



▶ **ВОСКАНЫАН Мариам Амбарцумовна**

Кандидат экономических наук, доцент,  
заведующая кафедрой экономической  
теории и проблем экономики  
переходного периода

**Российско-Армянский (Славянский)  
университет**  
0051, Республика Армения, г. Ереван,  
ул. Овсепя Эмина, 123  
Тел.: (+37410) 21-14-66  
E-mail: voskanyanm@gmail.com

**Ключевые слова**

ОБМЕННЫЙ КУРС  
ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА  
ВАЛЮТНЫЙ КРИЗИС

**Аннотация**

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

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

В рамках данного исследования ставится задача дать характеристику валютным кризисам 2009 и 2014 гг. в Армении, а также определить первопричины сложившейся ситуации.

**JEL classification**

E52, E58, G01

## Кризисы на валютном рынке Армении: истоки и последствия\*

### ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ВАЛЮТНЫХ КРИЗИСОВ

В результате крупномасштабных валютных кризисов прошлого десятилетия многие наблюдатели стали ассоциировать подверженность кризисам с режимами привязки валютных курсов, особенно мягкой привязки. Начиная с краха Европейского валютного механизма в 1992–1993 гг. и кончая кризисами в Мексике (1994 г.), Азии (1997 г.), России (1998 г.), Бразилии (1998 г.), Эквадоре (1999 г.) и Турции (2001 г.) в предкризисный период действовал тот или иной режим привязки или жестко регулируемого валютного курса. Глубина и масштабы этих кризисов, которые во многих случаях сопровождалась крахом банковской системы и резким спадом экономической активности, были ошеломляющими. В результате все более широкую поддержку стала приобретать точка зрения, согласно которой промежуточные режимы между жесткой привязкой и плавающим курсом, т.е. режимы мягкой привязки и жестко регулируемые плавающие курсы, не могут оставаться жизнеспособными в течение длительного времени, особенно в странах с высокой степенью открытости экономики для международных потоков капитала [10; 13].

Сторонники такой «биполярной» точки зрения утверждают, что при современном уровне интеграции финансовых рынков режимы привязки не могут быть устойчивыми, за исключением случаев, когда страна твердо привержена режиму привязки и готова подкрепить его необходимыми мерами политики и институтами (как в случае жестких привязок) [5; 15]. Единственно возможную альтернативу такой приверженности составляет плавающий курс, благодаря которому страна получает большую независимость в денежно-кредитной сфере и возможность ограничить спекулятивные потоки капитала, которые часто возни-

кают в условиях точно предсказуемых валютных курсов. Сторонники биполярной точки зрения также утверждают, что страны отходят от подверженных кризисам промежуточных режимов.

Вместе с тем биполярная точка зрения оспаривается по нескольким аспектам. Во-первых, фактический («де-факто») режим валютного курса страны часто отличается от ее формальной («де-юре») или официально объявленной политики, что вызывает вопрос о том, не является ли наблюдаемая тенденция отхода от промежуточных валютных режимов ошибочным выводом [4; 7]. Кроме того, крайние варианты спектра валютных режимов (относительно промежуточных режимов) также могут подвергаться давлению рынка, о чем свидетельствует, в частности, крах режима валютного управления в Аргентине в конце 2001 г. или дезорганизация валютного рынка Бразилии в 2001 г. в условиях свободно плавающего курса. Помимо этого, отсутствуют какие-либо убедительные эмпирические данные в поддержку мнения о том, что промежуточные режимы в конечном счете исчезнут [12]. Некоторые наблюдатели отмечают, что ни один режим не будет приемлем для всех стран во все времена, и на этом основании настаивают на сохранении роли промежуточных режимов [8; 11]. Но если рассматривать валютные режимы стран исходя из их фактической, а не официальной политики, останется ли биполярная точка зрения справедливой? В наших исследованиях было проанализировано число валютных кризисов при альтернативных режимах валютных курсов в период с 1990 по 2001 г. и рассматривался вопрос о том, действительно ли страны переходят к режимам, менее подверженным кризисам. Анализ проводился на основе набора данных по режимам «де-факто» большого числа государств-членов МВФ, исходя из того, что надлежащая харак-

\* Статья опубликована в рамках реализации научного проекта «Модернизация системы регулирования институтов финансового посредничества в Армении», финансируемого Программой развития Российско-Армянского (Славянского) университета на 2014–2016 гг.

## The Crises in the Currency Market of Armenia: Causes and Consequences

теристика фактических режимов имеет принципиальное значение для точной оценки их эволюции и предрасположенности к кризисам [1].

Например, если не учитывается возможность неофициального использования страной валютной привязки при официально объявленном плавающем курсе, это может привести к ложным выводам о том, что режимы валютного курса эволюционируют в сторону большей гибкости, или что режимы плавающего валютного курса столь же предрасположены к кризисам, как и режимы валютной привязки в случае спекулятивного давления на валюту [3; 9].

В своем исследовании мы рассмотрели режимы валютных курсов «де-факто» более чем в 150 странах. Оказалось, что режимы валютной привязки (группа режимов жесткой и мягкой привязки) действительно более подвержены валютным кризисам, чем режимы плавающих валютных курсов (включая регулируемые и свободно плавающие курсы), особенно в странах, которые больше интегрированы в международные рынки. В среднем по всем странам примерно три четверти кризисов из 12-летней выборки произошли в условиях режимов валютной привязки, и частота кризисов, связанных с режимами валютной привязки, была выше, чем при режимах плавающего курса. В группе развивающихся стран, относительно закрытых для рынков капитала (так называемые страны с несформированным рынком), режимы плавающего валютного курса и валютной привязки оказались подверженными кризисам в равной мере. В течение того же периода во всех группах стран промежуточные режимы также были более подвержены кризисам, чем два полярных альтернативных режима.

В самом деле, как во всей совокупности стран, так и в странах с несформированным рынком вероятность кризиса при промежуточном режиме примерно в три раза выше, чем при режиме жесткой привязки, а в группе развитых стран и стран с формирующимся рынком та-

кая вероятность выше почти в пять раз. Во всех группах стран промежуточные режимы были также более предрасположены к кризисам, чем другие режимы плавающего курса. При сравнении двух полярных режимов оказывается, что при жесткой валютной привязке кризисы происходили реже, однако для группы развитых стран и стран с формирующимся рынком нельзя исключить, что эти два полярных режима в равной мере подвержены кризисам. Возможно ли, что полученные результаты определялись главным образом предложенной классификацией режимов валютных курсов «де-факто»? Представляется, что данные о подверженности кризисам режимов валютной привязки и промежуточных режимов в целом согласуются с результатами недавнего исследования, в котором использована альтернативная база данных по режимам «де-факто» [6]. В этом исследовании эпизоды серьезной напряженности макроэкономической конъюнктуры отнесены к отдельной категории режимов (вне зависимости от действовавшей валютной системы), а сами режимы классифицируются только на основании динамики валютных курсов официального или параллельного рынка (независимо от того, признан ли параллельный рынок официально или его существование лишь допускается). В исследовании делается вывод о том, что в 1990-х годах в странах с формирующимся рынком валютные привязки и режимы с ограниченной гибкостью валютных курсов были подвержены значительно более высокому риску валютных кризисов.

Мог ли сам по себе переход страны к промежуточному режиму быть признаком приближающегося кризиса? Учет такой систематической ошибки, обусловленной эндогенными факторами, важен при любой попытке сравнить результаты функционирования валютных режимов. Вместе с тем представляется, что наиболее очевидная форма такой ошибки в выборке не наблюдается, так как немногие страны с промежуточными

► **Mariam A. VOSKANYAN**  
*Cand. Sc. (Econ.), Associate Professor,  
Head of Economic Theory and Issues of  
Transition Economy Dept.*

**Russian-Armenian University**  
**0051, Republic of Armenia, Yerevan,**  
**Ovsepa Ermina St., 123**  
**Phone: (+37410) 21-14-66**  
**E-mail: voskanyanm@gmail.com**

### Keywords

EXCHANGE RATE  
MONETARY POLICY  
CURRENCY CRISIS

### Abstract

The global financial crisis and the ensuing local crisis in the Russian economy had a negative impact on many countries of the post-Soviet space. The currency crisis in Kazakhstan, Georgia and some other countries showed that these countries are closely dependent on Russia's economy. In this sense, Armenia was no exception.

At the same time, the last year's events in the currency market proved that both the monetary and foreign exchange regulations carried out by "monetary authorities" in Armenia were ineffective. This incapacity of the Central Bank of Armenia to support its own currency was due to the external nature of shocks that exerted the most striking effect on the volatility of the exchange rate of dram. Moreover, we are talking about the impact of the Russian economy.

Describing characteristics of the currency crises of 2009 and 2014 in Armenia and identifying the root causes of this situation are within the scope of the study.

### JEL classification

E52, E58, G01

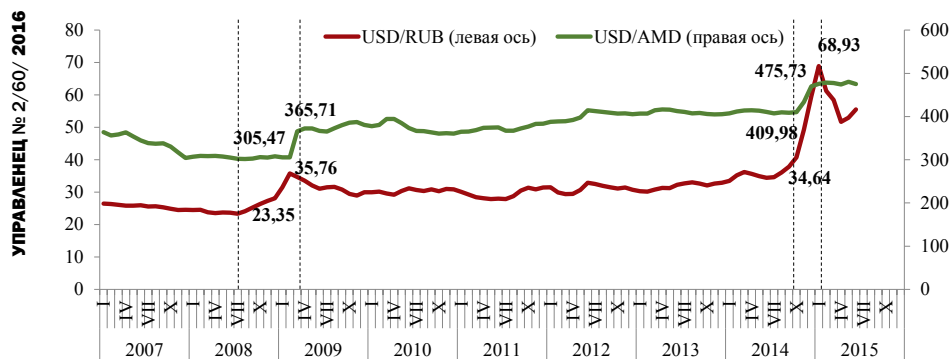


Рис. 1. Динамика обменного курса валютных пар USD/RUB и USD/AMD, ежемесячно

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

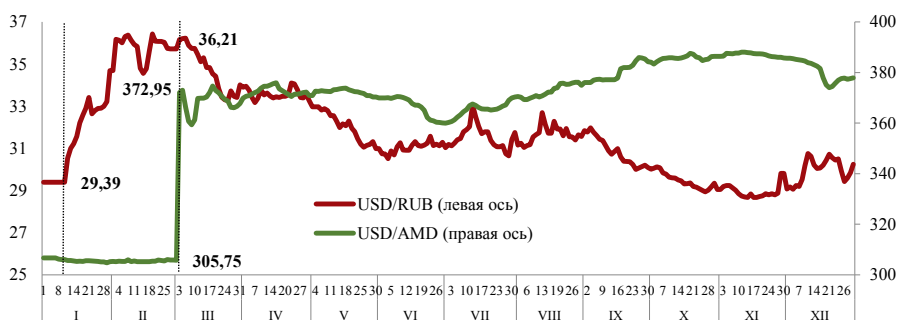


Рис. 2. Динамика обменного курса валютных пар USD/RUB и USD/AMD, ежедневно, 2009 г.

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

режимами перешли на них перед кризисом: лишь в 2 из 143 эпизодов кризисов, которые были связаны с промежуточными режимами, такие режимы действовали в стране менее года до кризиса, а в 12 из 143 эпизодов – менее двух лет до кризиса. Хотя эти выводы в целом подтверждают справедливость биполярной точки зрения, такой результат не является однозначным. Действительно, частота кризисов значительно выше в условиях промежуточных режимов, чем в случае обоих полярных режимов. В то же время крайние варианты спектра валютных режимов также были подвержены кризисам.

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

в 1994 г. Вместе с тем следует отметить, что кризисы происходили гораздо чаще при наиболее жестких формах мягких привязок (традиционные фиксированные привязки к одной валюте), чем при фиксированных привязках с жестким обязательством (валютное управление).

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

#### ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК В АРМЕНИИ: КРИЗИСЫ, ИХ ИСТОКИ И ПОСЛЕДСТВИЯ

Анализируя политику ЦБ РА в отношении обменного курса национальной валюты за годы независимости, можно утверждать, что валютная политика в Армении характеризуется нерыночным вмешательством со стороны Центрального банка [1]. Основным фактором, вынуждающим «денежные власти» активно вмешиваться в валютный рынок, является тесная взаимосвязь волатильности валютного курса и уровня цен, а также практическое отсутствие и неспособ-

ность других денежно-кредитных инструментов эффективно воздействовать на денежную массу в экономике [2].

Рассмотрим два периода кризисов на валютном рынке Армении, которые отличались резкими скачками обменного курса драма по отношению к доллару, следствием чего стали негативные тенденции в реальном секторе экономики на фоне инфляционного давления.

Как известно, одним из последствий мирового финансового кризиса для Армении стал валютный кризис марта 2009 г., который обесценил национальную валюту согласно официальному курсу ЦБ РА на 19,7%. Заметим, что буквально месяцем раньше произошел обвал рубля, который по официальным данным обесценился на 53,2% (рис. 1).

Вместе с тем в начале декабря 2014 г. на фоне обострения геополитической ситуации в мире, серьезных спадов на сырьевых рынках и обвала российского рубля дестабилизация на валютном рынке России спровоцировала аналогичную ситуацию на валютном рынке Армении и привела к постепенному обесцениванию драма. ЦБ РА назвал девальвацию драма корректировкой валютного курса в целях повышения конкурентоспособности национального экспорта и сохранения валютных резервов. Однако сложившаяся ситуация является результатом длительного негативного развития, в частности, уменьшения финансовых потоков и сокращения инвестиций в экономику РА со стороны России.

Обвал драма в конце 2014 г. спровоцировал ажиотаж среди населения. Курс доллара в обменных пунктах достиг 580 драмов за доллар, многие банки ограничили продажи валюты. При этом спекуляции с валютного рынка перешли на потребительский, в частности, произошел рост цен не только на импортную, но и на местную продукцию. Девальвация драма привела к тому, что все товары в стране подорожали на 15–20%, и население начало активно скупать подорожавшие доллары и продукты.

С учетом дефицита долларовой ликвидности на российском рынке армянская диаспора перешла на рублевые трансферты. В Армении уровень долларизации за последние месяцы вырос до 90%. Как известно, высокие риски, высокая долларизация наблюдается в тех экономиках, где национальная валюта слаба.

Объективной причиной обвала драма стали также тенденции на международном валютном рынке. В частности,

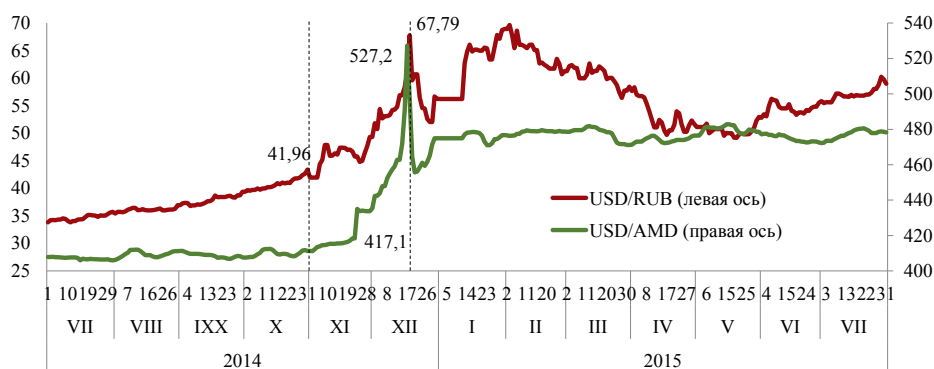


Рис. 3. Динамика обменного курса валютных пар USD/RUB и USD/AMD, ежедневно, 2014, 2015 гг.

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

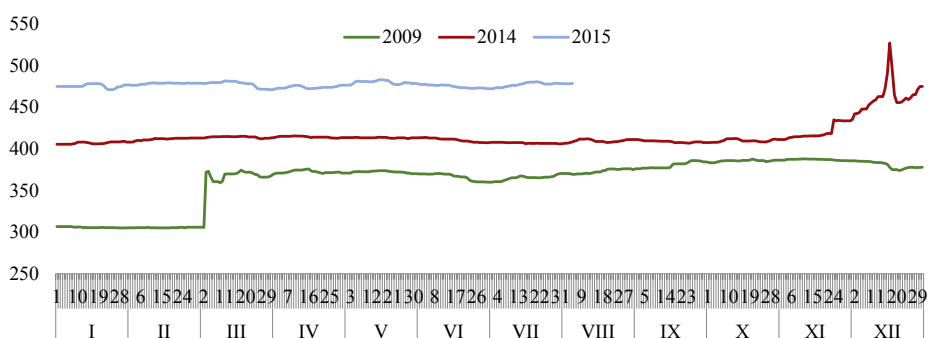


Рис. 4. Валютные кризисы в Армении в 2009 и 2014 гг.

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

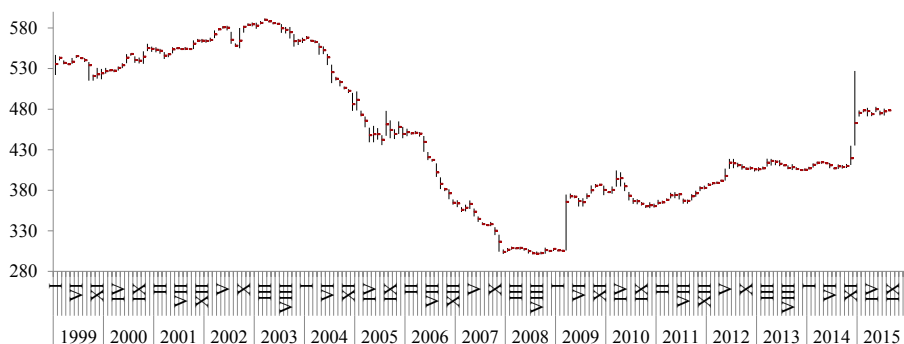


Рис. 5. Динамика минимальных, максимальных и средних значений обменного курса USD/AMD на валютном рынке

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

к концу декабря 2014 г. доллар на мировых валютных рынках укрепил свои позиции, что привело к обесценению многих национальных валют. Так, начиная с середины 2014 г. наблюдается укрепление доллара по отношению к евро и другим конвертируемым валютам. Неизбежным следствием стало обесценение других национальных валют. В этом смысле ни рубль, ни драм не стали исключением.

Еще с августа 2014 г. Центральный банк Армении начал осуществлять стресс-тесты с более жесткими сценариями для оценки влияния внутренних и внешних рисков на возможное развитие экономики. Было оценено влияние

товарных рынков, в том числе нефтяных, а также валютных рынков на финансовую систему Армении. Девальвационные процессы в ноябре побудили ЦБ РА продать в рамках интервенций валюту на фондовой бирже NASDAQ OMX на 93,84 млн дол. (около 98,3% совокупного объема валютных биржевых сделок за ноябрь).

В конце ноября 2014 г. ЦБ увеличил стоимость краткосрочной драмовой ликвидности, постепенно повысив ставку ломбардного РЕПО с 8,25 до 10,25% и до 21% в декабре, продолжая вмешательство в валютный рынок. Также с 8 декабря был внедрен новый инстру-

мент, предполагающий продажи валюты посредством ежедневных аукционов в объявленном заранее ограниченном количестве. Таким образом, ЦБ достиг того, что ежедневные торги с 6 млн дол. сократились до 2 млн дол. Для смягчения будущих инфляционных давлений и стимулирования возвращения инфляции к целевому показателю регулятор повысил ставку рефинансирования сначала до 8,5%, а в январе 2015 г. до 9,5%. В то же время был понижен норматив обязательного резервирования в инвалюте с 24 до 20%, а ставка краткосрочной ликвидности драма – с 21 до 20%.

Подобная ситуация уже наблюдалась на валютном рынке Армении в 2009 г. Как мы можем видеть, схожесть кризисов на валютном рынке РФ и РА очевидна. Причем также заметен временной лаг между указанными кризисами, что, по сути, дает возможность «денежным властям» Армении предпринимать превентивные меры по предотвращению резких колебаний валюты. Однако, как показал опыт, и в 2009, и в 2014 г. ЦБ РА допустил резкие скачки обменного курса, применяя неэффективную денежно-кредитную и валютную политику (рис. 2).

В отличие от обменного курса рубля по отношению к доллару, который обесценивается в течение двух месяцев, обесценение драма произошло в течение одного-двух дней. Разумеется, последствия для реального сектора оказались значительно сильнее и губительнее. Ситуация повторилась в конце 2014 г. (рис. 3).

Сравним валютные кризисы 2009 и 2014 гг. Как мы можем видеть на рис. 4, если в 2009 г. ЦБ РА смог взять ситуацию под жесткий контроль в течение нескольких дней, что в итоге стабилизировало положение на валютном рынке, а значит, и во всем реальном секторе, то в 2014 г. Центральному банку сделать это не удалось. Это в итоге, как было сказано выше, привело к панике и спекуляциям.

Интересно также, что спекулятивный характер ситуации на валютном рынке в период обоих упомянутых кризисов подтверждает большой спрэд между минимальными и максимальными значениями обменного курса USD/AMD на биржевом рынке (рис. 5). Именно в периоды кризисов наблюдается большой разброс между курсами, предлагаемыми банками страны, что говорит о недобросовестном поведении банков в периоды нестабильности на валютном рынке Армении. Интересно, что если в 2009 г. ЦБ РА незамедлительно пресек такого рода действия со

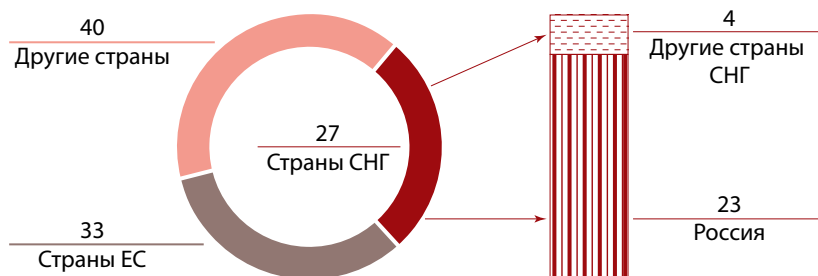


Рис. 6. Структура экспорта Армении

Источник: База данных Национальной статистической службы РА ([www.armstat.am](http://www.armstat.am)).

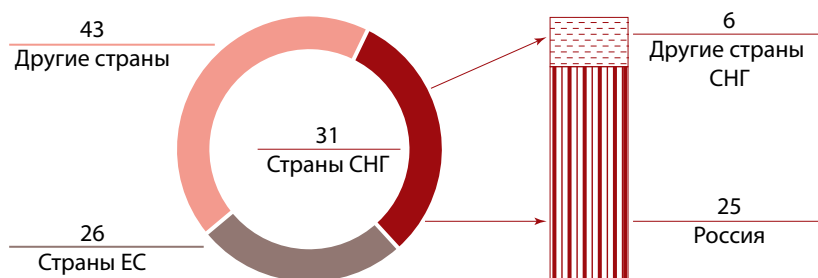


Рис. 7. Структура импорта Армении

Источник: База данных Национальной статистической службы РА ([www.armstat.am](http://www.armstat.am)).

стороны банковской системы, то в 2014 г. ситуация не стабилизировалась более месяца. Таким образом, неэффективная и ошибочная в некоторых аспектах политика ЦБ РА еще больше усугубила положение.

Итак, оба валютных кризиса в Армении несли в себе последствия влияния российской экономики на экономику Армении. Обзор основных макроэкономических показателей Армении обнаруживает тесную взаимосвязь экономик двух стран. Достаточно упомянуть долю российских прямых инвестиций в экономику Армении, долю российского капитала в финансовой (прежде всего в страховом и банковском секторе) системе страны, общий уровень денежных трансфертов из России в Армению и т.д.

Одним из самых важных факторов являются денежные трансферты. Объемы трансфертов непосредственно влияют на уровень доходов примерно 30–40% граждан Армении. Таким образом, ежегодные денежные переводы в Армению значительно отражаются на уровне благосостояния населения. В среднем около 70% всех трансфертов в Армению приходится на Россию. Однако к концу 2014 г., вследствие сложившейся ситуации, их доля по отношению к валютным трансфертам сократилась примерно на 10%, что свидетельствует о значительном влиянии внешних шоков

со стороны экономики РФ. Напомним, что схожая картина наблюдалась в начале 2009 г.

Очевидно, что сокращение общего объема экспорта ведет к сокращению долларовой массы в экономике, не говоря уже о сокращении внутреннего совокупного спроса, результатом чего неизбежно становится стагнация экономического развития, что собственно и наблюдается в экономике Армении в последние несколько лет.

Важным фактором зависимости экономики Армении от России являются внешнеэкономические отношения. Россия имеет достаточно значимую долю в экспорте и импорте Армении (рис. 6, 7). Безусловно, изменения на валютном рынке России отразились и на ценовой конъюнктуре экспортных позиций Армении на рынке РФ, а также на российских импортных товарах.

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

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

Результатом этого для Армении стало сокращение потенциального роста, потери по линии импорта, сокращение совокупного спроса. Усугубляющим фактором можно считать негативные ожидания со стороны населения и экспертного сообщества, что усиливает инфляционное давление и нестабильность на валютном рынке.

Еще один фактор, оказывающий воздействие на экономику Армении и отразившийся на волатильности валютного курса, – значительное сокращение объемов прямых инвестиций. Учитывая тот факт, что доминирующая доля ПИИ приходится на российские инвестиции, следует признать, что макроэкономическая нестабильность в РФ неизбежно сказывается на экономическом развитии Армении в целом, в особенности на валютном рынке.

Таким образом, макроэкономическая нестабильность в реальном секторе Армении, вызванная экономическим кризисом в российской экономике, привела к нестабильности на денежном и валютном рынках. Подобное негативное влияние, в частности степень воздействия, было обусловлено в первую очередь нерыночным характером валютной политики ЦБ РА [14], которая на сегодняшний день предполагает значительное вмешательство со стороны «денежных властей». ■

## Источники

1. Восканян М.А. Валютная политика Армении: миф и реальность // Евразийский экономический обзор. 2011. № 3. С. 79–84.
2. Восканян М.А. Проблема взаимосвязи инфляции и валютного курса: опыт Армении // Информационная экономика в формате G-Global: материалы Междунар. науч.-практ. конф. (9–10 октября 2014 г.). Караганды, 2014. С. 371–374.
3. Сравнительный анализ денежно-кредитной политики в переходных экономиках / С. Дробышевский, А. Козловская, Д. Левченко и др. М.: ИЭПП, 2003.
4. Calvo G.A., Reinhart C.M. Fear Of Floating // *Quarterly Journal of Economics*. 2002. Vol. 107 (May). P. 379–408.
5. Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter? / A. Ghosh, A.-M. Gulde, J. Ostry, H. Wolf. URL: [www.nber.org/papers/w5874.pdf](http://www.nber.org/papers/w5874.pdf).
6. Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes / K.S. Rogoff, A.M. Husain, A. Mody et al. // *IMF Working Paper*. 2003. No. 243.
7. Fischer S. Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? URL: [www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.pdf](http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.pdf).
8. Frankel J.A. No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times // *NBER Working Paper*. 1999. No. 7338.
9. Holden P., Holden M., Suss E. The Determinants Exchange Rate Flexibility: An Empirical Investigation // *Review of Economics and Statistics*. 1979. No. 3. P. 327–333.
10. Lahiri A., Singh R., Vegh C.A. Optimal Exchange Rate Regimes: Turning Mundell-Fleming's Dictum on Its Head // *NBER Working Paper*. 2006. No. 12684.
11. Levy-Yeyati E., Sturzenegger F. Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words. Unpublished manuscript. Buenos Aires: Universidad Torcuato Di Tella, 1999.
12. Masson P.R. Globalization Facts and Figures // *IMF Policy Discussion Papers*. 2001. No. 4.
13. Reinhart C.M., Rogoff K.S. The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation. URL: [www.nber.org/papers/w8963.pdf](http://www.nber.org/papers/w8963.pdf).
14. Theory of Communicating Vessels: The Problem of Currency Regulation / M. Voskanyan, E. Sandoyan, L. Mnacakanyan, M. Barsegyan // *Journal Transition Studies Review*. 2014. Vol. 21. No. 1.
15. Yordanova-Todorova V. Comparative analysis of the criteria in the choice of an exchange rate regime // *Economics and Organization*. 2006. Vol. 3. No. 2. P. 179–187.

## References

1. Voskanyan M.A. Valyutnaya politika Armenii: mif i real'nost' [The currency policy of Armenia: myth and reality]. *Evraziyskiy ekonomicheskiy obzor – Eurasian Economic Review*, 2011, no. 3, pp. 79–84.
2. Voskanyan M.A. [The problem of the relationship between inflation and the exchange rate: Armenia's experience]. *Informatsionnaya ekonomika v formate G-Global: materialy Mezhdunar. nauch.-prakt. konf. (9–10 oktyabrya 2014 g.)* [Information Economy in the G-Global format. Proc. of Int. sci.-pract. conf. October 9–10, 2014]. Karagandy, 2014. Pp. 371–374.
3. Drobyshevskiy S., Kozlovskaya A., Levchenko D. et al. *Sravnitel'nyy analiz denezhno-kreditnoy politiki v perekhodnykh ekonomikakh* [Comparative analysis of monetary policy of transition economies]. Moscow, Gaydar Institute Publ., 2003.
4. Calvo G.A., Reinhart C.M. Fear Of Floating. *Quarterly Journal of Economics*, 2002, vol. 107 (May), pp. 379–408.
5. Ghosh A., Gulde A.-M., Ostry J., Wolf H. *Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?* Available at: [www.nber.org/papers/w5874.pdf](http://www.nber.org/papers/w5874.pdf).
6. Rogoff K.S., Husain A.M., Mody A. et al. Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes. *IMF Working Paper*, 2003, no. 243.
7. Fischer S. *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?* Available at: [www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.pdf](http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.pdf).
8. Frankel J.A. No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times. *NBER Working Paper*, 1999, no. 7338.
9. Holden P., Holden M., Suss E. The Determinants Exchange Rate Flexibility: An Empirical Investigation. *Review of Economics and Statistics*, 1979, no. 3, pp. 327–333.
10. Lahiri A., Singh R., Vegh C.A. Optimal Exchange Rate Regimes: Turning Mundell-Fleming's Dictum on Its Head. *NBER Working Paper*, 2006, no. 12684.
11. Levy-Yeyati E., Sturzenegger F. *Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words*. Unpublished manuscript. Buenos Aires, Universidad Torcuato Di Tella, 1999.
12. Masson P.R. Globalization Facts and Figures. *IMF Policy Discussion Papers*, 2001, no. 4.
13. Reinhart C.M., Rogoff K.S. *The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation*. Available at: [www.nber.org/papers/w8963.pdf](http://www.nber.org/papers/w8963.pdf).
14. Voskanyan M., Sandoyan E., Mnacakanyan L., Barsegyan M. Theory of Communicating Vessels: The Problem of Currency Regulation. *Journal Transition Studies Review*, 2014, vol. 21, no. 1.
15. Yordanova-Todorova V. Comparative analysis of the criteria in the choice of an exchange rate regime. *Economics and Organization*, 2006, vol. 3, no. 2, pp. 179–187.