран евразийства и отсутствие какого-либо роста экспорта в другие страны Союза. Вместе с тем, направленная на стимулирование экспортных позиций валютная политика могла бы изменить ситуацию и позволить получить значительные выгоды для экономики страны от вхождения в ЕАЭС.

Учитывая тесную связь экономики Армении с российской экономикой, немаловажным будет отметить, что валютная политика последних лет была

нескоординирована и не гармонизирована с волатильностью рубля, тогда как, воздействие последнего ощутимо сказывается на волатильности драма, в особенности, в условиях валютных кризисов, которые имели место быть последние восемь лет дважды.

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

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

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

**Объект и предмет исследования.** Объектом исследования выступают институты и структура денежного рынка в Республике Армения. Предметом исследования стала модернизация системы валютного регулирования в Республике Армения в условиях Евразийского экономического союза.

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

Для достижения поставленной цели, в работе были поставлены и решены следующие задачи:

- ✓ выделить основные теоретические подходы к валютному регулированию и выбору режимов валютной политики в условиях развивающейся экономики;
- ✓ определить основные теоретические и практические подходы к взаимосвязи валютного регулирования и экономического роста;
- ✓ дать обзор теоретических выкладок воздействия монетарного регулирования на экономический рост;
- ✓ определить теоретические аспекты взаимосвязи уровня цен и экономического роста;
- ✓ рассмотреть и выделить основные аспекты взаимосвязи волатильности обменного курса и инфляции;
- ✓ дать характеристику и оценку финансовой системы Армении с точки зрения развитости и эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитного регулирования;
- ✓ проанализировать денежно-кредитную политику ЦБ РА за 1991-2006гг., на основе чего дать оценку современной денежно-кредитной политики с точки зрения наличия необходимых условий для эффективной реализации политики инфляционного таргетирования в Армении;
- ✓ выявить основные проблемы валютного регулирования в Армении;
- ✓ выявить ключевые факторы, способствующие валютным кризисам в Армении;
- ✓ рассмотреть и оценить возможность валютной интеграции в рамках ЕАЭС;
- ✓ выявить основные факторы необходимости гармонизации валютных политик стран ЕАЭС;

- ✓ определить и обосновать факторы взаимосвязи валютного курса и инфляции в Армении;
- ✓ определить и обосновать основные факторы воздействия валютного регулирования на экономический рост Армении;
- ✓ разработать подход к модернизации системы валютного регулирования в Армении с точки зрения интеграции в ЕАЭС, а также достижения долгосрочных темпов экономического роста.

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

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

Информационной базой исследования послужили материалы и базы данных Центрального банка Республики Армения, Национальной статистической службы Республики Армения, основные направления единой государственной денежно-кредитной и валютной политики Республики Армения. Также использовались материалы и базы данных Международного валютного фонда, Всемирного банка, Банка международных расчетов, Национального Бюро Экономических Исследований (NBER), Центральных банков развитых стран, а также стран-участниц ЕАЭС, материалы периодической печати и информационных агентств, в том числе, распространяемые через глобальную сеть Интернет, а также расчеты, полученные автором самостоятельно в процессе исследования.

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

***Научная новизна исследования.*** К наиболее важным результатам диссертационного исследования, содержащим научную новизну, относятся следующие:

- ✓ В результате оценки ключевых факторов, необходимых для реализации полнофункционального таргетирования инфляции, обоснована несостоятельность режима инфляционного таргетирования в денежно-кредитной политике в Республике Армения на современном этапе.
- ✓ Введено понятие «ловушки инфляционного таргетирования» в денежно-кредитной политике, проявляющейся в сдерживании экономического роста, обусловленного приоритетностью достижения номинального якоря в Республике Армения.
- ✓ Выявлено наличие слабой взаимозависимости между инфляцией, валютным курсом и экономическим ростом в результате применения эконометрических методов, обусловленное несовершенством рыночных механизмов формирования обменного курса драма и ценообразования в РА.
- ✓ Разработана методика оценки формирования валютного курса драма в условиях жесткой валютной политики, предполагающая оценку ключевых экзогенных и эндогенных факторов, воздействующих на укрепление обменного курса национальной валюты, с точки зрения реализации режима полнофункционального инфляционного таргетирования в Республике Армения.

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

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

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

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

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

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

Практическая значимость диссертационной работы определяется возможностью применения построенных моделей и сформулированных выводов и рекомендаций при разработке и реализации денежно-кредитной и валютной политик ЦБ РА. Результаты проведенных автором исследований нашли применение в аналитических исследованиях Евразийской Экономической Комиссии, Евразийского банка развития, Института Экономических Исследований Республики Казахстан и др.

***Апробация и публикация результатов исследования.*** Основные положения диссертационной работы были апробированы на научно-теоретических и научно-практических конференциях, как в Армении, так и за рубежом. Материалы исследования используются в учебном процессе в рамках курса «Деньги и финансовые рынки», «Экономика Республики Армения» и «Государственное регулирование экономики» при чтении лекций для студентов экономических и неэкономических специальностей Российско-Армянского университета.

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

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

## ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во *введении* работы обоснована актуальность темы диссертационного исследования, сформулированы главные цели и задачи исследования, представлены основные научные результаты и их практическая значимость, описаны информационные и методологические основы диссертации.

Первая глава *«Теоретические аспекты взаимосвязи валютного курса, инфляции и экономического роста»* посвящена исследованию теоретических выкладок на предмет воздействия валютной и монетарной политики на достижение устойчивого и долгосрочного экономического роста.

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

Особенно остро зависимость между валютной политикой и экономическим ростом наблюдается в развивающихся экономиках. Наряду с этим, ключевым индикатором, которым оперирует Центральный банк, является уровень цен, который, в свою очередь, находится в логической цепочке взаимосвязи макроэкономических индикаторов: «экономический рост – волатильность обменного курса национальной валюты – инфляция». Таким образом, взаимосвязь колебаний валютного курса и уровня цен тесно коррелирует с экономическим ростом. В этой связи, в рамках первой главы были также рассмотрены теоретические аспекты взаимосвязей «экономический рост – валютный курс – инфляция».

На первом этапе исследования автором была рассмотрена эволюция существующих монетарных и валютных режимов, с целью выявления ключевых закономерностей с точки зрения соответствия или несоответствия фактических и формальных режимов в различных странах мира.

Прежде всего, в работе были подробно рассмотрены критерии выбора того или иного режима. В частности, обзор литературы на эту тему позволил выделить три группы факторов, влияющих на выбор режима обменного курса в той или иной стране: экономические основы; переменные, связанные с макроэкономической стабилизацией и переменные, связанные с риском валютных кризисов<sup>1</sup>. В исследовании также выявлено, что страны с более развитыми финансовыми рынками склонны реализовывать более гибкие монетарные и валютные режимы, а страны, в

---

<sup>1</sup> См. например: Barro and Gordon. 1983. Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics* 12: 101-121.; Edwards, Sebastian, 1996, „The Determinants of the Choice Between Fixed and Flexible Exchange-rate Regimes,“ NBER Working Paper No. 5756.; McKinnon, Ronald, 1993, *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy* (Baltimore: Johns Hopkins University Press) и др.



которых развитие институтов финансового посредничества ограничено, выбирают более жесткие режимы валютного регулирования.

При этом, тенденции последних лет указывают на то, что страны при выборе режима монетарного и валютного регулирования склоняются все больше к двум основным альтернативам: таргетированию инфляции или фиксации валютного курса.

Вместе с тем, исследования многих авторов<sup>2</sup> указывают на значительное несоответствие режимов, которые классифицирует МВФ, и тех, которые на практике реализуют те или иные страны мира. Автор также склонен согласиться с тем, что классификация валютных режимов МВФ во многих случаях далека от реальной картины. На наш взгляд, большинство из классификаций валютных режимов, которые рассмотрены в научной литературе, не отражают эффектов от глобализации, как мировой экономики, так и финансовой системы мира. На сегодняшний день, нельзя говорить об автономной, как денежно-кредитной, так и валютной политике на локальном уровне. Очевидно, что мир и мироустройство значительно изменились за последние двадцать с лишним лет. И в этой связи, все существующие механизмы валютного регулирования требуют пересмотра с точки зрения глобальных процессов в мировой экономике. Современная экономика вынуждает центральные банки не ориентироваться на какой-то конкретный режим валютного регулирования, а в большинстве случаев вести адаптивную политику, подстраиваясь под волатильность внешних рынков и их воздействия на национальную экономику. Безусловно, наиболее предпочтительным, на взгляд автора, является максимальное невмешательство в процесс формирования валюты со стороны Центрального банка. Однако, очевидно, что в условиях, особенно развивающейся экономики, такое видение валютного регулирования представляется мало реализуемым и малоэффективным.

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

Во множестве работ подчеркивается, что связь между валютной политикой и показателями роста ВВП страны, несомненно, существует. Однако, характер данной связи неоднозначен. Так, например, с одной стороны, жесткая валютная политика способствует снижению неопределенности как относительно курса валюты, так и относительно уровня процентных ставок в стране. С другой же стороны, подобная валютная политика не позволяет экономике страны достаточно гибко подстраиваться под изменения условий внешнего рынка, что, в конечном итоге, приведет к искажению ценовых сигналов и неэффективному распределению ресурсов в стране<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> См. например: Levy-Yeyati, Eduardo and Federico Sturzenegger (2003) «To Float or to Fix» American Economic Review 93(4), 1173-1193; Rogoff, Kenneth, Ashoka Mody, N.Oomes, R. Brooks, and Aasim M. Husain (2004) «Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes» IMF Occasional Paper 229 И Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff (2004) «The Modern History of Exchange Rate Arrangements» Quarterly Journal of Economics CXIX-1, 1-48.; Shambaugh, Jay (2004) «The Effect of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy» Quarterly Journal of Economics 119-1, pp. 301-352.

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

Тем не менее, обзор различных исследований, посвященных воздействию валютной политики на экономический рост, в большинстве своем сходятся на приверженности к плавающему валютному курсу, что, как правило, больше способствует развитию экономического потенциала страны.

Наряду с ролью валютного регулирования в достижении экономического роста, на взгляд автора, немаловажным представляется необходимость рассмотреть степень воздействия денежно-кредитной политики на экономическое развитие страны. Обобщая обзор теоретических исследований по указанной проблематике, можно сказать, что, как и в случае с валютными режимами, воздействие монетарной политики на экономический рост всегда обусловлено конкретными условиями, как самой экономики, так и конъюнктуры мировой экономики. В этой связи, на наш взгляд, не корректно обобщать положительные и негативные характеристики воздействия монетарной политики на экономический рост для всех стран мира, или даже для группы стран. Можно только однозначно утверждать, что, как и в случае с валютным регулированием, монетарная политика должна быть направлена не только на достижение стабильного уровня цен, но также и косвенно способствовать стимулированию экономического роста. Вместе с тем, чем эффективнее трансмиссионный механизм монетарной политики, тем более положительное воздействие несет в себе монетарное регулирование для экономики в целом.

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

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

Проблему взаимовлияния обменного курса и инфляции, как правило, рассматривают, исходя из двух основных постулатов. Первый изучает аспекты влияния обменного курса на инфляцию на внутреннем рынке, исходя из внутренних факторов экономики. Второй предусматривает также влияние внешних рынков через, например, импортные цены. При этом, обзор литературы позволяет сказать, что в большинстве исследований взаимосвязь инфляции и валютного курса рассматривается через призму развития экономики. Иными словами, экономики с развитой институциональной средой меньше подвержены взаимовлиянию валютного курса и инфляции и наоборот, развивающиеся рынки характеризуются сильной взаимозависимостью этих двух показателей.

С точки зрения модернизации механизмов валютного регулирования, а также возможных перспектив развития валютного регулирования, в рамках данного исследования были также рассмотрены теоретические основы валютных

интеграционных объединений. Опыт европейской интеграции свидетельствует о поступательном процессе прохождения странами-участницами интеграционного объединения определенных 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.

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

Во второй главе *«Денежно-кредитная политика в Республике Армения: современное состояние и перспективы развития»* проведен анализ денежно-кредитной политики за годы независимости. 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 (1993-2005 гг.) и этап таргетирования инфляции (с 2006 г. - по настоящее время). С целью оценки проведенных реформ в области монетарного регулирования, в работе рассмотрена политика Центрального банка Армении в рамках этих двух этапов.

С 1993 года Республика Армения реализует автономную денежно-кредитную политику. За основу монетарной политики на первоначальном этапе ЦБ РА взял режим таргетирования денежного предложения. Такой выбор был обусловлен недостаточным объемом международных резервов Центрального банка, что, в свою очередь, ограничивало возможность «денежных властей» реализовать более оптимальный, в условиях макроэкономической нестабильности, режим монетарного регулирования, а именно, фиксирование обменного курса национальной единицы. Наконец, на момент получения независимости Республики Армения, режим инфляционного таргетирования был не настолько популярен среди развивающихся стран и, в отсутствие большинства из необходимых условий реализации таргетирования инфляции, ЦБ РА остановился на единственно возможном варианте реализации денежно-кредитной политики<sup>4</sup>.

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. Однако, последние несколько лет реализации режима таргетирования денежных агрегатов сопровождалось резким ростом спроса на драм, вследствие его удорожания, а также непрогнозируемым риском на валютном рынке, что стало причиной сильного отклонения прогнозируемых и фактических показателей номинального якоря монетарной политики. Таким образом, судя по результатам достижения поставленных целей, проводимая политика таргетирования денежных агрегатов не могла считаться успешной.

---

<sup>4</sup>См. подробнее: Восканян М.А. Денежно-кредитная политика ЦБ РА: 20 лет реформ. Инновационная экономика России: проблемы и пути решения. // Материалы Всероссийской научно-практической конференции с международным участием (Каменск-уральский, 15 ноября 2012 г.) - Екатеринбург: Изд-во Урал гос. экон. ун-та, 2012. Ч. 2. - 271С. стр. 54-58; 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.

Наряду с этим, в связи с тем, что проведенные нами эконометрические исследования обнаружили, что «связь между объектом таргетирования – денежной базой и целевым показателем более слабая, чем с широкими агрегатами денежной массы (в частности между M2, M2X и инфляцией и ВВП)»<sup>5</sup>, решение ЦБ об отказе от политики монетарного таргетирования представляется нам достаточно целесообразным.

С начала 2006 года Центральный Банк Армении официально перешел на режим инфляционного таргетирования (далее ТИ), объявив в качестве номинального якоря показатель инфляции на уровне 3%<sup>6</sup>. Однако, 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.

В работе проведен подробный анализ институциональных характеристик инфляционного таргетирования в Армении. В частности, оценен уровень транспарентности монетарной политики, в результате чего было выявлено, что политическая открытость денежно-кредитной политики в достаточной степени присутствует. 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 монетарной политике Армении, либо отсутствует вовсе<sup>7</sup>.

Дана также оценка степени независимости ЦБ РА на базе двух индексов – индекса Цукермана (Cukierman Index) и GMT-индекса (Grilli-Masciandaro-Tabellini Index). В основе расчетов обоих индексов стал Закон Республики Армения «О Центральном банке Республики Армения». Результаты расчетов индексов независимости Центрального банка показали, что по индексу Цукермана степень независимости равна 0,880, а по общему GMT-индексу Армения набрала 11 баллов. Однако, независимость «денежных властей» де-юре и де-факто значительно отличается на практике. 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.

Следующим шагом к реализации политики ТИ является выбор целевого ориентира, а также характеризующего его показателя, то есть определенного оптимального уровня цен для данной экономики и показателя измерения. В случае с

---

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

<sup>6</sup> Центральный Банк Армении / Денежно-кредитная политика. Закон о переходе на таргетирование инфляции: <http://www.cba.am/Storage/AM/downloads/DVQ/npatakadrum%20hajeren.pdf>.

<sup>7</sup> См. подробнее: Восканян М.А. Независимость и транспарентность денежно-кредитной политики Армении. Межвузовский сборник научных статей, Актуальные проблемы развития экономики РА II, Ереван, "Экономист", 2008, стр.100-104.

Арменией, в качестве таргетируемого показателя был установлен общий уровень цен, выраженный очищенным индексом потребительских цен (core inflation) на уровне 3%. Однако, на рубеже 2006 и 2007 года уровень инфляции практически все время принимал отрицательные значения. Таким образом, уже в первый год реализации политики ТИ в Армении органы финансовой политики не достигли намеченного целевого ориентира.

С другой стороны, множество проведенных эмпирических исследований оптимального уровня цен для развивающейся экономики выявили, что наиболее подходящим уровнем инфляции для развивающихся стран 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 при 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 денежно-кредитной политики в Армении, а в качестве целевого ориентира выбрана «Базовая инфляция»

Осуществляя политику ТИ, «денежные власти», в первую очередь, определяют для себя сроки достижения поставленной цели, то есть горизонт таргетирования. Горизонтом таргетирования в Армении на первых этапах реализации инфляционного таргетирования был установлен год. Так, в принципе, поступает большинство развивающихся стран при переходе на режим ТИ. В качестве минуса такого выбора следует отметить, что слишком короткие сроки установленного ориентира лишают экономических субъектов возможности опираться на долгосрочную политику органов финансовой политики относительно инфляционных процессов. Поэтому, реальный сектор не только теряет интерес к прогнозам и ориентирам монетарной политики, но и усиливает свое недоверие к органам финансовой политики. Это, в свою очередь, отрицательно сказывается на результатах последующей денежно-кредитной политики. Причины ЦБ РА относительно выбора срока горизонта таргетирования очевидны. 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. На сегодняшний день горизонт таргетирования ЦБ РА установлен в пределах трех лет, что более позитивно скажется на формировании ожиданий со стороны реального сектора.

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

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

Однако, как мы можем видеть на рисунке 1, жесткая монетарная политика, проводимая «денежными властями» Армении, не привела к эффективным результатам. К концу 2016 года инфляция в Армении составила -0,9%, что не соответствует заданному Центральным банком ориентиру.

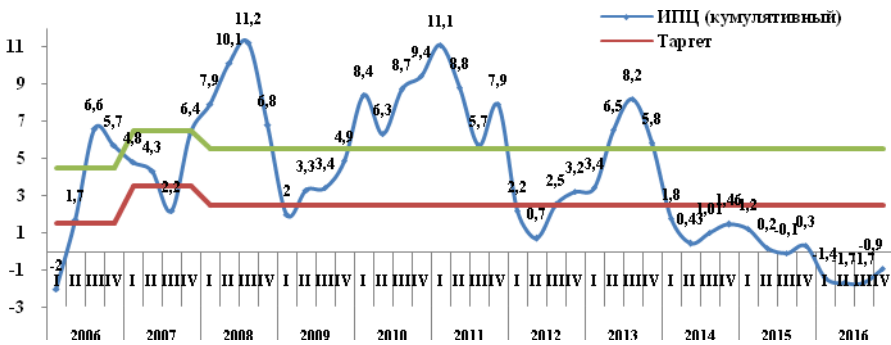


Рис. 1. Прогнозные и фактические значения ИПЦ в Армении, 2006-2016 гг., ежеквартально  
 Источник: База данных Центрального Банка РА - <http://www.cba.am/>

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

Таблица 1  
**ИПЦ и целевой ориентир, 2006-2016 гг.**

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

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

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

на реальный сектор и, соответственно, инфляционный фон. Следовательно, «денежные власти» проводя на протяжении последних десяти лет жесткую монетарную политику, фактически не достигают поставленной цели, но вместе с тем, во многом сдерживают потенциал экономического роста, что было доказано в последующих этапах представленной работы.

Реализация режима таргетирования инфляции в Армении сопряжена со значительными проблемами, которые, в первую очередь, обусловлены несовершенством трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, которым, в свою очередь, является финансовая система.

Финансовая система Армении на современном этапе слабо развита с точки зрения практически всех сегментов. Вместе с тем, выявление наиболее слабых точек в развитии институтов финансового посредничества позволило бы сформировать более эффективную политику со стороны «денежных властей» на пути развития финансовой системы Армении.

При этом, с точки зрения монетарной политики, эффективность финансовой системы определяется эффективностью каналов трансмиссии денежно-кредитного регулирования. В этой связи в работе проведен подробный критический анализ существующих в Армении секторов финансовой системы с точки зрения взаимосвязи с реальным сектором экономики и эффективности трансмиссионного механизма монетарной политики. В частности, поскольку большая часть инструментов воздействия со стороны Центрального банка происходит именно посредством банковской системы, наиболее подробно рассмотрен этот сектор финансовой системы.

Среди ключевых проблем развития банковской системы Армении автор выделяет следующие:

✓ *Потенциальное увеличение концентрации рынка банковских услуг.*

Банковская система Армении на сегодняшний день представлена шестнадцатью банками. Последние два года отличаются некоторым сокращением численности банков, что в свою очередь, обусловлено ужесточением требований к адекватности капитала со стороны Центрального банка РА. Очевидно, такое сокращение будет иметь место и в текущем году.

Одним из последствий сокращения численности банков можно выделить риск высокой степени концентрации рынка банковских услуг. На сегодняшний день доля 5 крупнейших банков в общем объеме кредитных вложений банковской системы РА по состоянию на конец 2015 год составляла чуть больше 50%<sup>8</sup>. Вместе с тем, доля 5 крупнейших банков в общем объеме общих обязательств и общем объеме в капиталебанковской системы РА в 2015 году составила 60%. Таким образом, на фоне развитых стран, Армения не выделяется высокой концентрацией рынка банковских услуг и, по сути, характеризуется здоровой конкурентной средой на финансовом рынке.

Однако, ситуация, несомненно, изменилась после того, как в конце 2014 года было принято новое решение ЦБ РА, согласно которому минимальный порог собственного капитала коммерческих банков Армении поднимается с 5 млрд. до 30 млрд. драмов<sup>9</sup> и, поскольку на данный момент всего несколько банков из всех действующих удовлетворяют данному закону, то сравнительно близки к данному показателю 7-8 банков.

---

<sup>8</sup> Источник данных: база данных Центрального банка РА - [www.cba.am](http://www.cba.am)

<sup>9</sup> Источник данных: база данных Центрального банка РА - [www.cba.am](http://www.cba.am)

✓ *Слабая связь с реальным сектором экономики*

Участие финансового сектора (в данном случае банковского сегмента) в реальном секторе незначительно. Хотя стоит отметить, что за последние пять лет наблюдается серьезный рост участия банков в финансировании реального сектора. Так, по состоянию на 2017 год доля совокупных кредитов в ВВП Армении, обеспеченных банковским сектором составила около 45%, что, тем не менее, является одним из самых низких показателей в странах Евразийского пространства, и даже в регионе Южного Кавказа. Стоит также отметить, что замедление темпов экономического роста за последние годы в Армении, а значит, сокращение общего валового продукта, также арифметически отразилось на увеличении доли участия банковского сектора в экономике страны.

✓ *Высокая стоимость кредита*

Процентные ставки по кредитам практически на всем постсоветском пространстве достаточно высоки, и тем самым мало способствуют развитию бизнес-среды в экономике. В этом смысле Армения не является исключением. Средняя процентная ставка по кредитам по состоянию на 2015 г. 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. Такому положению дел способствует также и структура кредитования со стороны банковской системы по секторам экономики.

✓ *Высокий уровень долларизации*

Высокий уровень долларизации является одним из значительных негативных факторов с точки зрения эффективности денежно-кредитной политики и, тем самым, способствует повышенному инфляционному давлению в экономике. Усилия со стороны Центрального банка по укреплению обменного курса национальной валюты привели к некоторым положительным результатам в области борьбы с долларизацией. Так, по состоянию на конец 2008 г., уровень долларизации денежной массы составил 55,3%. Однако, наступивший мировой финансовый кризис, а затем и валютный кризис в Армении и, наконец, отсутствие доверия населения к деятельности ЦБ РА и к национальной денежной единице привели к тому, что уже в середине 2009 г. уровень долларизации денежного предложения в Армении составил 67%.

Наконец, обобщая выводы по общему развитию банковского сектора Армении, с точки зрения ее эффективности как одного из основных элементов трансмиссионного механизма, можно сказать, что, несмотря на значительное доминирование банковского сегмента в общей финансовой системе, проблемы, которые присущи сегодня банковской системе Армении, не позволяют монетарному регулированию использовать в полной мере каналы трансмиссии, проходящие через данный сегмент. Степень развитости и стабильность банковского сектора все еще не обеспечивают эффективную работу трансмиссионных каналов, поскольку наряду с отмеченными факторами необходима также высокая связь между банковским и реальным секторами экономики, низкий уровень долларизации и т.д.

В рамках исследования автором были также рассмотрены другие сектора финансовой системы. Слабые позиции финансового сектора Армении в большей части кроются в совершенно неразвитом фондовом рынке. Достаточно сказать, что максимальный уровень капитализации рынка был достигнут в 2009 г. и составил 1,6% от ВВП<sup>10</sup>. Уровень монетизации по состоянию на 2013 год составил 37% от ВВП<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> Источник: База данных Армянской Фондовой Биржи Nasdaq OMX - <https://nasdaqomx.am/>



Доминирующие позиции на фондовой бирже Армении занимают сделки с валютой. Таким образом, остальные сегменты финансового рынка практически не развиты. Однако, если включить в структуру сделок на фондовой бирже РА также и кредитные ресурсы, становится очевидной незначительная доля объемов сделок на фондовой бирже по отношению к общей финансовой системе Армении. Таким образом, рынок капитала в Армении не выполняет свою основную функцию по аккумулярованию избыточных финансовых ресурсов и перераспределению ее в реальный сектор экономики с целью достижения качественного экономического роста.

Вместе с тем, ограниченность фондового рынка с точки зрения операций на рынке ценных бумаг фактически лишает Центральный банк РА одного из самых эффективных инструментов воздействия на денежный рынок, особенно в условиях таргетирования инфляции и необходимости краткосрочных корректировок волатильности денежного рынка. Таковым и единственным инструментом воздействия на денежный рынок является и остается по сей день валютная политика посредством валютных интервенций. Учитывая долю валютного рынка в общей структуре фондового рынка и активность Центрального банка РА на валютном рынке, можно сказать, что «денежные власти» сосредоточены на именно этом элементе воздействия на денежный рынок.

Страховой сектор в Армении также развит недостаточно. Сравнивая средние показатели по странам постсоветского периода, можно заключить, что страховой сектор Армении не занимает серьезных позиций в финансовой системе. По состоянию на 2016 г. активы страхового сектора Армении составляют чуть больше 0,2% от ВВП страны, тогда как, в среднем, в странах с развивающимися рынками этот показатель варьируется в районе 8-10%. Таким образом, обзор страховой системы Армении указывает на низкую степень ее развития, а значит, бесполезность с точки зрения трансмиссионного механизма в процессе реализации денежно-кредитного регулирования.

Наконец, доля кредитных организаций в общей финансовой системе Армении за последние годы значительно возросла. Однако, также как и в случае с банковским сектором, кредитные организации с точки зрения трансмиссионного механизма не обеспечивают эффективную передачу импульсов со стороны Центрального банка в реальный сектор.

Таким образом, в работе выделены факторы, препятствующие развитию системы институтов финансового посредничества в Армении, которые в свою очередь указывают и обуславливают необходимость пересмотра политики Центрального Банка РА по развитию финансовой системы Армении. Прежде всего, следует пересмотреть доминирующую позицию банковского сегмента в общей финансовой системе. При этом, на взгляд автора не следует сокращать роль банковской системы, а напротив необходимо увеличивать роль и участие других институтов финансового посредничества в финансовой системе и реальном секторе страны, в том числе, с целью повышения эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитного регулирования.

Отметим, что за последние несколько лет реформы со стороны центрального банка направлены на развитие небанковских институтов финансового сектора. Так, в частности, были предприняты попытки стимулировать развитие фондовой биржи,

---

<sup>11</sup> Источник: База данных Всемирного банка (World Development Indicators 2015 (WDI)) - <http://data.worldbank.org>

стимулировать выпуск и размещение ценных бумаг со стороны банковского сектора. Так, фактически, банковские институты были допущены к участию на фондовом рынке, однако, как показал опыт мирового финансового кризиса, такая позиция в области банковского надзора может привести к существенным рискам, а в определенных случаях и краху некоторых банков. Тем не менее, стоит отметить, что в принципе до сегодняшнего дня на Фондовой бирже Армении особой активности не наблюдается.

Со стороны «денежных властей» предпринимаются определенные попытки по развитию страхового сегмента финансовой системы Армении. В частности, с целью развития этого сектора было принято обязательное страхование автогражданской ответственности, что значительно повысило доходы страховых компаний. В будущем также планируется введение обязательного медицинского страхования.

Таким образом, все перечисленные выше реформы пока не возымели существенного успеха. Финансовая система Армении до сих пор находится на низкой степени развития и не обеспечивает свои основные функции. Кроме того, в условиях замедления темпов экономического роста, обусловленного затянувшейся рецессией после 2008г., в Армении существенно снизился уровень кредитования, наблюдалась очень высокая нестабильность на валютном рынке и, в то же время, стагнация на фондовой бирже. Осуществляемые реформы замедлились в своей реализации.

Вместе с тем, наши исследования показывают, что на данном этапе у Центрального банка Армении достаточно узкий выбор каналов трансмиссии монетарного регулирования, которые фактически сводятся к двум основным каналам: процентному и валютному. В работе представлен более подробный анализ воздействия основных инструментов на денежный рынок и инфляцию, доказывающий, что ограниченность развития институтов финансового посредничества не позволяет в полной мере реализовывать инфляционное таргетирование.

Итак, ключевые каналы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики ЦБ Армении, посредством которых Центральный банк имеет возможность воздействовать на инфляционный фон, представлены на схеме 1.

Как видно из схемы, «используя валютный канал, то есть валютные интервенции, денежные власти могут в определенной степени воздействовать на уровень инфляции. Монетарный канал позволяет, посредством регулирования денежных агрегатов, снижать инфляционное давление. Наконец, канал процентной ставки, в некоторой степени, позволяет денежным властям достигать целевого ориентира – установленного уровня инфляции. Обратим внимание на то, что канал процентной ставки в Армении работает только с точки зрения банковской системы. Наряду с этим, канал инфляционных ожиданий не обладает сильным влиянием на реальный сектор, что становится серьезным препятствием на пути эффективной политики таргетирования инфляции»<sup>12</sup>.

Фактически, возможность денежно-кредитного регулирования ограничивается эффективностью лишь двух каналов трансмиссионного механизма, что является значительным фактором, препятствующим фактической реализации инфляционного таргетирования. И, поскольку инфляционное таргетирование предполагает, в первую очередь, наличие в качестве основного инструмента денежно-кредитной политики

---

<sup>12</sup> См. подробнее: Восканян М.А. Трансмиссионный механизм монетарной политики Армении в условиях инфляционного таргетирования. Сборник научных трудов «Информационные технологии и управление» (6), «Энциклопедия – Арменика», Ереван, 2007.

процентную ставку, то степень эффективности эластичности реального сектора к изменениям процентной ставки будет определяться эффективностью самой монетарной политики. Следовательно, во-первых, необходимо развивать связующие звенья между банковской системой и реальным сектором и, во-вторых, развивать другие, небанковские институты финансового посредничества.

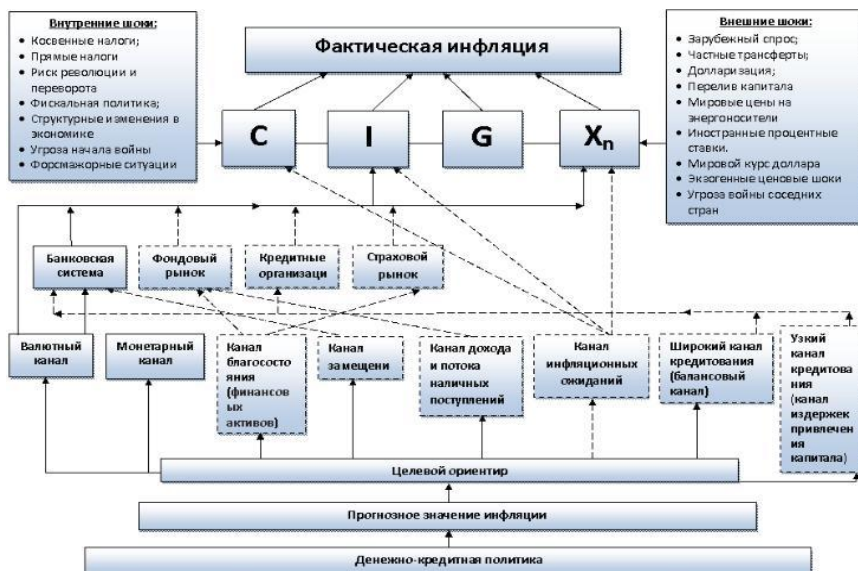


Схема 1. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики Армении<sup>13</sup>.

Источник: разработано автором

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

Итак, проведенный в работе анализ показал, что на сегодняшний день, денежно-кредитная политика Армении не может в полной мере претендовать на реализацию инфляционного таргетирования в качестве режима монетарного регулирования. Таким образом, в работе *оценены ключевые факторы, которые являются необходимым условием для реализации полнофункционального таргетирования инфляции, на основе чего обоснована несостоятельность режима инфляционного таргетирования в денежно-кредитной политике в Республике Армения*. В сложившейся ситуации, автору более целесообразным представляется признать несостоятельность реализуемой политики инфляционного таргетирования со стороны ЦБ РА и объявить о переходном этапе, который бы позволил проводить более прозрачную и понятную для реального сектора политику, а также не загонял бы «денежные власти» в «ловушку инфляционного таргетирования», обусловленную обязательствами Центрального Банка по достижению низких темпов инфляции любой

<sup>13</sup> См. подробнее: Восканян М.А. Трансмиссионный механизм монетарной политики Армении в условиях инфляционного таргетирования. Сборник научных трудов «Информационные технологии и управление» (6), «Энциклопедия – Арменика», Ереван, 2007, стр. 184-193.

ценой. Кроме того, такой подход позволил бы Центральному банку более открыто использовать валютное регулирование в процессе реализации денежно-кредитной политики.

В рамках третьей главы «*Проблемы и перспективы валютного регулирования в Республике Армения*» рассмотрены аргументы, подтверждающие жесткую валютную политику со стороны ЦБ РА, рассмотрены последствия такого жесткого регулирования под ракурсом валютных кризисов, которые произошли в последние восемь лет, а также представлено видение относительно возможности валютной интеграции в рамках ЕАЭС.

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. Наряду с этим, практически с начала реализации инфляционного таргетирования ЦБ РА начал активное вмешательство на валютном рынке.

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. Таким образом, автором были рассмотрены основные факторы, воздействующие на формирование обменного курса национальной валюты в Армении, с целью определения степени вмешательства «денежных властей» на валютный рынок.

Основные результаты валютной политики в Армении представлены на рисунке 2. Практически весь рассмотренный период характеризуется стабильной волатильностью обменного курса драма по отношению к доллару, за исключением периода 2003-2008 гг. значительного укрепления драма. Период укрепления наиболее интересен, поскольку он должен был сопровождаться, а если быть точнее, обусловлен заметными структурными и качественными изменениями в экономике и формировании экономического роста.

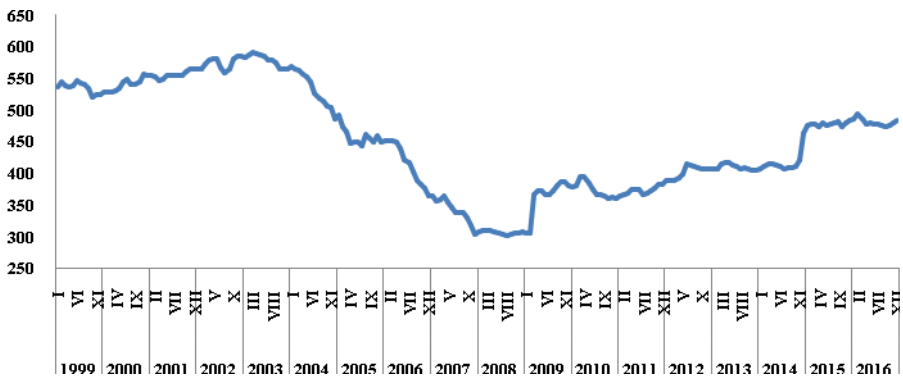


Рис. 2. Динамика обменного курса USD\AMD в Армении, 1999-2016 гг., ежемесячно\*

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

\*На рисунке выделены I, V и IX месяцы

В этой связи, в работе представлен подробный анализ факторов, которые, как правило, сопровождают естественное укрепление обменного курса национальной валюты. В частности, были изучены: состояние платежного баланса, сбережения и инвестиционная среда, частные иностранные трансферты, волатильность процентных ставок, влияние мировых валютных рынков, покупательная способность национальной и иностранной валюты, экономический рост, низкие доходы и уровень безработицы, уровень инфляции, конкурентоспособность национальных товаров на мировых рынках. В результате исследования стало ясно, что укрепление обменного курса драма не характеризовалось объективными факторами и не было обусловлено состоянием рыночной конъюнктуры. Последние два года наиболее ярко аргументируют данный тезис (см. таблица 2).

Таблица 2.

**Ключевые факторы формирования валютного курса в Армении (2014-2016 гг.)**

<b>ПРИТОК</b>	
<i>Торговый баланс</i>	С 2014 г. по 2016 г. увеличение экспорта на <b>74,4</b> млн. долл.
<i>Частные иностранные денежные трансферты</i>	Сокращение с 2014 г. по 2016 г. <b>801,5</b> млн. долл.
<i>Внешний долг</i>	На конец 2016 г. составил <b>9 238,9</b> млн. долл., на <b>702,4</b> тыс. долл. больше чем в 2014г.
<b>ОТТОК</b>	
<i>Торговый баланс</i>	С 2014 г. по 2016 г. сокращение импорта на <b>1055, 9</b> млн. долл.
<i>ПИИ, отток капитала</i>	Сокращение чистого притока ПИИ на <b>211</b> млн. долл. в 2015 г. 2016 г. - <b>234</b> млн. долл. ( <b>71</b> млн. долл. – на основную сумму и <b>120</b> млн. долл. – на выплату процентов).
<i>Обслуживание государственного долга</i>	2017 г. - <b>296</b> млн.долл., ( <b>145</b> млн. долл. – на основные суммы и <b>151</b> млн. долл. – на выплату процентов).
<b>ДРУГИЕ ФАКТОРЫ</b>	
<i>Мировой валютный рынок</i>	Укрепление драма по отношению к доллару с 2014 г. - <b>1,5%</b> , евро по отношению к доллару с 2014г. - <b>7,2%</b> .
<i>ППС</i>	С 2014 г. по 2015 г. обесценение драма на 14,9%, увеличение ППС на 3,6%. 2014 г. - USD/AMD - <b>416</b> ; ИПЦ - <b>3%</b>
<i>Уровень инфляции</i>	2015 г. - USD/AMD - <b>478</b> ; ИПЦ - <b>3,7%</b> 2016 г. - USD/AMD - <b>480</b> ; ИПЦ - <b>-1,4%</b>

Источник: составлено автором.

Обобщая все вышесказанное, можно отметить, что с конца 2005 г. и начала 2006 г. 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 2005 г. достиг 799 млн. долларов в 2009 г.<sup>14</sup> (см. рис. 3). Такие активные действия на валютном рынке со стороны ЦБ РА привели к значительному укреплению обменного курса национальной валюты. С 2003 г. укрепление драма по отношению к доллару составило 52%. Еще один пик активности мы наблюдаем в конце 2014 г., когда ЦБ РА так же, активно вмешиваясь на валютном рынке, пытался предотвратить падение драма по отношению к доллару, обусловленное падением рубля по отношению к

<sup>14</sup> Источник: Данные согласно официальному сайту Фондовой Биржи РА – <http://www.nasdaqomx.am>

доллару. Иными словами, ЦБ де-факто реализовывал и реализует политику жесткого фиксирования валютного курса.

К марту 2009 года ЦБ РА столкнулся с серьезной нехваткой международных резервов, которые составили 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 на 19,7%. 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 г.

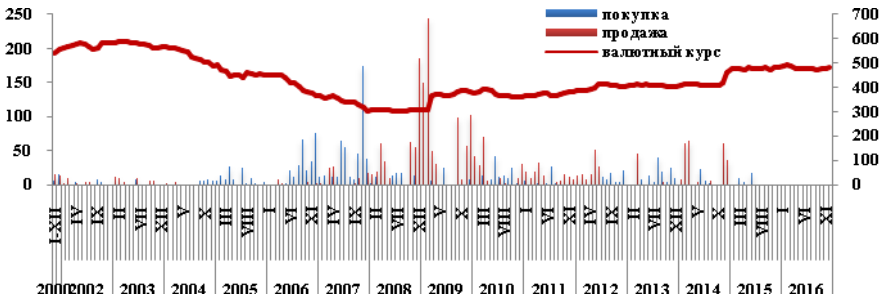


Рис. 3. Валютные интервенции ЦБ РА, 2001-2016 гг., ежемесячно\*

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

\*На рисунке выделены II, VIII, и XI месяцы

Подтверждением выдвинутого тезиса об искусственном укреплении обменного курса национальной валюты можно считать также значения Индекса опережения в Армении (см. рис. 4). Расчеты показали, что начиная с 2004 г. по 2009 г., в период укрепления обменного курса национальной валюты, Индекс опережения постоянно находился на уровне ниже 1, что говорит о более высоких темпах роста инфляции, нежели изменения валютного курса, а это, в свою очередь, доказывает искусственный характер изменений на валютном рынке в указанный период.

Таким образом, автором была дана оценка ключевых факторов, которые воздействуют на укрепление обменного курса национальной валюты, в рамках реализации режима полнфункционального инфляционного таргетирования в Республике Армения, на основе чего предложена методика оценки формирования валютного курса драма в условиях жесткой валютной политики.

Итак, можно констатировать, что валютная политика, проводимая до сегодняшнего дня со стороны ЦБ РА, окончательно подорвала доверие к «денежным властям» со стороны реального сектора, усилила инфляционные ожидания, которые в кратчайшие сроки переросли в достаточно высокие темпы инфляции, в первую очередь, на потребительском рынке. Жесткое валютное регулирование на протяжении последних 8-9 лет привело к снижению конкурентных преимуществ армянских

товаров на внешних рынках, что свело на нет всякие попытки экспортно-ориентированных производителей расширять рынки сбыта.

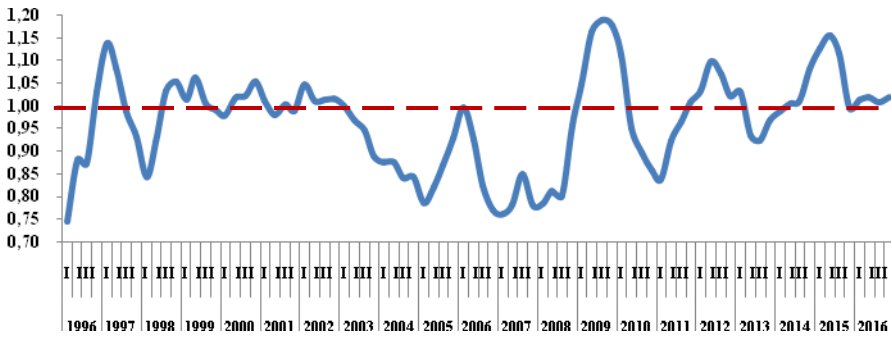


Рис. 4. Индекс опережения валютного курса в Армении, 1996-2016 гг.. ежеквартально\*

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

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

\*На рисунке выделены I и III кварталы

Последнее, в свою очередь, еще больше ослабило позиции экономики Армении на мировых рынках. Вместе с тем, укрепление обменного курса национальной валюты усугубило доминирование импортных позиций в торговом балансе Армении. Хронический дефицит торгового баланса, сопровождающийся высокой степенью концентрации импорта, еще больше укрепил позиции импорта на потребительском рынке и, тем самым, еще больше ухудшил позиции местного производителя. как с точки зрения внутреннего рынка, так и потенциальных внешних рынков для отечественных товаров.

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

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

*В работе также подробно доказано, что проводимая денежно-кредитная и валютная политика были неэффективны, и во многом стали причиной событий на*

валютном рынке в 2009 г. и в конце 2014 г. При этом, внутренняя несостоятельность монетарного регулирования усилила подверженность экономики Армении внешним шокам (в первую очередь, со стороны российской экономики), которые возымели негативное воздействие на волатильность обменного курса драма.

Первый яркий валютный кризис в Армении наблюдался в марте 2009 г., когда на фоне мирового валютного кризиса и валютного кризиса в России, который по официальным данным обесценил рубль на 53,2%, армянский драм был обесценен, согласно официальному курсу ЦБ РА, на 19,7% (см. рис. 5).

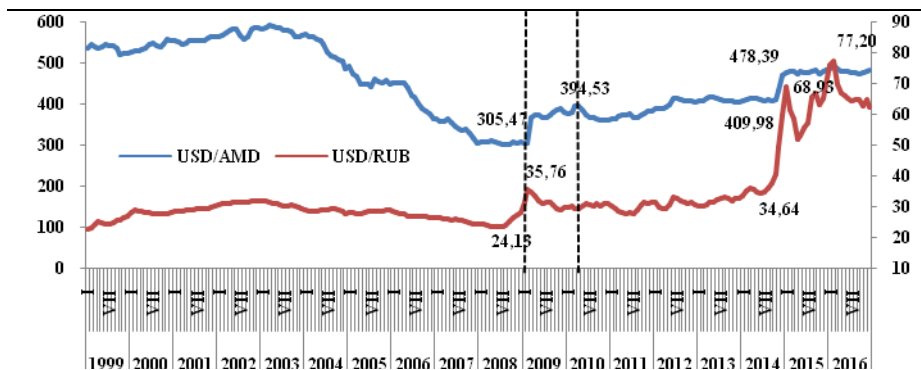


Рис. 5. Динамика обменного курса валютных пар USD/RUB и USD/AMD, 1999-2016 гг., ежемесячно\*.

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

\*На рисунке выделены I и VII месяцы

Затем, в конце 2014 года на фоне обострения мировой геополитической ситуации, значительных спадов на сырьевых рынках и, соответственно, обвала российского рубля, вследствие дестабилизации на валютном рынке России, в Армении наблюдался второй серьезный валютный кризис, который, в свою очередь, опять же привел к определенному обесценению обменного курса драма.

Таблица 3

**Ключевые факторы формирования валютного курса в Армении**

Эндогенные факторы	Экзогенные факторы
Жесткость валютного регулирования	Воздействие российской экономики (в т.ч. частные иностранные трансферты, ПИИ, туризм и т.д.)
Несоответствие реального и фактического обменного курса драма	Волатильность на мировых валютных рынках
Высокий уровень долларизации, недоверие к драму	
Слабо развитая финансовая система	
Макроэкономическая среда	

Источник: составлено автором.



Обзор факторов, обуславливающих возникновение валютных кризисов в Армении в начале 2009 г. и конце 2014 г., указывает на доминирование именно внутренних причин, повлекших за собой неустойчивость обменного курса драма (см. таблицу 3). Если обобщить все рассмотренные в работе факторы, то очевидно, что жесткое удержание обменного курса на определенном уровне со стороны центрального банка и является основной причиной возникновения валютных кризисов. Вызывает сомнение также адекватность выбранной отметки обменного курса драма.

На следующем этапе работы, автором была предпринята попытка *оценить степень готовности стран ЕАЭС к валютной интеграции в рамках евразийского пространства с точки зрения основных проблем и перспектив развития ЕАЭС*. В результате исследования, автор пришел к выводу, что *в ЕАЭС объективно не существует основ для формирования наднациональных институтов интеграции, аналогичных тем, которые существуют в зоне евро*. Следует признать: в ЕАЭС фактически нет никаких предпосылок для того, чтобы в обозримом будущем освоить все этапы финансовой интеграции, требуемые для формирования валютного союза. Его созданию объективно мешают многие факторы: слабое развитие промышленного потенциала, различное социально-экономическое устройство государств, существенная доля третьих стран во внешнеэкономических связях. На этом фоне следование странами ЕАЭС Маастрихтским критериям конвергенции (основным из которых является понижение инфляции до 2%) является непосильной задачей.

Теоретически, даже если бы все страны Содружества решили сформировать валютный союз и согласились бы привести свои основные макроэкономические показатели к необходимым параметрам, то эти параметры должны были бы соответствовать специфике переходной экономики. Если государство не в состоянии в долгосрочной перспективе следовать жестким макроэкономическим ограничениям, ему лучше не вступать в валютный союз. Очевидно, что страны ЕАЭС не готовы к таким ограничениям. При этом следует отметить, что жесткие меры по борьбе с инфляцией лишь краткосрочно улучшают номинальные показатели, а фундаментальные макроэкономические параметры в основном остаются без изменений или могут даже усугубляться.

С целью не дублировать исследования и результаты различных исследований на эту тему, в рамках данного исследования была также проведена попытка обратиться к вопросу создания валютной зоны в странах ЕАЭС под несколько иным ракурсом. За основу предложенного подхода была взята следующая гипотеза. Все проведенные ранее исследования на предмет создания валютной зоны на евразийском пространстве исходили из предположения, что имеют дело с рыночными экономиками. Все авторы брали за основу теории западных школ, которые, в свою очередь, базируются на постулатах рыночной экономики. Однако, давно уже очевидно, что страны с развивающимися рынками не подчиняются некоторым, если не сказать большинству, законов рыночной экономики. Искажения, которые наблюдаются в развивающихся странах, такие, как например, высокая концентрация рынка, неэффективное государственное регулирование, институциональная несостоятельность, в результате не позволяют составить объективную картину 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. Анализ, проведенный в работе, показал, что за исключением Белоруссии, остальные страны ЕАЭС 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 характеризуются достаточно высокой степенью концентрации рынка. Этот факт, в свою очередь, не может не отражаться на эффективности монетарного регулирования. Иными словами, если уровень цен, волатильность инфляции и вообще общие тенденции инфляционного фона зависят в большей степени от монополизации рынка, а не от монетарного регулирования, очевидно, что брать за основу показатели инфляции в странах ЕАЭС в качестве будущей базы для создания валютной зоны, как минимум, рискованно. Таким образом, прежде чем говорить о согласованной денежно-кредитной политике в странах ЕАЭС и дальнейшем создании валютной зоны, необходимо разрешить институциональные проблемы в монетарном регулировании.

#### *Внеэкономическая деятельность*

Значительной проблемой евразийской интеграции является небольшая степень диверсификации импорта и экспорта товаров. Судя по усредненным значениям индекса концентрации<sup>15</sup> за 2005–2014 гг., большинство государств – членов ЕАЭС уступают по степени диверсификации внешней торговли как странам с переходной экономикой, так и США и Евростроне. Причиной низкой степени диверсификации внешней торговли государств региона ЕАЭС является небольшая конкурентоспособность продукции обрабатывающих отраслей и, соответственно, присутствие экспортно-сырьевой модели формирования национальных экономик. Такая ситуация не может благотворно сказываться на эффективности валютного союза в странах ЕАЭС.

#### *Валютная политика и эластичность к внешним шокам<sup>16</sup>*

Одним из ключевых факторов успеха валютного союза считается эффективная валютная политика, основанная на принципах плавающего валютного курса. Однако, как показывает опыт, развивающиеся страны редко строго придерживаются принципов плавающего обменного курса национальной валюты. При этом, вмешательство бывает зачастую довольно грубым и губительным для рыночных механизмов экономики. Иными словами, валютная политика де-юре и де-факто в переходных экономиках довольно часто различается.

В этой связи, в рамках данного исследования была дана оценка валютной политики стран ЕАЭС с точки зрения соответствия де-факто и де-юре проводимых валютных политик. По результатам исследования стало ясно, что валютная политика

---

<sup>15</sup> Индекс концентрации экспорта и импорта товаров рассчитывается Конференцией ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД) по методологии индекса Герфиндаля–Хиршмана на ежегодной основе и обратно пропорционален степени диверсификации экспорта и импорта товаров.

<sup>16</sup> См. подробнее: Восканян М.А., Сандоян Э.М., Мнацаканян Л. О необходимости гармонизации подходов к валютному регулированию в странах ЕАЭС. Институциональный механизм преодоления рецессии. Коллективная монография по материалам XIII Международной научно-практической интернет-конференции, 11–20 сентября 2015 г. — Ростов н/Д: Изд-во «Содействие – XXI век», 2015. — 262 с.191-200 (РИНЦ).

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, автор пришел 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. Вместе с тем, рассматривая критерии, необходимые для создания эффективной валютной зоны, следует отметить факторы, присущие странам с переходной экономикой, которые, в свою очередь, позволят минимизировать риски, возможные при создании валютного союза в рамках ЕАЭС.

Четвертая глава *«Концепция пересмотра подходов к валютному регулированию в республике Армении»* представляет собой обоснование необходимости пересмотра системы валютной политики с целью стимулирования устойчивых и долгосрочных темпов экономического роста.

Исследование, которое представлено в предыдущих трех главах, доказывает основную гипотезу работы, а именно: неэффективная денежно-кредитная и валютная политики последних лет негативно сказались на экономическом росте, что в свою очередь, обуславливает необходимость кардинального пересмотра подходов к монетарному и валютному регулированию в Армении. При этом, в работе доказана неэффективность денежно-кредитной политики в Армении в классическом ее понимании. Реализация таргетирования инфляции носит формальный характер и, в принципе, не соответствует заявленной политике. Более того, основные препятствия на пути эффективной реализации инфляционного таргетирования носят институциональный характер и требуют долгосрочного и стратегического подхода к решению. С одной стороны, высокий уровень концентрации рыночной власти на товарных рынках не позволяет рассчитывать в принципе на эффективность какой бы то ни было стратегии денежно-кредитного регулирования. При этом, решение проблемы монополизированности экономики лежит в основе фискального регулирования и требует жесткого и кардинального подхода.

С другой стороны, отсутствие эффективной системы институтов финансового посредничества не позволяет Центральному банку в полной мере использовать инструменты денежно-кредитного регулирования, что, в свою очередь, искажает политику реализации таргетирования инфляции. Все это ставит валютное регулирование во главу угла и обосновывает необходимость разработки альтернативного подхода к валютной политике ЦБ РА.

В этой связи, в рамках данной главы, автором осуществлена попытка дать детальную характеристику альтернативного подхода к валютному регулированию в условиях армянской экономики. При этом, предложенная концепция частично или полностью справедлива также для других стран с развивающимися рынками, в особенности, в рамках постсоветского пространства.

Денежно-кредитная политика последних двадцати лет направлена на жесткое сдерживание роста денежного предложения, что обусловлено риском высокого уровня инфляции. Все инструменты монетарной политики ЦБ РА направлены на ужесточение условий роста денежного предложения в стране, а значит, ведут к

искусственному сдерживанию экономического роста. При этом, и валютная политика реализуется в этом направлении.

Здесь следует обозначить цену вопроса. Насколько стабильная, а точнее низкая инфляция является самоцелью для развивающейся экономики? И должна ли эта цель быть достигнута в ущерб экономическому росту. Интересно, что противники режима таргетирования инфляции, указывают в качестве основного недостатка данного режима именно на этот аспект: когда центральный банк слишком сосредоточен на обеспечении стабильного и низкого уровня цен, вопросы общего макроэкономического роста отходят на второй план. В этом смысле Армении можно считать классическим примером ловушки инфляционного таргетирования.

Выше уже была рассмотрена политика таргетирования инфляции, в результате чего были выявлены основные элементы неэффективности проводимой ЦБ РА политики при реализации данного режима. Однако, проблема заключается не только в том, что само по себе инфляционное таргетирование осуществляется в Армении неэффективно, а еще и в том, что попытка удержать инфляцию нерыночными методами приводит к торможению экономического роста, тогда как, по сути, монетарное регулирование, наоборот, должно стимулировать темпы экономического роста.

Как уже было рассмотрено выше, целевой ориентир, установленный ЦБ РА в рамках инфляционного таргетирования в Армении, был изначально достаточно низким. В то время как опыт развивающихся рынков, практикующих таргетирование инфляции, указывает на целевые ориентиры приблизительно в 7-10%<sup>17</sup>, ЦБ РА первоначально ориентировался на показатели, свойственные более развитым экономикам. Очевидно, что, в том числе, с точки зрения порогового значения инфляции, такой целевой ориентир не мог не сказаться на росте негативно<sup>18</sup>.

Здесь следует сказать, что проблема инфляционного таргетирования в Армении с точки зрения номинального якоря заключается не в том, достигается или не достигается целевой ориентир, а в том, какой именно целевой ориентир выбран. В случае Армении показатель в  $4,5 \pm 1,5\%$  – это достаточно низкий показатель, который не может способствовать росту экономики, особенно в условиях кризиса и чрезмерной чувствительности к внешним шокам.

Фактически целевой ориентир ставится выше других макроэкономических показателей, и его достижение становится приоритетнее, например, уровня жизни или экономического роста.

С целью выявления взаимосвязи между волатильностью объёмов ВВП РА и ИПЦ в рамках данного исследования автором были использованы эконометрические пакеты для осуществления регрессионных анализов. На первом этапе анализа нами были использованы квартальные ВВП и квартальные изменения ИПЦ. Была осуществлена первичная статистическая обработка динамики ВВП. Во-первых, были прологарифмированы абсолютные величины ВВП, после чего было проведено сезонное сглаживание для выявления реального тренда. Затем нами были использованы первые разности уже сезонно сглаженных величин. Для устранения

---

<sup>17</sup>См. подробнее: Восканян М.А. Режимы денежно-кредитной политики. (учебно-методическое пособие). Ер., Изд-во «Экономист», 2009.

<sup>18</sup> См. подробнее: Восканян М.А. Долгосрочный экономический рост посредством достижения оптимального уровня инфляции в Армении. VII-ая Международная школа-семинар «Многомерный статистический анализ и эконометрика», Москва, 2008, стр. 106-108; Оптимальный уровень инфляции как фактор долгосрочного экономического развития в Армении. Сборник научных трудов, Информационные технологии и управление» (6), Энциклопедия – Арменика», Ереван, 2009, стр. 61-74.

статистического шума был применен фильтр Ходрика-Прескотта. Регрессионный анализ показал очень слабую взаимосвязь между этими индикаторами ( $R^2=0.0046$ ,  $GDP=-0.161CPI+0.076$ ). Кроме того,  $t$  статистика ИПЦ была получена низкого значения, что говорит о том, что данный фактор не является значимым для ВВП. Такие же результаты были получены с использованием другой методики, при которой были использованы изменения ВВП в процентах к соответствующему кварталу предыдущего года ( $R^2=0.004$ ,  $GDP=-0.0588CPI+0.0231$ ). Необходимо отметить, что нами был применен «Chow breakpoint test», который показал необходимость выделения двух временных рядов: до и после второго квартала 2008 года, что можно объяснить наличием внешнего шока для экономики Армении в период мирового финансового кризиса. При этом, регрессионный анализ показал, что если до второго квартала 2008 года изменения ИПЦ отрицательно сказывались на изменениях в экономическом росте, то после указанного периода, коэффициент ИПЦ приобретает положительный характер.

Проведенный анализ доказывает, что с точки зрения достижения экономического роста сдерживание инфляции в последние годы, отрицательно сказывается на экономическом росте Армении, поскольку между этими двумя показателями наблюдается положительная связь. Причем наибольший урон с точки зрения ВВП нанесла политика ЦБ РА по сдерживанию инфляции в докризисный период. Этот факт в очередной раз доказывает то, что укрепление обменного курса национальной валюты в этот период носило искусственный характер и политика «денежных властей» Армении была нацелена исключительно на сдерживание инфляции и укрепление курса и задача достижения экономического роста была проигнорирована. Ситуацию смягчил тот факт, что в этот период экзогенные факторы роста в виде инвестиций в строительный сектор и частные иностранные трансферты в страну повлекли за собой достаточно значимый экономический рост. Однако, наряду с этим, внутренние факторы роста были нивелированы, что после кризиса привело к такому резкому падению, и, по сути, к тому, что за последние 7-8 лет экономика Армении так и не восстановилась.

С другой стороны, основная цель, а именно уровень цен в экономике, достигнута была не всегда. В этой связи, целесообразно рассмотреть эффективность воздействия инструментов денежно-кредитной политики на индекс цен с одной стороны, и на экономический рост с другой стороны.

Выделим основные каналы, которые наиболее существенно и негативно сказываются на экономическом росте Армении, с точки зрения реализации таргетирования инфляции. В рамках исследования была осуществлена математическая формализация влияния инструментов монетарной и валютной политики на две ключевые цели: достижения номинального якоря таргетирования инфляции и стимулирования (дестимулирования) устойчивых и долгосрочных темпов экономического роста. Основной акцент регрессионного анализа был направлен на два элемента: воздействие на экономический рост напрямую, и воздействие на денежные агрегаты, посредством которых проявлялось бы влияние на экономический рост.

Итак, как было показано выше, с точки зрения прямого воздействия на экономический рост, ни один из инструментов монетарной политики не имеет значимого влияния. С другой стороны, рассматривая воздействие инструментов ЦБ РА на денежную массу, выяснилось, что единственным результативным инструментом можно считать норму резервирования, и то лишь с точки зрения

воздействия на наличную массу в стране или на денежный агрегат M2X. Таким образом, политика ЦБ РА с точки зрения реализации таргетирования инфляции не может считаться эффективной, поскольку основной инструмент инфляционного таргетирования неэффективен.

Тем не менее, поскольку некоторое воздействие на денежную массу изменения нормы резервирования ЦБ РА все-таки имеют, следует рассмотреть воздействие денежных агрегатов на основную цель ЦБ РА, а именно, на целевой ориентир, а также рассмотреть степень воздействия изменений денежных агрегатов на экономический рост.

По определению, рост денежного предложения, через увеличение спроса и расходов должны приводить к расширению совокупного спроса. Однако, как было показано выше в данной работе, «денежные власти» Армении на протяжении всего периода реализации денежно-кредитной политики, особенно в рамках инфляционного таргетирования, сдерживали рост денежного предложения с целью сохранения уровня цен на достаточно низких позициях. В целом эта задача выполнена, за исключением некоторых периодов. Более того, не редки случаи дефляции. С точки зрения обеспечения роста в условиях развивающейся экономики периоды дефляции еще более негативно сказываются на экономическом росте. Таким образом, *сдерживая рост денежного предложения посредством основных инструментов монетарного регулирования, «денежные власти» способствуют сокращению потенциального валового продукта, тем самым ставя достижение номинального якоря приоритетнее обеспечения устойчивого и долгосрочного экономического роста, что обуславливает наличие «ловушки инфляционного таргетирования» в денежно-кредитном регулировании Армении.*

Если обобщить полученные результаты, мы обнаруживаем, что в период до кризиса наибольшее воздействие на изменение в уровне цен имели денежные агрегаты M0 и M2X, а в период после кризиса все рассмотренные агрегаты с достаточно с большим временным лагом воздействуют на изменения в уровне цен (см. таблицу 4). Иными словами, если до кризиса жёсткая денежно-кредитная, а главное, валютная политика, были оправданы с точки зрения достижения целевого ориентира инфляционного таргетирования, то после кризиса такая политика оказалась лишённой смысла. Более того, учитывая, что за последние 7 лет уровень концентрации товарных рынков значительно возрос, что было показано в предыдущих главах работы, такая низкая эластичность уровня цен к изменениям в денежном предложении вполне объяснима.

Таблица 4

**Результаты регрессионного анализа воздействия денежных агрегатов на ВВП РА.**

	R <sup>2</sup>	T-Statistic	P-value	Функциональное представление модели
M0	0.371492	5.49	0	GDP=0.278216M <sub>0</sub> +0.016172
M1	0.225786	3.856	0.0003	GDP=0.386623M <sub>1</sub> +0.011404
M2	0.241178	4.026	0.0002	GDP=0.341337M <sub>2</sub> +0.010079
M2X	0.311278	4.801	0	GDP=0.656707M <sub>2X</sub> -0.00516

Источник: расчеты автора

Таким образом, реализация инфляционного таргетирования со стороны ЦБ РА, не только носит формальный характер, что было доказано в предыдущих частях работы, но также ведет к сокращению темпов экономического роста. Опять же, ЦБ РА

на деле осуществляет валютное регулирование, жестко удерживая обменный курс национальной валюты на определенной отметке, что обуславливается тесной связью между колебаниями обменного курса и инфляции в экономике Армении.

Однако, нерыночный характер формирования, как инфляции, так и обменного курса национальной валюты, обуславливает слабую и неоднозначную связь между этими двумя показателями. Вместе с тем, жесткая валютная политика со стороны ЦБ РА, которая также направлена на сдерживание роста денежного предложения, в свою очередь, имеет определенное воздействие на экономический рост в стране.

Итак, обобщая вышесказанное, становится ясно, что с точки зрения достижения высоких темпов экономического роста, как денежно-кредитная политика ЦБ РА в рамках инфляционного таргетирования, так и валютное регулирование, приводят к сдерживанию роста экономики Армении. Этот факт обуславливает необходимость пересмотра подходов к монетарному регулированию, в общем, и к валютному регулированию, в частности.

Необходимо признать недееспособность монетарного регулирования в Армении в рамках режима таргетирования инфляции. С любых позиций реализация инфляционного таргетирования носит лишь формальный характер и в целом не несет в себе эффективного воздействия на общую макроэкономическую среду. Более того, выбранный целевой ориентир наносит серьезный урон темпам экономического роста, что в условиях кризиса и сильной подверженности внешним шокам со стороны других экономик, еще больше усугубляет падение темпов экономического роста.

При этом, если де-факто единственным действенным инструментом в монетарном регулировании является валютная политика, то необходимо признать такое первенство и с юридической точки зрения, а именно, определиться с режимом валютного регулирования, который бы соответствовал реальному направлению валютной политики в Армении.

Какой в таком случае должна быть политика валютного регулирования? Наиболее приемлемым подходом к валютному регулированию может стать выбор в пользу плавающего валютного курса, совмещенного с конвергенцией с валютной политикой России, поскольку, как было доказано выше, внешние шоки со стороны именно российской экономики значительно отражаются на нашей экономике.

При этом, стоит сказать, что в условиях развивающейся экономики применение классических режимов, как монетарного, так и валютного регулирования не эффективно. Поэтому следует признать недееспособность классических подходов к денежно-кредитной политике.

Таблица 5  
**Результаты регрессионного анализа взаимовоздействия валютного курса, инфляции и экономического роста в РА.**

	R <sup>2</sup>	T-Statistic	P-value	Функциональное представление модели
Валютный курс - Экономический рост	0.253112	-4.50925	0	GDP = -0.47234NER+0.024431
Инфляция - Экономический рост	0.004	0.489921	0.626	GDP = -0.0588CPI+0.0231
Инфляция - валютный курс	0.004505	-0.461172	0.6468	CPI = -0.06039NER+0.04331

Источник: расчеты автора

Применяя эконометрический анализ мы пришли к выводу, что в Армении валютный курс, инфляция и экономический рост мало связаны друг с другом, что говорит, прежде всего, о нерыночном характере формирования, как инфляции, так и валютного курса (см. таблицу 5).

Как было показано выше в работе, учитывая степень монополизации экономики Армении, процесс формирования инфляционного фона достаточно искажен. А с точки зрения формирования валютного курса, опять же, как было показано выше, чрезмерное вмешательство «денежных властей» на валютном рынке, искажает картину с точки зрения валютного курса.

Как было показано на предыдущих этапах исследования, экономика Армении, будучи малой открытой экономикой, сильно подвержена внешним шокам. При этом, основным каналом внешних шоков, которые имеют влияние на армянскую экономику, является именно экономика России. Выше в работе были представлены основные каналы воздействия экономики России на армянскую экономику, при этом был проведен регрессионный анализ, доказывающий данное воздействие.

Тем не менее, макроэкономическая политика последних десяти, если не больше лет, с точки зрения монетарного и валютного регулирования была практически не скоординирована с подходами к регулированию со стороны Банка России. Несмотря на то, что «денежные власти» и России и Армении ввели политику по активному вмешательству в формирование обменных курсов национальной денежной единицы, направленность политики ЦБ РА в корне отличалась от политики Банка России.

В рамках данного исследования предпринята попытка оценить потери в экономическом росте в Армении, вследствие отсутствия гармонизации валютного регулирования со стороны ЦБ РА с валютной политикой Банка России и на основе этой оценки были построены соответствующие сценарии.

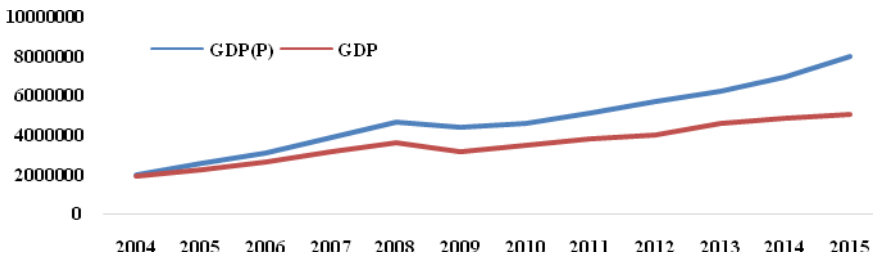


Рис. 6. Фактический и потенциальный ВВП РА, с учетом воздействия роста потребления и чистого экспорта в случае координации с валютной политикой Банка России с 2004 г. по 2016 г., ежегодно

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

Рассматривая потенциальный ВВП РА с учетом воздействия всех вышеперечисленных факторов в случае координации с валютной политикой Банка России с 2004 г. по 2016 г. в ежеквартальном и ежегодном разрезе, мы можем констатировать, что валютная политика на протяжении последних лет нанесла неоспоримый ущерб экономике Армении с точки зрения экономического роста (см. рис. 6).



На основе проведенных выше расчетов, в рамках данного исследования были построены несколько сценариев для экономического роста Армении с учетом влияния экономики России посредством валютного канала.

Прогнозы ВВП РА были построены с учетом роста потребления (рассматривались воздействие трансфертов и валютного курса) и чистый экспорт (рассматривалось воздействие валютного курса). При этом, валовое накопление было взято за константу.

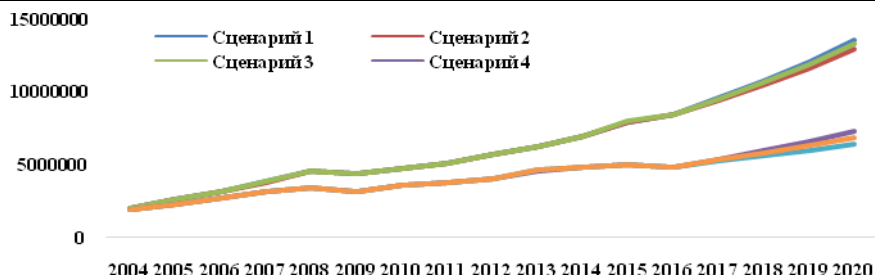


Рис. 7. Прогнозы годовой ВВП РА при прочих равных условиях с 3 квартала 2016 по 4 квартал 2020).

Источник: Рассчитано на основе баз данных официального сайта Банка России - [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru); официального сайта ЦБ РА - [www.cba.am](http://www.cba.am);

На рисунке 7 проиллюстрированы построенные сценарии изменений ВВП РА с учетом развития событий на мировом рынке нефти и той или иной политикой ЦБ РА в отношении валютного регулирования.

Были рассмотрены шесть вариантов развития событий на валютном рынке России, с учетом изменений цен на нефть на мировых рынках:

**Сценарий 1:** цены на нефть растут на 7% ежеквартально, ЦБ Армении ведет гармонизированную валютную политику с Россией.

**Сценарий 2:** цены на нефть снижаются на 7% ежеквартально, ЦБ Армении ведет гармонизированную валютную политику с Россией.

**Сценарий 3:** цены на нефть не изменяются, ЦБ Армении ведет гармонизированную валютную политику с Россией.

**Сценарий 4:** цены на нефть растут на 7% ежеквартально, ЦБ Армении ведет не гармонизированную валютную политику с Россией.

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

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

Как мы можем видеть, как в поквартальном, так и в годовом разрезе гармонизированная с Банком России валютная политика ЦБ РА при всех возможных сценариях развития событий на валютном рынке России с учетом изменений цен на нефть приводит к значительному росту ВВП. С другой стороны, отсутствие гармонизации валютных политик РА и РФ приводит к значительно более низким показателям в экономическом росте Армении.

Сложившаяся ситуация требует кардинального пересмотра подхода к денежно-кредитной политике ЦБ РА в общем, и к валютной политике, в частности. Такой

подход должен, в первую очередь, подразумевать приоритетность достижения высоких темпов экономического роста в общей концепции макроэкономического регулирования и, с учетом этого, соответствие направленности денежно-кредитной и валютной политики общей стратегической задаче государственного регулирования.

В такой ситуации реализовывать инфляционное таргетирование в рамках коридора  $4 \pm 1,5$  и жесткой валютной политики, неприемлемо. Тем более, что де-факто инфляционное таргетирование в условиях высокой концентрации рынка и отсутствия каких-либо эффективных инструментов денежно-кредитной политики невозможно.

Необходимо признать приоритетность инструментов валютного регулирования в случае отсутствия других эффективных инструментов денежно-кредитной политики, и осуществлять валютную политику с точки зрения приоритетности достижения высоких и качественных темпов экономического роста, стимулируя экспортные позиции страны, а также совокупный спрос.

### **Концепция модернизации валютного регулирования**

Итак, проведенный в работе анализ выявил необходимость модернизации подходов к денежно-кредитному и валютному регулированию в Армении. Было доказано, что проводимое до сих пор монетарное регулирование привело к значительному снижению темпов экономического роста. В этой связи, ниже представлены основные элементы предложенной концепции по модернизации подходов к денежно-кредитному и валютному регулированию.

#### **Элемент 1. Таргетирование инфляции**

Как уже было отмечено в работе, инфляционное таргетирование в Армении реализуется лишь формально, и многие из факторов, которые этому способствуют, лежат в общей макроэкономической и институциональной среде, находящихся вне зоны воздействия денежно-кредитной политики. Однако, сама политика инфляционного таргетирования находится как раз непосредственно в ведении Центрального банка, и некоторые ее элементы требуют кардинального пересмотра.

*- целевой ориентир и выбор номинального якоря*

Учитывая тот факт, что ЦБ РА ставит во главу угла низкие темпы изменения уровня цен, что, как было доказано в работе, противоречит основной цели макроэкономического регулирования, а именно, достижению высоких темпов экономического роста, автор предлагает повысить порог целевого ориентира инфляционного таргетирования до 10-12%, что будет больше соответствовать реальному ценовому фону в стране, а также позволит в краткосрочной перспективе стимулировать темпы экономического роста. Таким образом, Центральному банку РА удастся выйти из «ловушки инфляционного таргетирования» и избежать противоречия возникшего между целевым ориентиром и достижением высоких темпов экономического роста.

Кроме того, следует пересмотреть сам целевой ориентир. На сегодняшний день, в качестве номинального якоря ЦБ РА использует очищенный показатель ИПЦ. Опыт большинства стран, реализующих политику таргетирования инфляции показывает, что, чем более центральные банки используют очищенный показатель ИПЦ при установлении целевого ориентира, тем менее эффективно монетарное регулирование в целом<sup>19</sup>. Автор рекомендует взять за основу общий показатель ИПЦ, который

---

<sup>19</sup> См. подробнее: Восканян М.А., Режимы денежно-кредитной политики. (учебно-методическое пособие). Ер.: Изд-во «Экономист», 2009; Восканян М.А., Манукян Д.Э. Некоторые аспекты политики таргетирования инфляции: международный опыт и монетарная политика Армении. Деньги и кредит. 9/2011. Ежемесячный

позволил бы проводить более прозрачную денежно-кредитную политику, а значит, способствовать повышению доверия к «денежным властям» и формированию положительных инфляционных ожиданий со стороны реального сектора.

*- инфляция ожиданий*

На протяжении всего периода реализации таргетирования инфляции в Армении наблюдается снижение уровня доверия к «денежным властям». Таким образом, основной инструмент воздействия на реальный сектор с целью снижения инфляционного давления в виде инфляции ожиданий, носит обратный характер, а значит, является ключевым препятствием к успешной реализации инфляционного таргетирования.

В этой связи, Центральному банку РА следует проводить последовательную и прозрачную политику по увеличению доверия со стороны реального сектора, что в свою очередь, позволит увеличить показатель целевого ориентира без угрозы неконтролируемого инфляционного давления в экономике.

*- независимость ЦБ РА*

Выше в работе были рассчитаны индексы независимости Центрального банка РА, согласно которым в Армении наблюдается достаточно высокий уровень независимости «денежных властей». Однако, следует признать, что рассчитанные показатели носят скорее формальный характер, нежели реально отражает сложившуюся ситуацию.

На протяжении всего периода реализации таргетирования инфляции, ЦБ РА активно вмешивался в валютную политику с целью сдерживания роста цен. При этом, как известно, высокая инфляция является не только проблемой денежно-кредитного регулирования, но также всегда негативно отражается на показателях государственного бюджета. Постоянное увеличение цен обязывает государственные органы перманентно индексировать расходы бюджета, а учитывая высокий уровень государственного долга и низкую эффективность налогового администрирования в Армении, очевидно, что такая индексация была бы проблематичной. Таким образом, Центральный Банк РА косвенно решает задачи фискального регулирования, что, по сути, означает низкую степень независимости «денежных властей».

Разумеется, это относится также к величине внешнего долга, приобретенного за последние девять лет. Удерживая обменный курс национальной валюты на низком уровне по отношению к доллару, «денежные власти» решают также задачу внешнего долга, что тоже, несомненно, является элементом вмешательства фискального регулирования в денежно-кредитную политику.

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

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

*- методика расчета ИПЦ<sup>20</sup>*

Наконец, не в последнюю очередь, необходимо пересмотреть подход к методике расчета ИПЦ. Как и в большинстве стран мира, Национальная статистическая служба Республики Армения использует подход к расчету Индекса потребительских цен (далее ИПЦ) согласно классическим международным стандартам. Однако, практика развивающихся рынков указывает на то, что существующие международные стандарты расчета ИПЦ практически не берут в расчет степень дифференциации доходов населения. Если в условиях развитой экономики проблема бедности населения и низких доходов в большей мере уже решена, то развивающиеся страны отличаются высокой степенью поляризации доходов.

Причем, следует отметить, что методики расчета уровня бедности в развитых и развивающихся странах существенно рознятся. А поскольку этот аспект отражается на расчете минимальной потребительской корзины, лежащей, в свою очередь, в основе расчетов ИПЦ, то уровень бедности и методики ее расчета также должны приниматься во внимание при расчете уровня цен на основе потребительской корзины.

## **Элемент 2. Финансовая система**

Институты финансового посредничества важны не только с точки зрения достижения экономического роста, но также и с точки зрения эффективности денежно-кредитной политики. Выше в работе были выявлены основные проблемы развития институтов финансового посредничества в Армении с точки зрения трансмиссионного механизма монетарного регулирования.

В этой части работы мы попытаемся предложить рекомендации по усовершенствованию политики по развитию институтов финансового посредничества с целью повышения эффективности монетарного регулирования, а также достижения более высоких и долгосрочных темпов экономического роста.

*- финансовый мегарегулятор*

Как известно, функции финансового мегарегулятора на сегодняшний день в Армении находятся в ведении ЦБ РА. Однако, опыт множества стран успешных с точки зрения, как экономического развития, так и развития институтов финансового посредничества, указывает на необходимость отделения функций, которые должны быть в ведении Центрального Банка и функций надзора, которые должны строиться больше по принципу саморегулирования. В этой связи, с учетом также рекомендаций Базельского комитета, следует пересмотреть подход к реализации надзорных функций со стороны государства по отношению к институтам финансового посредничества.

В частности, необходимо развивать и ужесточать механизмы банковского регулирования и надзора, а именно, необходимо законодательно запретить участие банков в операциях на открытых рынках (спекулятивные операции на валютном рынке). Более того, необходимо пересмотреть подходы к борьбе с высоким уровнем долларизации, который наблюдается в Армении на протяжении всего периода существования драма. Жесткая и искусственная политика (например, процентная) в отношении вложений в иностранной валюте не только не повышает степень доверия населения к национальной денежной единице, но также и способствует увеличению рисков в банковской системе.

---

<sup>20</sup> См. подробнее: Восканян М.А., Манукян Д.М. Методика расчета Индекса Потребительских цен в РА. 21-ый ВЕК Информационно-аналитический журнал. 4(33), 2014. 142 С., стр.118-140; Восканян М.А., Манукян Д.М. Проблема расчета ИПЦ в Армении: альтернативный подход. Развитие современных проблем. Сборник научных трудов конференции Т I / Т 770 АГЭУ. - Ер.: Тнтсагет, 2015, 772 С., стр. 753-760.

Жесткая политика в отношении нормы резервирования также увеличивает риски в банковской системе. Необходимо отказаться от действующей политики по обязательному резервированию в зависимости от валютных обязательств и перейти к резервированию обязательств в соответствующей валюте. Это позволит создать дополнительный спрос на национальную валюту, как внутри банковской системы, так и вне ее, а также исключит валютные и процентные риски.

*- развитие институтов финансового посредничества*

Учитывая превалирование банковского сектора среди других секторов финансовой системы в Армении, необходимо проводить целенаправленную политику по развитию других, не банковских институтов финансового посредничества, которые бы способствовали формированию на рынке капитала спроса на долгосрочные и среднесрочные финансовые активы, а также обеспечили бы диверсификацию вложений в финансовую систему.

В Армении практически не развиты финансовые институты, формирующие «длинные деньги». В частности, пенсионная реформа в ее нынешней интерпретации совершенно неэффективна.

В этой связи, необходимо пересмотреть механизмы пенсионного страхования, в том числе, делая акцент на формировании корпоративных пенсионных фондов. При этом, нельзя допускать оттока капитала посредством вложений Пенсионных фондов на зарубежных рынках. Альтернативой этому должны стать национальные финансовые ресурсы, которые будут направлены на развитие реального сектора страны, а значит, обусловят увеличение темпов экономического роста в долгосрочной перспективе.

Необходимо также развивать рынок страховых инструментов, в частности, не развито медицинское страхование, имущественное страхование и многие другие виды страхования.

*- законодательные изменения*

Согласно статье 200 Конституции Республики Армения<sup>21</sup> от 5 июля 1995 года с изменениями 2005 года и 2015 года «Основной целью Центрального банка являются обеспечение стабильности цен и финансовой стабильности».

Отметим, что поправка 2005г., внесенная в Конституцию РА относительно обязательств Центрального банка по обеспечению стабильности цен, во-первых, не говорит о необходимости достижения именно низкого уровня цен, а во-вторых, вынуждает Центральный банк стать заложником собственного целевого ориентира. В этой связи, нам представляется корректным пересмотреть этот пункт в Конституции РА, дабы обеспечить возможность для «денежных властей» осуществлять более гибкую денежно-кредитную политику.

Поправка 2015г. добавила к обязательствам Центрального банка РА также обеспечение финансовой стабильности<sup>22</sup>. По мнению автора, формулировка «финансовой стабильности» включает в себя стабильность всех элементов финансовой системы, а значит, например, стабильность государственных финансов и государственного бюджета. В этой связи, возникает противоречие между статьей 200 п.1 (Национальным банком Республики Армения является Центральный банк. Центральный банк при осуществлении отведенных ему Конституцией и законом функций независим), и статьей 200 п.2 (Основной целью Центрального банка является обеспечение стабильности цен и финансовой стабильности), поскольку

---

<sup>21</sup> Конституция Республики Армения с изменениями. Принята 06.12.2015.

<sup>22</sup> Там же.

предполагается, что в функции Центрального банка РА входит решение задач по обеспечению стабильности государственного бюджета. Более того, в Законе о Центральном банке РА<sup>23</sup> также предусмотрен пункт относительно независимости ЦБ РА от государственных органов, что опять же противоречит отмеченной статье в Конституции РА. Таким образом, автор предлагает или уточнить формулировку «финансовая стабильность», или пересмотреть необходимость и актуальность сделанной поправки.

Кроме того, учитывая неэффективность реализации режима инфляционного таргетирования, а также рецессию, которая наблюдается в экономике Армении последние девять лет, следует пересмотреть основные приоритеты и цели «денежных властей» в пользу достижения экономического роста. Безусловно, классические задачи достижения экономического роста не должны быть в функционале Центрального банка. Однако, в мировой практике есть такие примеры, когда в качестве основной стратегической цели Центрального банка выступает именно экономический рост (например, США). В пользу такого выбора говорит также приоритетность достижения высоких, стабильных и, главное, долгосрочных темпов экономического роста в развивающейся экономике, находящейся в кризисе последние годы. В таких условиях, все направления макроэкономической политики, включая денежно-кредитное регулирование, должны быть направлены на достижение именно отмеченной выше цели. Более того, автор полагает, что указанную стратегическую цель следует включить в Конституцию РА, а также в Закон РА о ЦБ РА.

Наконец, Статья 4 п.2 Закона РА и ЦБ РА «Если другие задачи Центрального банка противоречат его основной задаче, Центральный банк отдает приоритет основной задаче и руководствуется необходимостью ее реализации» фактически вынуждает ЦБ РА в ущерб, в том числе, и экономическому росту вести на протяжении многих лет жесткую денежно-кредитную политику. Интересен также, что в том же законе в Статье 4 п.1 «Основной задачей Центрального банка является обеспечение стабильности цен в Республике Армения. В целях реализации своей основной задачи Центральный банк разрабатывает, утверждает и осуществляет программы денежно-кредитной политики», а в статье 14 п.4 (а) задача ЦБ РА представлена в следующей формулировке «обеспечение стабильности цен путем денежно-кредитной политики и *предотвращение (сдерживание) инфляции*». Иными словами, помимо того, что в Законе РА о ЦБ РА присутствуют две различные формулировки задач Центрального банка, вторая формулировка фактически обуславливает необходимость ведения жесткой денежно-кредитной политики, в том числе и в ущерб экономическому росту. На взгляд автора, данная статья должна быть пересмотрена и уточнена, с учетом предложенных выше коррективов.

### **Элемент 3. Валютная политика**

Все предыдущие части работы анализируют и доказывают неэффективность валютного регулирования в Армении. Вместе с тем, доказано, что проводимая политика по сдерживанию обменного курса национальной валюты в рамках установленного де-факто коридора наносит неоспоримый ущерб экономическому росту.

*- плавающий курс*

---

<sup>23</sup> Закон Республики Армения о Центральном Банке Республики Армения. Статья 1 п. 5.

В предыдущих частях данного труда доказано, что Центральный банк РА активно вмешивался в процесс формирования обменного курса национальной валюты. Однако, как показала практика, такое вмешательство нанесло значительный ущерб экономике Армении.

Согласно классификации МВФ<sup>24</sup>, Армения включена в список стран, реализующих политику «Регулируемый плавающий валютный курс с не установленным заранее горизонтом валютного курса (managed floating with no predetermined path for the exchange rate)».

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

В этой связи, автор предполагает целесообразность пересмотра установленного на данный момент тренда динамики обменного курса национальной валюты в пользу выгод с точки зрения достижения высоких темпов экономического роста.

*- гармонизация валютной политики в рамках ЕАЭС*

В контексте вхождения в ЕАЭС, страны евразийского экономического пространства подвержены большему взаимовлиянию экономик. Более того, все эти страны объединяет высокая зависимость от волатильности валютного курса. Однако, рассматривая валютные политики стран ЕАЭС, бросается в глаза отсутствие всякой гармонизации валютного регулирования со стороны центральных банков, что очевидно создает негативные последствия для всех экономик ЕАЭС, и Армении, в частности.

В работе доказано, что отсутствие гармонизации валютной политики Армении с тенденциями на валютном рынке России негативно сказывается на экономическом росте Армении. В этой связи, автор предлагает пересмотреть тренд изменений обменного курса драма с учетом гармонизации с валютной политикой Банка России.

*- стимулирование экспортных позиций*

При этом, направленность валютной политики должна, в первую очередь, стимулировать экспортные позиции страны, которые, в свою очередь, лежат в основе успеха на пути достижения высоких темпов экономического роста. Иными словами, динамика драма должна быть направлена не на искусственное укрепление и сдерживание на таких позициях, а наоборот, обесценение. При этом, автор осознает, что в краткосрочной перспективе обесценение драма может привести к нестабильности ценового фона в стране, а также проблемам, связанным с внешним долгом. Однако, в долгосрочной перспективе, такая позиция в отношении валютного курса приведет к экономическому росту, а значит, стабилизации с точки зрения, как инфляционного давления, так и решения задач, связанных с государственным бюджетом. При этом, нельзя не упомянуть, что как раз задачи, связанные с государственным бюджетом или фискальным регулированием, в целом ни коим образом не должны относиться к функциям Центрального банка, что как было показано выше, закреплено как в Конституции РА, так и в Законе РА о ЦБ РА.

#### **Элемент 4. Экономический рост**

*- приоритетность достижения долгосрочного экономического роста*

---

<sup>24</sup> Assessing macroprudential policies in a financial stability framework. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2014. Special topic of the Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions, 2014 issue.

Наконец, необходимо принять, законодательно закрепить и реализовать на практике приоритетность достижения высоких темпов экономического роста в реализации как денежно-кредитной, так и валютной политики в Армении. Такой опыт существует в мировой практике и в условиях замедления темпов экономического роста, которое наблюдается в экономике Армении последние восемь лет.

В результате теоретического и эмпирического обзора проблематики валютного регулирования в экономике, с точки зрения достижения устойчивого и долгосрочного экономического роста и, в соответствии с этим, исследования и анализа денежно-кредитной политики Армении в условиях реализации режима инфляционного таргетирования, были сделаны следующие **выводы и рекомендации**:

**I.** Начальным этапом работы стали исследование и оценка эффективности денежно-кредитной политики ЦБ РА с момента получения независимости Республики Армения. Проведенный анализ денежно-кредитной политики Армении за 1991 по 2005 гг. показал, что политика таргетирования денежных агрегатов потеряла свою эффективность и с начала 2006 года было принято решение о переходе на режим инфляционного таргетирования, основной целью которой на сегодняшний день является достижение ежегодного изменения цен в экономике в рамках коридора  $4 \pm 1,5\%$ .

**II.** Поскольку переход на режим таргетирования инфляции без наличия соответствующего инструментария (сформировавшихся финансовых институтов, эффективной модели прогнозирования инфляции, стабильной динамики колебаний валютного курса, доверия со стороны общественности к органам финансовой политики и т.д.), который позволил бы ЦБ обеспечить стабильность национальной валюты, и контролировать уровень цен на заданном уровне невозможен, можно считать реализацию инфляционного таргетирования в Армении лишь формальной. Данный вывод был сделан на основе анализа, проведенного в работе, на предмет наличия в экономике и финансовой системе Армении необходимых предпосылок для осуществления политики таргетирования инфляции.

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.

**III.** Залогом успеха монетарной и валютной политики является высокая степень развития финансовой системы. С этой точки зрения, в Армении также наличествуют значительные проблемы. В исследовании доказано, что на сегодняшний день финансовая система Армении наряду с односторонним развитием, не способна абсорбировать финансовые ресурсы с целью дальнейшего перераспределения в реальный сектор экономики, а значит, не способствует экономическому развитию страны. Кроме того, слабая связь с реальным сектором и наличием множества искажений (например, высокая долларизация, высокие процентные ставки и др.) не позволяют денежно-кредитной политике эффективно воздействовать на достижение номинального якоря, а значит, не позволяют достигнуть необходимых темпов экономического роста.



Неразвитость институтов финансового посредничества снижает и искажает эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Исследования, проведенные автором, доказывают отсутствие или недостаточную степень развития большинства каналов трансмиссии монетарного регулирования в Армении. В результате в распоряжении «денежных властей» остается только один инструмент воздействия на реальный сектор, выраженный валютным каналом.

**IV.** Вместе с тем, валютная политика носит жесткий характер и не соответствует заявленному режиму валютного регулирования, что, в первую очередь, обусловлено отсутствием других возможных инструментов монетарного регулирования у ЦБ РА при достижении номинального якоря денежно-кредитной политики.

Учитывая значительное укрепление драма в период 2003-2009 гг., автором были рассмотрены ключевые факторы, которые, как правило, сопровождают и обуславливают укрепление обменного курса национальной валюты. В результате анализа было выявлено, что укрепление драма в рассматриваемый период было обусловлено, прежде всего, вмешательством на валютном рынке со стороны ЦБ РА, что доказывает 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 денежной единицы искажает денежно-кредитную политику и ее воздействие на реальный сектор.

**V.** Нерыночные механизмы валютного регулирования привели к двум значительным кризисам на валютном рынке Армении. В работе рассмотрены два кризиса на валютном рынке Армении в период 2009 г. и 2014 г., в результате чего были выявлены ключевые факторы, повлекшие за собой резкую волатильность на валютном рынке в эти периоды. Исследование автора доказывает тесную взаимосвязь волатильности обменного курса драма от волатильности обменного курса рубля и вообще от общих тенденций в экономике России, что обосновывает вывод о необходимости координации валютной политики Армении в соответствии с валютной политикой России, тем более, в контексте интеграционных процессов в рамках ЕАЭС.

**VI.** В рамках данного исследования также был проведен анализ валютной интеграции в рамках ЕАЭС и рассмотрены основные проблемы и перспективы интеграции на евразийском пространстве. В этом контексте, макроэкономическая сбалансированность экономик стран-участниц ЕАЭС характеризуется наличием множества институциональных проблем, которые могут стать существенной помехой на пути создания единой валютной зоны. Рассмотренные в работе критерии соответствия стран потенциальному созданию единой валютной зоны обосновали нецелесообразность создания валютного союза на данном этапе. Кроме того, автором были предложены дополнительные критерии, которые учитывают специфику развивающихся экономик.

**VII.** Рассмотренная денежно-кредитная политика в рамках таргетирования инфляции в Армении указывает на негативное воздействие на экономический рост в стране, которое в то же время сопровождается неэффективным использованием инструментов монетарного регулирования. Таким образом, в работе доказана «ловушка» таргетирования инфляции, когда «денежные власти», игнорируя проблему достижения высоких темпов экономического роста и в ущерб экономическому развитию страны, устанавливают слишком низкие целевые ориентиры денежно-кредитной политики и, тем, самым сдерживают потенциальный рост экономики.

**VIII.** В работе также рассмотрено воздействие валютной политики на темпы экономического развития в Армении, оценена степень негативного и положительного, в том числе и с точки зрения необходимости гармонизации с валютной политикой Банка России. За последние семь – восемь лет, экономика Армении потеряла достаточно большой объем ВВП только по причине жесткого валютного регулирования, направленного на укрепление обменного курса национальной валюты и сдерживание денежного предложения, с целью недопущения инфляционного давления.

**IX.** Автором рассчитаны потенциальные потери и выгоды в ВВП Армении в случае координации или не координации валютной политики Армении с политикой в отношении валютного регулирования со стороны Банка России, на основе чего были построены различные сценарии для потенциального экономического роста, в зависимости от сценариев развития российской экономики.

**X.** В результате полученных результатов, в работе разработан новый подход к механизму валютного регулирования со стороны ЦБ РА с целью достижения более высоких и эффективных темпов экономического роста.

**Основные положения диссертационного исследования отражены в следующих опубликованных научных статьях автора:**

1. 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, Ереван, 2007, стр. 178-192.

2. Восканян М.А. Трансмиссионный механизм монетарной политики Армении в условиях инфляционного таргетирования. // Сборник научных трудов «Информационные технологии и управление» (6), «Энциклопедия – Арменика», Ереван, 2007, стр. 184-193.

3. Восканян М.А. Независимость и транспарентность денежно-кредитной политики Армении. // Межвузовский сборник научных статей, Актуальные проблемы развития экономики РА II, Ереван, «Экономист», 2008, стр. 100-104.

4. Восканян М.А., Мартirosян А.К. Валютная политика в условиях армянской экономики. // Сборник научных трудов «Информационные технологии и управление» (6), «Энциклопедия – Арменика», Ереван, 2008, стр. 157-170.

5. Восканян М.А. Оптимальный уровень инфляции как фактор долгосрочного экономического развития в Армении. // Сборник научных трудов, Информационные технологии и управление» (6), Энциклопедия – Арменика», Ереван, 2009, стр. 61-74.

6. Восканян М.А., Манукян Д.Э. Таргетирование инфляции: международный опыт и монетарная политика Армении. // Деньги и кредит. 9/2011. Ежемесячный научно-практический журнал. Москва. © «Деньги и кредит», 2011, стр. 57-59 (РИНЦ).

7. Восканян М.А. Валютная политика Армении: миф и реальность. // «Евразийский экономический обзор. Eurasian Economic Review», №3/2011, стр. 98-103 (рус. яз.), ст. 104-108 (англ. яз.).

8. 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. стр. 12-19. (РИНЦ, EBSCO PUBLISHING (USA)).

9. Восканян М.А. Проблемы и перспективы формирования институтов финансового посредничества на примере Армении. // Евразийская экономическая интеграция. Научно-аналитический журнал №1(14), февраль 2012, стр. 93-102.

10. Восканян М.А. Институциональные аспекты монетарной политики: иллюзия или необходимость? Банковское дело, № 4 (220) 2012. // Журнал о практике и теории банковского бизнеса. ISSN N 2071-4904/ Изд. ООО "Капитал-инфо"/2012, С. 95. стр. 43-48 (РИНЦ).

11. Восканян М.А., Айвазян С.А., Бродский Б.Е., Сандоян Э.М., Манукян Д.Э. Макроэконометрическое моделирование экономик России и Армении. I. Особенности макроэкономической ситуации и теоретическое описание динамических моделей. // Научно-практический журнал Прикладная Эконометрика. №30(2) 2013. ISSN 199307601. ООО "Синергия ПРЕСС". С.143 - стр. 3-26. (РИНЦ, SCOPUS).

12. Восканян М.А., Айвазян С.А., Бродский Б.Е., Сандоян Э.М., Манукян Д.Э. Макроэконометрическое моделирование экономик России и Армении. II. Агрегированные макроэконометрические модели национальных экономик России и Армении. // Научно-практический журнал Прикладная Эконометрика. №31(2) 2013. ООО "Синергия ПРЕСС". С.143 - стр. 7-32. (РИНЦ, SCOPUS).

13. 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» ISSN online 1614-4015 / ISSN print 1614-4007. pp. 113-131.

14. Восканян М.А. Оценка перспектив валютной интеграции в странах ЕАЭС: альтернативный подход. // Актуальные вопросы экономической теории и практики в условиях глобальных вызовов: коллективная монография / Под общ. ред. доктор эконом.наук, проф. Ж.Я. Аубакировой. – Алматы: Қазақ университеті, 2015. – С. 243 ISBN 978-601-04-1592-8, стр. 133-139.

15. Восканян М.А. Проблемы и перспективы создания валютной зоны в рамках ЕАЭС. // Вестник РАУ, гуманитарные и общественные науки. Изд. РАУ (7), №3, Ереван, 2015, С. 144. стр. 95-111 (РИНЦ).

16. Восканян М.А. Кризисы на валютном рынке Армении: истоки и последствия. // Научно-аналитический журнал «Управленец». №2/60, 2016г. Изд. УрГЭУ - С. 97. стр. 10-15 (РИНЦ, EBSCO PUBLISHING (USA)).

17. Восканян М.А., Сандоян Э.М., Мнацакян Л.А. Денежно-кредитная и валютная политика в Армении: угрозы и перспективы в контексте интеграции в ЕАЭС. // Вестник РАУ, гуманитарные и общественные науки. Изд. РАУ, №1, Ереван, 2016, С. -140. стр. 52-63 (РИНЦ).

18. Voskanyan M., Sandoyan E., Mnacakanyan L., Ohikyan L. Foreign Exchange Regulation in Armenia: Current Status and the Need for Revision in the Context of Eurasian Integration Initiatives. // Journal Global Policy and Governance, Volume 5 • Number 2 • December 2016, JGPG (2016) 5: 3-15 DOI 10.14666/ 2194-7759-5-2-001. pp. 17-33.

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

**ՄԱՐԻՄԱՅ ԶԱՄԲԱՐՁՈՒ ՄԻ ՈՍԿԱՆՅԱՆ**

**ԱՐԺՈՒԹՅՒՆ ԿԱՐԳԱՎՈՐՄԱՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳԻ ԱՐԴԻԱԿԱՆԱՑՄԱՆ  
ՀԻՆԱԿՆԻՐՆԵՐԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ**

Ը 00.03 - «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում» մասնագիտության մասնաճյուղի մասնաճյուղի և մասնաճյուղի գիտական աստիճանի հայացման ատեստատային թղթի սերտիֆիկատ:

**ԱՄՓՈՓԱԳԻՐ**

Դիտարկելով դրամավարկային և արժույթային կարգավորման փորձը Հայաստանի անկախության ընթացքում՝ կարելի է պնդել, որ բնակչության բարեկեցության բարելավման և տնտեսական աճի խթանման հիմնական նպատակը չի կատարվել: Այս դեպքում աննկատ է դառնում Հայաստանի «դրամական իշխանության ունեցիկ» կողմից դրամավարկային և արժույթային կարգավորման նոր, ավելի արդյունավետ մեթոդների փնտրումն ու մշակումը: Եվ հաշվի առնելով Հայաստանում ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների թույլ զարգացվածությունը, և հետևաբար, տնտեսության վրա դրամավարկային կարգավորման միջոցով ազդելու որևէ արդյունավետ մեխանիզմների բացակայությունը՝ առաջնային ավան եմոլում արժույթային կարգավորման մեխանիզմների ընտրության խնդիրը:

Սույն հետազոտության հիմնական նպատակն է արժույթային կարգավորման համակարգի արդիականացման մոտեցումների մշակումը Հայաստանի Հանրապետությունում՝ կայուն և երկարաժամկետ տնտեսական աճի հասնելու համատեքստում:

Դրված խնդրի լուծման համար ատեստատային ունեցող մասնավորներն:

- դրամավարկային և արժույթային կարգավորման հիմնախնդիրներն ու հեռանկարները Հայաստանում, այդ թվում տրանսմիսիոն մեխանիզմի արդյունավետ աշխատանքի, ինչպես նաև կայուն և երկարաժամկետ տնտեսական աճի ապահովման տեսանկյունից:
- հիմնավորվել է արժույթային կարգավորման համակարգի արդիականացման մոտեցումների վերանայման անհրաժեշտությունը և մշակվել է արժույթային քաղաքականության մեխանիզմների միջոցով կայուն և երկարաժամկետ տնտեսական աճի ապահովմանն ուղղված հայեցակարգ:

Հետազոտության գիտական նորույթն ապրուստակող առավել կարևոր արդյունքներին կարելի է դասել հետևյալները.

- ✓ Լիովին գործող գնաճի նպատակադրման իրականացման համար անհրաժեշտ հիմնական գործոնների գնահատման արդյունքում հիմնավորվել է արդի ժամանակահատվածում Հայաստանի Հանրապետության ունեցող դրամավարկային քաղաքականությունում գնաճի նպատակադրման ռեժիմի ոչ կայացված լինելը:

- ✓ Սահմանվել է դրամավարկային քաղաքականությունը՝ «գնաճի նպաստակարգման թակարդ» հասկացությունը, որը դրսևորվում է տնտեսական աճի զսպման մեջ, որն իր հերթին պայմանավորված է Հայաստանի Հանրապետությունում անվանական խարսխի հասնելու առաջնայնությունով:
- ✓ Տնտեսաչափական մեթոդների կիրառման արդյունքում գնաճի, փոխարժեքի և տնտեսական աճի միջև բացահայտվել է թույլ փոխախաղածությունը՝ պայմանավորված ՀՀ-ում դրամի փոխարժեքի ձևավորման և գնագոյացման շուկայական մեխանիզմների անկատարությունով:
- ✓ Մշակվել է կոշտ արժույթային քաղաքականության պայմաններում ՀՀ դրամի փոխարժեքի ձևավորման գնահատման մեթոդիկան, որը ենթադրում է ազգային արժույթի փոխարժեքի ամրապնդման վրա ազդող էկզոգեն և էնդոգեն հիմնական գործոնների գնահատում՝ Հայաստանի Հանրապետությունում լիովին գործող գնաճի նպաստակարգման ռեժիմի իրականացման տեսանկյունից:
- ✓ Առաջարկվել է ԵԱՏՄ շրջանակներում արժույթային միություն տեղծման հեռանկարների գնահատման մոտեցում, որն իր մեջ է ներառում արժույթային միությունների ձևավորման համար անհրաժեշտ նախադրյալները, և հիմնավորում է միասնական արժույթային գոտու ձևավորման անընդունելիությունը՝ միության անդամ-երկրների կառուցվածքային և ինստիտուցիոնալ յուրահատկությունների անհամառոտելիություն պատճառով:
- ✓ Տնտեսաչափական մեթոդների օգնությամբ գնահատվել է Հայաստանի Հանրապետությունում դրամավարկային և արժույթային քաղաքականության գործիքների ազդեցությունը տնտեսության իրական հատվածի վրա՝ գնաճի նպաստակարգման անվանական խարսխի հասնելու և տնտեսական աճի կայունության երկարաժամկետ տեմպերի խթանման (զսպման) տեսանկյունից:
- ✓ Մշակվել է Հայաստանի Հանրապետությունում 2009թ.-ի և 2014թ.-ի արժույթային ճգնաժամերի առաջացման հիմնական էնդոգեն և էկզոգեն գործոնների գնահատման մեթոդիկա:
- ✓ Մշակվել է Հայաստանի Հանրապետությունում արժույթային կարգավորման քաղաքականության ընտրության մոտեցում՝ կախված Ռուսաստանի տնտեսության զարգացման սցենարներից՝ ARMA մոդելի կիրառման հիման վրա:
- ✓ Առաջարկվել է Հայաստանի Հանրապետությունում դրամավարկային և արժույթային կարգավորման մեխանիզմների արդիականացման հայեցակարգ, որն իր մեջ է ներառում դրամավարկային քաղաքականության ու ֆինանսական համակարգի հիմնական տարրերն ու նպաստում է տնտեսական աճի խթանմանը:

# MARIAM HAMBARDZUM VOSKANYAN

## ISSUES OF CURRENCY REGULATION SYSTEM MODERNIZATION IN THE REPUBLIC OF ARMENIA

The abstract of the thesis for receiving the degree of Doctor of Science in the speciality 08.00.03 – «Finance, Accounting».

The defense of the thesis will take place on September 5<sup>th</sup>, 2017, at 14<sup>00</sup> o'clock at 008 Council of Economics at Russian-Armenian University: 123 H.Emin str., Yerevan, 0051.

### ABSTRACT

Considering the experience of monetary and currency regulation during the independence of Armenia, we can argue that the key task of the population's welfare improvement and stimulation of economic growth has not been achieved. In this regard, the need to search and develop new and more effective methods of monetary and currency regulation by «the monetary authorities» of Armenia, becomes obvious. And considering weak the development of institutes of financial intermediation in Armenia, thus the lack of any effective mechanisms of impact on the economy by means of monetary and credit regulation, the problem of choosing the mechanisms of currency regulation becomes primary.

The main objective of this research is the development of approaches to the modernization of currency regulation system in the Republic of Armenia in the context of steady and long-term economic growth achievement.

To solve the stated goal in the dissertation are defined:

- the issues and the prospects of development of monetary and currency regulation in Armenia, including from the point of view of the overall performance of the transmission mechanism, and also ensuring steady and long-term economic growth.

- the need to review the approaches to the modernization of currency regulation system in Armenia is proved and the concept aimed at ensuring steady and long-term economic growth by means of currency policy's mechanisms is developed.

The most important results of this thesis research, containing scientific novelty, are the following:

- ✓As a result of the assessment of the key factors, that are necessary for the realization of full-functional inflation targeting, the failure of the inflation targeting regime of monetary policy in the Republic of Armenia at the present stage is proved.

- ✓Is introduced the concept of «inflation targeting trap» in the monetary policy which is detected in the restraining of the economic growth caused by priority of achievement of a nominal anchor in the Republic of Armenia.

✓As a result of econometric methods application was revealed a weak interdependence between inflation, exchange rate and economic growth caused by the imperfection of market mechanisms of dram's exchange rate and prices' formation in RA.

✓The technique of dram's exchange rate formation's assessment in the conditions of contractionary monetary policy assuming assessment of the key factors, that influence the strengthening of the national currency, from the point of view of the realization of full-functional inflation targeting regime in the Republic of Armenia was developed.

✓The impact of monetary and currency policies instruments on real sector of the economy from the point of view to achieve a nominal anchor of inflation targeting and stimulate (discourage) steady and long-term rates of economic growth in the Republic of Armenia by econometric methods application was estimated.

✓An approach to the assessment of prospects to create a currency union in the EAEU including necessary prerequisites of the monetary unions and proving unacceptability of formation of a united currency zone considering incompatibility of structural and institutional features of the Union's member countries' economies was developed.

✓The technique of assessment of the key endogenous and exogenous factors of 2009 and 2014 currency crises in the Republic of Armenia was developed.

✓An approach of choosing the currency regulation policy in Armenia in dependence on Russia's economy's development scenarios on the basis of the ARMA model was developed.

✓A concept of modernization of monetary and currency regulation mechanisms in the Republic of Armenia including key elements of monetary policy and financial system and promoting the stimulation of the economic growth is offered.