

# **ВЛИЯНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И ВАЛЮТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ РА**

**А. Г. Галстян, С. С. Оганнисян**  
**Российско-Армянский университет, Ереван, Армения**

*Аннотация. Целью данного исследования является анализ влияния монетарного и валютного регулирования на экономический рост в Республике Армения. Результаты анализа показали, что эффективное применение инструментов монетарного и валютного регулирования в рамках контрциклической политики является ключевым фактором экономического роста в РА.*

*Ключевые слова: монетарная политика, валютный курс, контрциклическая политика, экономический рост.*

## **THE IMPACT OF MONETARY POLICY AND CURRENCY REGULATION ON THE ECONOMIC GROWTH OF RA**

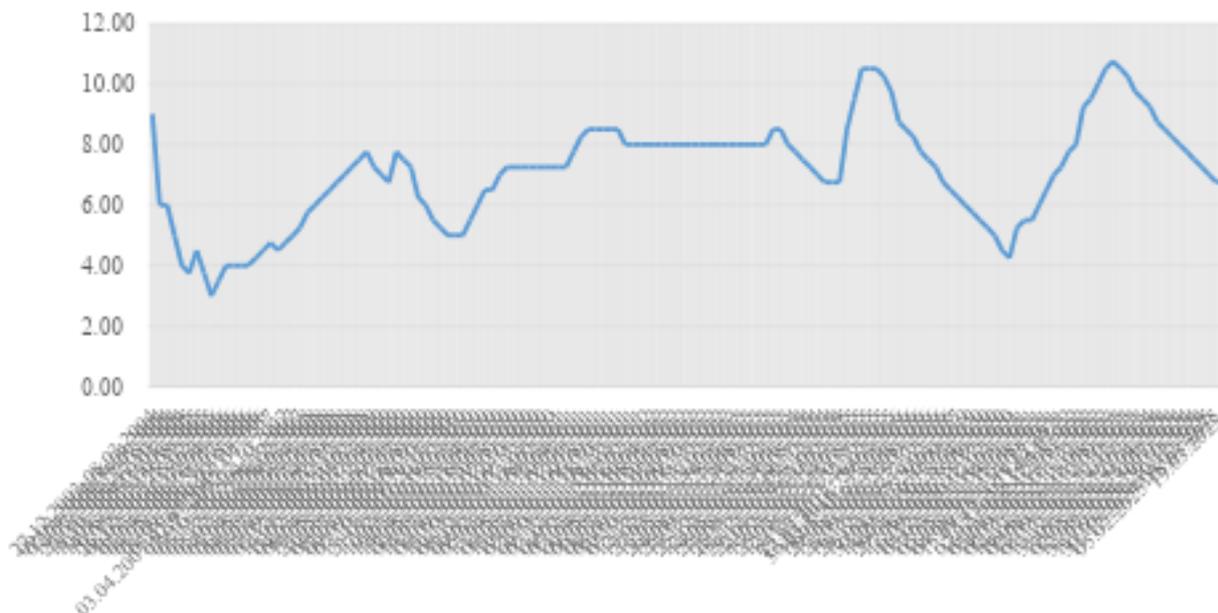
**A. H. Galstyan, S. S. Hovhannisyan**  
**Russian-Armenian University, Yerevan, Armenia**

*Abstract. The current study aims to analyze the impact of monetary and currency regulation on economic growth in the Republic of Armenia. The results of the analysis showed that the effective use of monetary and currency regulation instruments within the framework of the countercyclical policy of the Central Bank is a key factor in economic growth in the Republic of Armenia.*

*Keywords: monetary policy, exchange rate, countercyclical policy, economic growth.*

Страны с открытой малой экономикой сильно подвержены к внешним шокам. В связи с этим важным становится эффективность макроэкономической политики для обеспечения устойчивых темпов экономического роста. Многие исследования подтверждают, что для своевременного и эффективного ответа экзогенным шокам наиболее эффективным механизмом воздействия являются монетарное и валютное регулирования, которое может обеспечить быстрый результат в краткосрочном периоде [1–3]. В связи с этим нужно также отметить, что свободно плавающий обменный курс национальной валюты является самым гибким механизмом абсорбции экзогенных шоков [4–5]. С другой стороны, исследования также подтверждают, что как монетарное, так и валютное регулирование имеют значительное влияние на экономический рост и стабильность экономики страны вне зависимости от уровня развития и масштабов экономики [6–7]. В то же время, результаты исследований очень противоречивы: одни утверждают об отрицательном влиянии плавающего режима обменного курса на экономический рост, а другие находят положительные связи [8–10]. В связи с этим целью данного исследования является анализ влияния монетарного и валютного регулирования на экономический рост в Республике Армения.

Основным инструментом денежно-кредитной политики ЦБ Армении является ставка рефинансирования, которая имеет прямое влияние на доступность кредитования и, следовательно, на потребление в целом. На рисунке 1 можно заметить большую волатильность ставки рефинансирования в Армении на протяжении последних 20 лет.



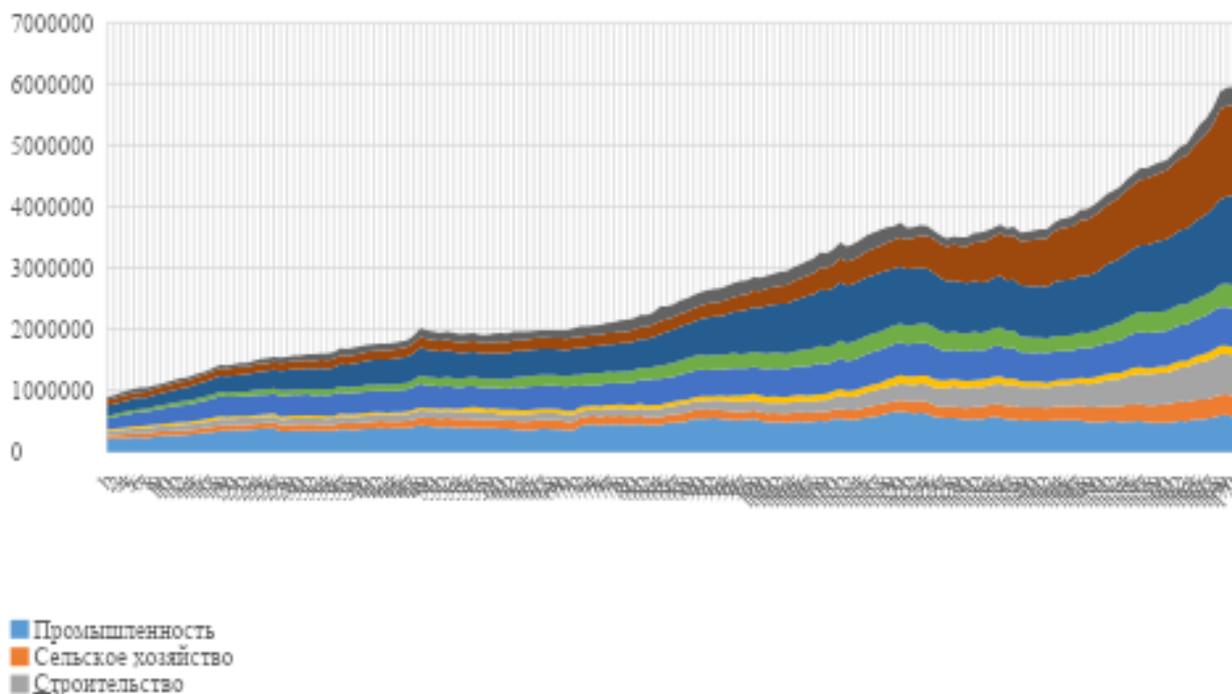
**Рисунок 1 – Ставка рефинансирования ЦБ РА, %**

Примечание – Источник: URL: <https://www.cba.am/ru/SitePages/statmonetaryfinancial.aspx>.

Анализ динамики данного инструмента показывает, что во время глобального финансового кризиса 2009 года и во время регионального валютного кризиса 2014–2015 гг. ЦБ Армении вел политику дорогих денег постепенно увеличивая ставку рефинансирования. Однако интересным является тот факт, что начиная с кризиса 2020 года ЦБ изменил свою политику и соответственно можно заметить контрциклическую политику во время кризиса пандемии COVID-19 направленную на стимулирование экономического роста в стране. В сентябре 2020 года был достигнут исторический минимум – 4,25 %. С другой стороны, интересным является также тот факт, что в последние четыре года динамика ставки рефинансирования полностью синхронизирована с динамикой ставки рефинансирования Федеральной Резервной Системы США, что привело к дефляционным давлениям в Армении в 2024 году. В связи с этим уже летом того же года ЦБ Армении стал снижать ставку рефинансирования, однако инфляция составила 0,3 %.

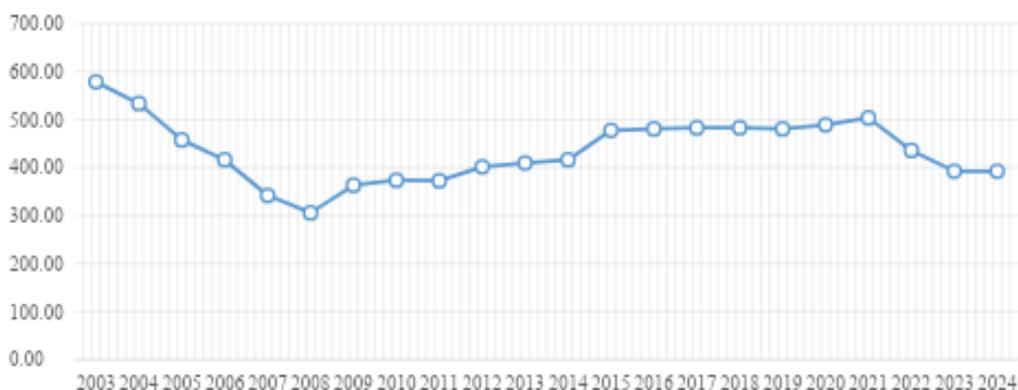
Обычно изменения ставки рефинансирования в первую очередь направлены на изменение объемов кредитования. Однако динамика кредитов, выданных резидентам Армении, демонстрирует практически непрерывный рост (рисунок 2). Это может быть связано с высокой долей потребительского кредитования, а также с увеличением объемов ипотечных кредитов в связи с законом о возврате подоходного налога для погашения процентов, а также с ростом цен на недвижимость в Армении. В силу низких заработных плат население Армении вынуждено брать кредиты, и при высоких ставках рефинансирования это число

продолжает расти. И, несмотря на рост номинальной заработной платы, тренд реальных темпов роста заработных плат отрицательно наклонен в связи с тем, что темпы роста не успевают за инфляцией. Также нужно отметить, что рост кредитования имеет положительное влияние на экономический рост через рост потребления и более высокую инвестиционную активность.



**Рисунок 2 – Кредиты выданные коммерческими банками резидентам РА, млн драмов РА**  
 Примечание – Источник: URL: <https://www.cba.am/ru/SitePages/statmonetaryfinancial.aspx>.

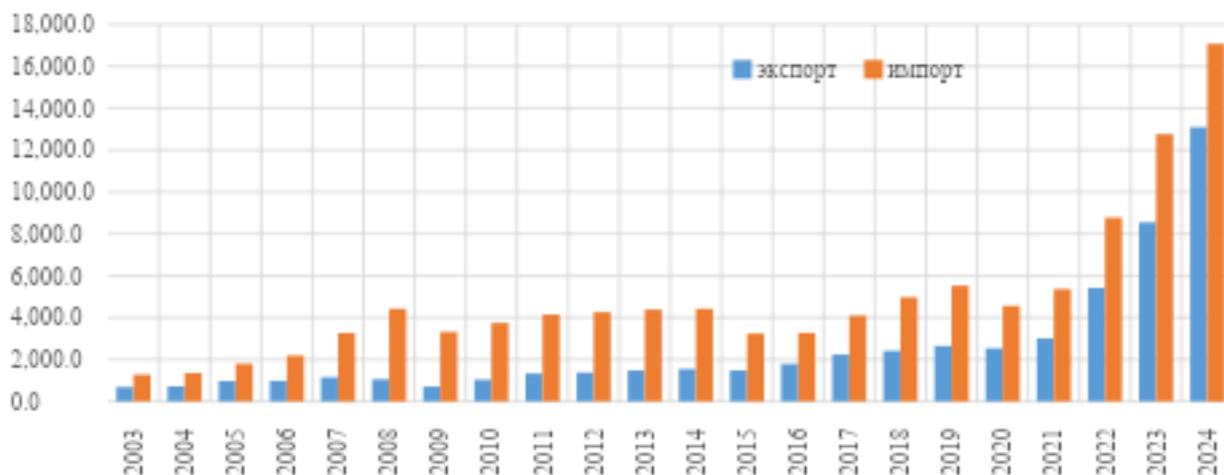
Следующим значительным каналом воздействия на экономический рост со стороны ЦБ Армении является валютная политика. На рисунке 3 можно заметить укрепление драма с 2004 по 2008 годы в связи с большим притоком прямых иностранных инвестиций и личных денежных трансфертов. Однако, нужно отметить резкие скачки обменного курса драма в марте 2009 года и декабре 2014 года, которые вынудили ЦБ делать широкомасштабные валютные интервенции для сдерживания обесценения драма. Как уже говорилось выше, в этом промежутке времени ЦБ Армении в основном вел цикличную политику, что сильно сдерживало экономический рост, результатом которого стала экономическая стагнация с 2010 по 2018 годы (см. рисунок 5). Таким образом, до 2019 года включительно, Центральный Банк Армении де-факто вел политику управляемого обменного курса, в основном, применяя два инструмента: прямые валютные интервенции и норму обязательного резервирования. Нужно отметить, что с целью удержания обесценения национальной валюты в декабре 2014 года, норма обязательного резервирования была удвоена, достигнув 24 %. Однако с 2020 года ЦБ Армении перешел на режим плавающего валютного курса де-факто. Более того, в 2022–2024 гг. замечается укрепление курса драма за счет значительного увеличения притока личных денежных трансфертов и прямых иностранных инвестиций из Российской Федерации.



**Рисунок 3 – Курс AMD по отношению к USD**

Примечание – Источник: URL: <https://www.cba.am/ru/SitePages/statmonetaryfinancial.aspx>.

Дорогая национальная валюта приводит к увеличению импорта за счет более выгодных цен в ущерб ценовой конкурентоспособности отечественных товаров на внешних рынках (рисунок 4). В тоже время нужно отметить, что в это же время в Армении выросли объемы реэкспорта из-за санкций против России. С одной стороны, Армения реэкспортирует российские товары в третьи страны. А с другой стороны, Армения реэкспортирует европейские и американские товары в Россию. Релокация большого числа россиян в Армению также способствовала увеличению потребления импортируемых товаров. Данная тенденция привела к росту импорта и экспорта втрое в течение последних трех лет.

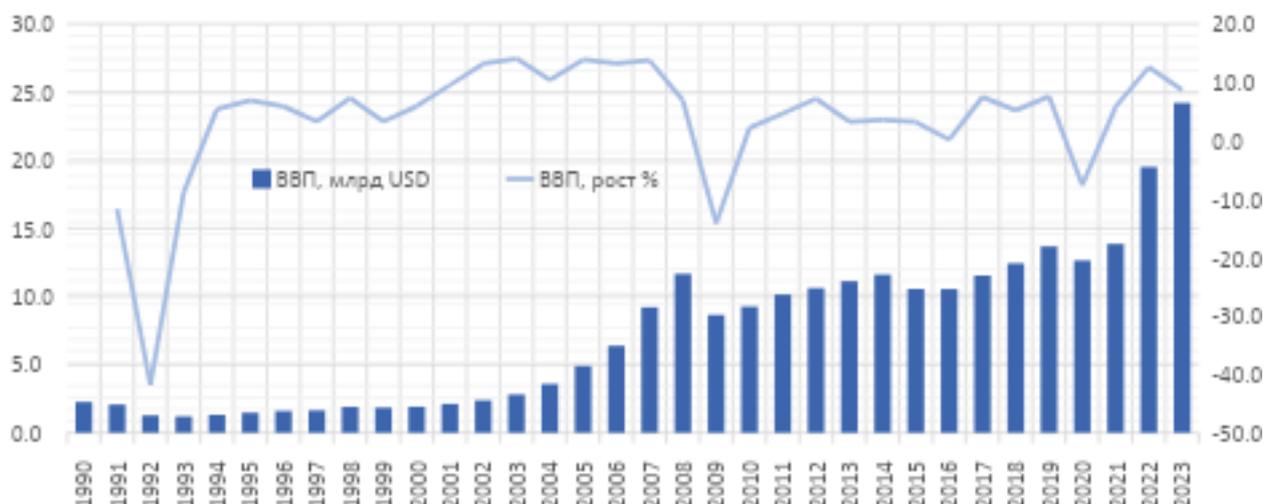


**Рисунок 4 – Экспорт и импорт товаров и услуг в Армении, млн долларов США**

Примечание – Источник: URL: <https://armstat.am/ru/?nid=12&id=10003&submit>.

Целевым индикатором эффективности макроэкономической политики обычно является рост ВВП. Однако целью ЦБ Армении не является обеспечение экономического роста. ЦБ Армении имеет две цели: стабильность цен и финансовую стабильность. В рамках политики таргетирования инфляции это приводит к противоречивым результатам с точки зрения обеспечения устойчивых темпов экономического роста в стране. Например, после глобального финансового кризиса в стране зафиксирована стагнация в следующие 10 лет с восстановлением докризисного уровня ВВП в 2018 году. Но со сменой политики ЦБ в 2020 году, можно заметить более быстрый восстановительный экономический рост уже в 2021 году. Высокие темпы экономического роста в 2022–2023 гг.

связаны больше с экзогенными факторами, которые привели к росту внутреннего спроса и экспорта.



**Рисунок 5 – ВВП и экономический рост РА**  
Примечание – Источник: База данных Всемирного Банка.

В условиях малой открытой экономики, как в Армении, денежно-кредитное и валютное регулирование имеют значительное совокупное влияние на экономический рост. Любое изменение направления монетарной политики ЦБ в краткосрочном периоде отражается на ВВП. В связи с этим гибкая политика процентных ставок и плавающий валютный курс помогают лучше адаптироваться как к внешним, так и к внутренним шокам.

#### Список использованных источников

1. Fry, M. J. Monetary policy responses to exogenous shocks / M. J. Fry, D. M. Lilien // *The American Economic Review*. – 1986. – Vol. 76, No. 2. – P. 79–83.
2. Mimir, Y., External shocks, banks, and optimal monetary policy: A recipe for emerging market central banks / Y. Mimir, E. Sunel // *International Journal of Central Banking*. – 2019. – Issue 58 (June). – P. 1–32.
3. Mumtaz, H., Dynamic effects of monetary policy shocks on macroeconomic volatility / H. Mumtaz, K. Theodoridis // *Journal of Monetary Economics*. – 2020. – Vol. 114. – P. 262–282.
4. Kohler, K., Flexible exchange rates in emerging markets: shock absorbers or drivers of endogenous cycles? / K. Kohler, E. Stockhammer // *Industrial and Corporate Change*. – 2023. – Vol. 32, No. 2. – P. 551–572.
5. Carrière-Swallow, Y. Exchange rate flexibility, the real exchange rate, and adjustment to terms-of-trade shocks / Y. Carrière-Swallow, N. E. Magud, J. F. Yépez // *Review of International Economics*. – 2021. – Vol. 29, No. 2. – P. 439–483.
6. Twinoburyo, E. N., Monetary policy and economic growth: A review of international literature / E. N. Twinoburyo, N. M. Odhiambo // *Journal of Central Banking Theory and Practice*. – 2018. – Vol. 7, No. 2. – P. 123–137.
7. Habib, M. M. The real exchange rate and economic growth: Revisiting the case using external instruments / M. M. Habib, E. Mileva, L. Stracca // *Journal of International Money and Finance*. – 2017. – Vol. 73. – P. 386–398.
8. Lartey, E. K. Exchange rate flexibility and the effect of remittances on economic growth / E. K. Lartey // *Review of Development Economics*. – 2017. – Vol. 21, No. 1. – P. 103–125.
9. Hien, N. P. Remittances, real exchange rate and the Dutch disease in Asian developing countries / N. P. Hien, C. T. H. Vinh, V. T. P. Mai, L. T. K. Xuyen // *The Quarterly Review of Economics and Finance*. – 2020. – Vol. 77. – P. 131–143.
10. Senadza, B. Effect of exchange rate volatility on trade in Sub-Saharan Africa / B. Senadza, D. D. Diaba // *Journal of African Trade*. – 2017. – Vol. 4, No. 1. – P. 20–36.