

## КОНЦЕНТРАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ В ГЛОБАЛЬНОМ МИРЕ КАК СПОСОБ МЕЖСТРАНОВОГО ПЕРЕРАСПРЕДЕЛЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА\*

Г. А. Багратян

*Российско-армянский университет*

Поступила в редакцию 21 апреля 2017 г.

**Аннотация:** традиционная доктрина о том, что на международном кредитном рынке страны с профицитом средств (бюджетов) кредитуют страны с дефицитом средств (бюджетов), со временем демонстрирует свою несостоятельность. Участились случаи, когда в роли основных кредиторов выступают страны с большим дефицитом бюджета. Тем самым в эру мегаэкономики свободно конвертируемые валюты отдельных стран оказывают финансовые услуги другим странам, зачастую вне зависимости от состояния дел в экономике первых. За такие услуги приходится платить, и происходит перераспределение экономического роста в мире. Страны с развитой финансовой инфраструктурой навязывают другим свою валюту и оказываются в относительном выигрыше. Для бедных стран ситуация ухудшается в большей степени в случаях, когда они оказываются в региональных экономических союзах и попадают под двойное давление.

**Ключевые слова:** профицит средств, дефицит средств, свободно конвертируемые валюты, перераспределение экономического роста, эмиссионный доход.

**Abstract:** the traditional doctrine of the international credit market countries with surplus funds (budget) lending resources to the countries with deficit funds (budgets) is untenable. There are many cases when the roles of the main creditors are the countries with large budget deficit. Thus, in an era of megaeconomics, freely convertible currencies of individual countries provide financial services to other countries (with non convertible currencies) regardless of the situation in their own economy. These countries are paid for providing such services and there is a redistribution of economic growth in the world. Countries with well-developed financial infrastructure impose their currencies to other countries and consequently gain. For poor countries, the situation gets worse when they are in regional economic unions and they fall under dual pressures.

**Key words:** funds surplus, funds deficit, freely convertible currencies, economic growth allocation, seigniorage.

Классическая экономическая доктрина утверждает, что все составляющие (части) финансовой системы обладают определенными сходствами: в финансовых операциях существует повышенный по сравнению с нефинансовыми операциями в сфере бизнеса риск, который, естественно, компенсируется дополнительной премией (дополнительным бонусом)<sup>1</sup>. На основе наших предыдущих исследо-

ваний мы можем сделать вывод о том, что финансовый бизнес отличается от обычного, а финансовый рынок существенно отличается от других видов рынков (материального, нефинансового), и важное значение на нем приобретает неценовая конкуренция, а именно, качество и характер предлагаемых услуг (очень часто они дифференцированы и конкретизированы по потребителям), индивидуальный подход к клиентам. Исторический опыт показывает, что наличие неценовых факторов приводит к быстрой монополизации или олигополизации рынков [1, с. 16]. Согласно теореме Модильяни–Миллера стоимость финансовых активов в точности равна стоимости тех внешних активов, в отношении которых предъявляют требования владельцы финансовых активов [2]. Процесс покупки прямых требований экономических единиц с дефицитом средств и их преобразование (транс-

---

\* Статья опубликована в рамках реализации научного проекта «Мегаэкономика», финансируемого Программой развития Российско-армянского университета на 2014–2016 гг.

<sup>1</sup> Это свойство «финансовой» экономики отмечали еще Хикс (Hicks J. R. 1946. Value and Capital. 2<sup>nd</sup> edn, London : Oxford 25, February, 65–86. University press), Марковиц (Markowitz H. M. 1959. Portfolio selection : efficient diversification of investments. New York: Wiley) и Тобин (Tobin J. 1958. Liquidity preference as behavior towards risk. Review of economic studies).

© Багратян Г. А., 2017

формация) в не прямые требования и является финансовым посредничеством [3]. Эту же идею можно применить по отношению к государствам: международная (межгосударственная) кредитная система базируется на предположении о том, что такие кредитные средства образуются там, где имеется профицит, и расходуются там, где имеется дефицит (бюджетов или балансов). При этом перевод средств от предприятий с положительным

бюджетом предприятиям с отрицательным бюджетом осуществляется посредством (1) прямого или (2) непрямого финансирования [3].

Однако теория мегаэкономики [4] полностью опровергает состоятельность традиционной доктрины, еще двадцать лет назад кажущейся непоколебимой. Для подтверждения этой идеи проанализируем данные табл. 1. В ней приведены данные по состоянию государственных бюджетов 42 стран.

Т а б л и ц а 1

Дефицит бюджета в 42 странах, крупнейших по объему ВВП [5, p. 72]

Страны	ВВП в 2014 г., млрд долл. США	Бюджетный дефицит в 2015 г., в % к ВВП	Величина бюджетного дефицита/профицита, млрд долл. США
1	2	3	4
США	17 419,0	-2,6	-452,9
Китай	10 360,1	-2,7	-279,7
Япония	4601,4	-6,8	-312,9
Великобритания	2941,9	-4,4	-129,4
Канада	1786,7	-1,8	-32,2
Еврозона	13 402,7	-2,1	-281,5
Австрия	436,3	-2,1	-9,2
Бельгия	533,4	-2,6	-13,9
Франция	2829,2	-4,1	-116,0
Германия	3852,6	+0,7	+26,9
Греция	237,6	-3,8	-9,0
Италия	2144,3	-2,9	-62,2
Нидерланды	869,5	-1,8	-15,7
Испания	1404,3	-4,4	-61,8
Чехия	205,5	-1,8	-3,7
Дания	341,9	-2,9	-9,9
Норвегия	500,1	+6,0	+30,0
Польша	548,0	-1,5	-8,2
Россия	1860,6	-2,8	-52,1
Швеция	570,6	-1,2	-6,9
Швейцария	685,4 <sup>2</sup>	+0,2	+1,4
Турция	799,5	-1,6	-12,8
Австралия	1453,8	-2,4	-34,9
Гонконг	290,9	0	0
Индия	2066,9	-4,1	-84,7
Индонезия	888,5	-2,0	-17,8
Малайзия	326,9	-4,1	-13,4
Пакистан	246,9	-5,1	-12,6
Филиппины	284,6	-1,9	-5,4
Сингапур	307,9	-0,7	-2,2
Южная Корея	1410,4	+0,4	+5,6
Тайвань	-	-1,1	-
Таиланд	373,8	-2,0	-7,5

<sup>2</sup> Представлены данные за 2013 г.

1	2	3	4
Аргентина	540,2	-3,3	-17,8
Бразилия	2346,1	-5,8	-136,1
Чили	258,1	-2,0	-5,2
Колумбия	377,7	-2,1	-7,9
Мексика	1282,7	-3,4	-43,6
Венесуэла	509,9	-16,5	-84,1
Египет	286,5	-11,0	-31,5
Израиль	304,2	-2,9	-8,8
Саудовская Аравия	746,2	-12,1	-211,3
Южная Африка	349,8	-3,8	-13,3

В 2015 г. среди этих государств только в четырех (Германия, Норвегия, Швейцария, Южная Корея) наблюдался бюджетный профицит. В остальных 38 государствах – налицо бюджетный дефицит. Из классической доктрины следует, что при идеальном макроэкономическом равновесии в мировой экономике сумма профицитов бюджетов всех государств должна быть равна сумме дефицитов бюджетов всех других (дефицитных) государств. Однако в условиях, когда сумма бюджетов всех стран с дефицитом в десятки раз больше бюджетов всех стран с профицитом, с точки зрения классической макроэкономики не совсем понятно, из каких источников формируются средства для международных кредитов. По данным Всемирного банка, ежегодный объем международных кредитов по состоянию на конец 2014 г. составляет 9,5 трлн долларов, из которых 4,65 трлн составляют частные, не гарантированные государствами кредиты, а еще 4,85 трлн – публичные и публично гарантированные кредиты [6]. Суммарный объем кредитов, накопленных на данный момент, по данным агентства Fitch, составляет 112,5 трлн долларов [7].

Для того чтобы понять, каким образом и из каких источников формируются средства данных кредитов, необходимо провести анализ ряда показателей. Если обратиться к данным, представленным в табл. 1, суммарный объем ВВП стран, отмеченных в ней, составляет 67 163 млрд долларов, или 86,3 % мирового ВВП<sup>3</sup>. Суммарный «чистый» дефицит бюджета данных стран составляет 2136 млрд долларов. Таким образом, можно предположить, что суммарный «чистый» дефицит бюджета всех стран в мире составляет около 2,5 трлн долларов. В то же время сумма прибыли всех предприятий в мировой экономике, по нашим

оценкам, равна 3,5–4,0 трлн долларов (известно, что для 2015 г. прибыль всех компаний «Fortune 500» составляет 945 млрд долларов при стоимости рыночной капитализации в 17 трлн долларов, общих доходах от продаж в 12 трлн долларов и наемных работников в 26,8 млн человек [8]). Возникает вопрос, из каких источников ежегодно кредитуются мировая экономика в объеме 4,5–5 трлн долларов?

По предположению Дж. Тобина, при наличии институтов финансового посредничества должно происходить перераспределение покупательной способности, по мнению же других авторов, в финансовой системе экономические единицы с профицитным бюджетом должны кредитовать (ссужать средства) экономическим единицам с дефицитным бюджетом [3].

Для однозначного ответа на вопрос об источниках формирования средств для международных кредитов, обратим внимание на специфику мировых денег в эру мегаэкономики. Свободный перелив ресурсов, товаров и услуг обуславливает необходимость их международного (всемирного) измерения как с точки зрения соответствующего спроса на них, так и с точки зрения необходимости количественного измерителя (измерителей) – денег. Товары и услуги ищут потребителей, а с помощью денег устанавливаются и измеряются мировые цены.

В конечном счете к началу XXI в. сложилась ситуация, когда глобализация рынков товаров и услуг сопровождалась национализацией денежных рынков и рынков капитала. Действительно, вместо возникновения и циркуляции общемировых денег, когда рынки товаров и услуг стали глобальными и доступными на всей планете, валюты некоторых стран (в частности, доллар США) все в большей мере стали выполнять функцию международных денег, несмотря на снижение доли США на рынках как производства, так и экспорта товаров и услуг (табл. 2).

<sup>3</sup> Есть маленькая неточность в связи с тем, что в расчетах мы использовали уровень бюджетного дефицита 2015 г. к показателю объема ВВП 2014 г.

Доля США в производстве мирового ВВП и экспорта за 1993–2013 гг. [5]

Показатель	Год		
	1993	2003	2013
ВВП, мир, млрд долл.	25 775	38 586	76 124
ВВП, США, млрд долл.	6879	11 511	16 768
Доля США в производстве мирового ВВП, %	26,68	29,83	22,02
Экспорт, мир, млрд долл.	5003	9438	22 670
Экспорт, США, млрд долл.	654	1041	2262
Доля США в общемировом экспорте, %	13,07	11,02	9,97
Доля американского доллара в международной торговле, %	–	до 42,8	64

Однако тенденция снижения доли США в производстве и торговле сопровождалась тенденцией увеличения доли американского доллара в мировой торговле и финансах (в таких случаях часто принято говорить об увеличении роли доллара в качестве ключевой валюты [9, с. 43–45]<sup>4</sup>). Некоторые исследователи, опираясь на данные Банка Японии, утверждают, что доля доллара в мировом ВВП составляет от 39,9 до 42,8 %, а евро – 39,9 % [10]. Помимо этого, более или менее существенную роль в мировом ВВП играют японская иена с долей 9,1 % и английский фунт – 6,9 %. Доллар и евро также играют большую роль в структуре банковских активов. Так, к концу 2003 г. (по данным за IV квартал) на их долю приходилось более 75 % иностранных банковских активов (на доллар США – 39,6 %,

на евро – 37,5 %). При этом, если доля доллара США в иностранных банковских активах в последние годы оставалась сравнительно стабильной, то доля единой европейской валюты с момента ее введения в 1999 г. выросла почти вдвое [11]. Доли иены, фунта стерлингов и швейцарского франка были равны, соответственно, 4,9, 5,5 и 1,8 % [12].

На рисунке приведена динамика удельного веса отдельных показателей экономики США в мировой экономике. Данные подтверждают, что из 22 изученных показателей доля США увеличилась лишь по четырем показателям: 1) управление активами; 2) доходы инвест-банкинга; 3) доля доллара в обороте ценных бумаг и 4) производство нефти.

Еще более ощутима доля доллара в структуре мировых финансов. Она составляет 64 % и демон-

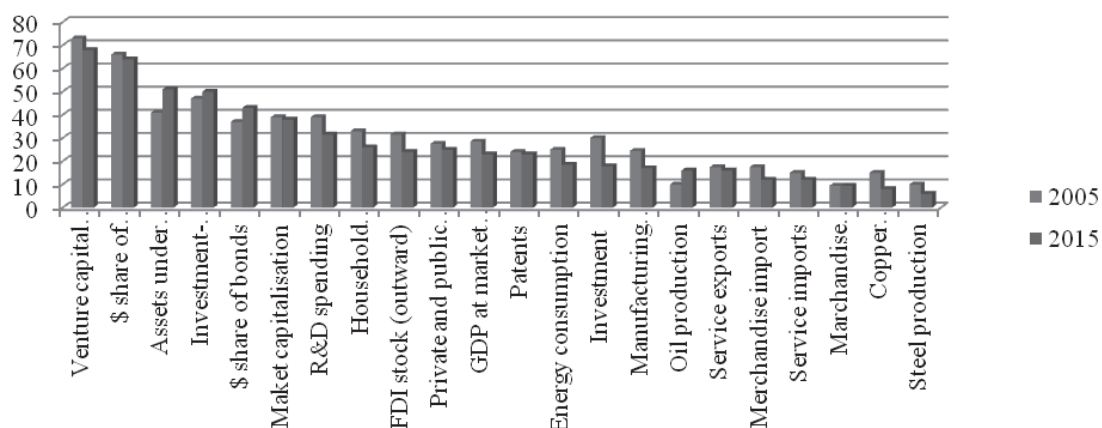


Рисунок. Изменение удельных весов отдельных экономических показателей экономики США за 2005–2015 гг. [13]

<sup>4</sup> Ряд ученых предпочитает говорить о политике дешевых денег.

стрирует тенденции к росту<sup>5</sup>. Однако доля евро на рынке капитала ниже: более чем в два раза по сравнению с его долей на реальном рынке.

Следует отметить также, что в процессе обсуждения инициативы «Brexit» в Великобритании широко обсуждалась возможность использования английского фунта в качестве мировой валюты, и в этом плане валютные и налоговые ограничения Европейского союза рассматривались как преграда финансовой интервенции Великобритании на мировом рынке.

Что касается роли американского доллара и евро для стран-эмитентов, следует отметить, что она также крайне высока. В США один из самых высоких показателей наличности (банкноты плюс монеты) на душу населения. По данным CPSS (Consumer Portfolio Services), величина показателя в 2012 г. составляла 3724,4 долл. США. Этот показатель также высок в странах еврозоны (3695,4 долл. на душу населения), Японии (8308,6 долл.), Сингапуре (4484,6 долл.), Гонконге (5426,8 долл.) и в Швейцарии (8842,8 долл.) (более подробно см. данные табл. 3) [12]. Интересно, что в странах, валюта которых не является конвертируемой или же не является ключевой валютой (Китай, Россия, Турция, Канада, Австралия и т.д.), этот показатель меньше от 2 до 10 раз [12]. Очевидна также другая тенденция: валюты стран, где уровень общего долга [12] высок, также в существенной мере отличаются от обычных, не конвертируемых валют с точки зрения показателя отношения М1 к ВВП.

Безусловно, ничто не однозначно: в некоторых странах наблюдается чрезмерно высокий по отношению к ВВП уровень внутреннего долга (Япония), в других – при больших масштабах экономики не слишком высок внешнеторговый оборот по отношению к ВВП (Китай, США). Тем не менее, если все валюты всех стран привести к общему знаменателю в долларах, просуммировать их и подсчитать таким образом общемировую денежную базу, массу денег, М1 и сумму наличных банкнот и монет, то получается, что евро и американский доллар составляют около 48 % (тогда как экономики США и стран еврозоны вместе составляют 38,5 % [6] мирового ВВП).

В марте 2016 г. МВФ объявил о признании статуса китайского юаня в качестве мировой валюты. Однако буквально через день Европейский центральный банк (ЕЦБ) снизил 3 базовые ставки (для некоторых предусмотрены отрицательные величины этих ставок) ради роста экономики стран

<sup>5</sup> Расчеты проведены автором. Доля евро составляет 32 %.

Т а б л и ц а 3  
Наличные банкноты и монеты на душу населения  
в 2012 г., долл. США [12]

Страны	Стоимость на одного жителя
Австралия	2843,7
Бразилия	460,4
Канада	2005,6
Китай	н/д
Гонконг	5426,8
Индия	177,0
Япония	8308,6
Корея	1012,4
Мексика	558,8
Россия	1764,7
Саудовская Аравия	1395,7
Сингапур	4484,6
ЮАР	355,6
Швеция	1546,8
Швейцария	8842,8
Турция	457,4
Великобритания	1532,8
США	3724,4
Еврозона	3695,4
В среднем по CPSS	1642,5

еврозоны [14]. При прочих равных условиях это означает, что две ключевые валюты (доллар и евро) способны перераспределять в среднем до 20 % ВВП остальных стран (не обладающих конвертируемыми или так называемыми ключевыми валютами) в свою пользу за счет искусственного увеличения или уменьшения денежной базы и денежной массы. В конечном счете происходит, если можно так выразиться, «кража» экономического роста неразвитых государств (принято их называть развивающимися странами или странами с переходной экономикой). Тем самым финансовая система развитых стран, наряду с перемещением людских ресурсов (миграцией), играет существенную роль в установлении равновесия в мировой экономике; существенной компонентой экономического роста ряда развитых стран является их дополнительный, так называемый «перераспределительный» доход, образующийся благодаря тому, что валюта этой страны выполняет функцию финансового инструмента в других странах (плата за валютные услуги, включая эмиссионный доход, сеньораж).

Также весьма интересно следующее явление. С момента упразднения золотого стандарта (тремя этапами: 1933 г. – отмена золотого стандарта в



США, 1944 г. – Бреттон-Вудское соглашение с введением «золотодолларового стандарта» и 1976 г. – Ямайская конференция МВФ, когда было объявлено о невозможности возврата к фиксированным курсам валют) мировая банковская система к концу XX столетия претерпела две революции. Во-первых, в ресурсах (пассивах) коммерческих банков все более возрастающую роль играют дешевые или совсем бесплатные ресурсы, предоставляемые национальными (центральными) банками (НБ, ЦБ) – эмитентами конвертируемых, мировых валют (их около 10). Во-вторых, балансы ЦБ стран, эмитирующих такие валюты (ФРС, ЕЦБ, Банк Японии, Банк Англии, Национальный банк Швейцарии), все в большей мере представляют из себя симметричные таблицы: в части пассивов фигурируют выпущенные в оборот банкноты, а в части активов – казначейские ценные бумаги и ценные бумаги федеральных агентств и агентств ипотечного кредитования [15]. В то же время балансы «обычных» ЦБ (НБ), таких как ЦБ Армении или же Банк России, выглядят «нормально»: в активах – золотовалютные запасы (в случае России – средства, размещенные у нерезидентов, и ценные бумаги иностранных эмитентов), а в пассивах – наличные деньги в обращении. Проблем не было бы, если бы в активах ЦБ (НБ) стран – эмитентов конвертируемой валюты была бы корзина валют стран с «неконвертируемой» валютой. Однако такого не наблюдается. Страны, эмитирующие конвертируемую валюту, получают дополнительный эмиссионный доход в виде увеличения темпов экономического роста.

Финансирование развития за счет «необеспеченных» денег не есть явление, свойственное лишь современности. В американской финансовой практике оно применялось в 1873, 1907 и, конечно же, 1929 г. Дж. К. Гэлбрейт в книге, посвященной Великой депрессии 1929 г., приводит множество примеров того, как в 1928–1929 гг. (до «черного четверга» – 24 октября 1929 г.) банки находили необходимые объемы кредитования на финансирование покупки акций с молчаливого согласия ФРС [16]. К сожалению, такие «закономерности» время от времени приводят к кризисам, причем весьма своеобразным: часто последствия кризисов в привязанных к таким валютам странах оказываются более негативными, нежели в странах-эмитентах, вызвавших эти кризисы.

Характерно, что, несмотря на повышение роли и доли развивающихся стран в росте мировой экономики, несмотря на усиливающуюся глобализацию, разница между самыми развитыми и самыми

бедными государствами растет. Так, если эта разница в 1750 г. выражалась отношением 2:1 [17], в начале XX в. – 200:1, то в наши дни (2014 г.) самое богатое государство по показателю ВВП на душу населения (Люксембург – 116,7 тыс. долл. [6]) лучше самого бедного государства (Бурунди – 286 долл.) в 408 раз. Среди богатых государств появились самые богатые (Люксембург, Дания, Австралия, Швеция, Швейцария, Катар, Норвегия) с ВВП на душу населения в 60 тыс. долл. и более<sup>6</sup>, богатые среднего уровня (Германия, Франция, Великобритания, Нидерланды, Австрия, Бельгия, Финляндия, Исландия, Япония, Канада, Новая Зеландия, Бруней, ОАЭ, Кувейт и др.) и богатые слабого уровня (Италия, Испания, Израиль, Южная Корея, Саудовская Аравия, Бахрейн и др.). Из бедных государств, похоже, выделились самые бедные страны (Бурунди, Нигер, Демократическая Республика Конго, Либерия, Эритрея, Гвинея, Гвинея-Биссау, Того, Сиерра-Лионе и Мозамбик), где ВВП на душу населения в 2014 г. составлял менее 800 долл. [6], и разрыв между ними и богатыми государствами продолжает расти. Глобализация дает шанс развивающимся странам добиться ускорения темпов экономического роста и сокращения отставания от развитых стран. В то же время глобализация делает возможным создание непреодолимых барьеров для роста некоторых стран. «Экспорт богатых стран развивает их экономику, а традиционный экспорт бедных стран, наоборот, несет за собой вредные для экономики последствия», замечает Э. Райнерт [17]. Теперь становится ясно, что помимо решения проблем развития, в бедных или не очень развитых странах налицо также утечка ресурсов, возникающая из-за использования услуг валют развитых стран. С образованием экономических союзов (в настоящее время наиболее влиятельных союзов около 10) региональные лидеры, безусловно, стараются навязать свою валюту региональным аутсайдерам, таким образом, обрекая последних на двойную зависимость и крайне низкий уровень жизни.

Резюмируя все вышесказанное, можно сделать вывод о том, что развитие экономического глобализма привело к ситуации, когда сложились общемировые условия равновесия спроса и предложения не только на товары и услуги, но также на ресурсы. Результатом этого стало формирование общемировых (мегаэкономических) кривых спроса и предложения на ресурсы. Мировая финансовая система

<sup>6</sup> Здесь же находятся США, Сингапур и Ирландия, которые располагаются очень близко к рубежу 60 тыс. долл.

является частью этой новой экономики (мегаэкономики) и основным инструментом перераспределения ресурсов между странами и регионами.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Багратян А. Г. Проблемы формирования эффективной структуры системы финансового посредничества : дис. ... канд. экон. наук / А. Г. Багратян. – Ереван, 2014.
2. Тобин Дж. Финансовые посредники / Дж. Тобин // Финансы : [пер. с англ.] / под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгейта, П. Ньюмена ; науч. ред. Р. М. Энтов. – М. : Изд-во ГУ ВШЭ, 2007. – С. 57–90.
3. Кидуэлл Дэвид С. Финансовые институты, рынки и деньги / Дэвид С. Кидуэлл, Ричард Л. Петерсон, Дэвид У.Блэкуэлл. – СПб. : Питер, 2000. – 752 с.
4. Багратян Г. А. Введение в мегаэкономическую теорию, методология, практика / Г. А. Багратян, И. Кравченко. – Киев ; УБД НБУ, 2012. – 158 с.
5. The Economist, August 29<sup>th</sup>–September 4<sup>th</sup>, 2015.
6. Официальный сайт Всемирного банка. – Режим доступа: <http://data.worldbank.org/indicator/DT.DOD.DPPG.CD>
7. Война и мир. – Режим доступа: <http://www.warandpeace.ru/ru/news/view/91472/>
8. Fortune. – Mode of access: <http://fortune.com/fortune500/>
9. Ряховская А. Н. Зарубежная практика антикризисного управления : учеб. пособие / А. Н. Ряховская. – М. : Магистр : ИНФРА, 2010.
10. Баландин А. Азиатская картина : доллар, иена, евро? / А. Баландин // FX Guild. – Режим доступа: <http://www.fxguild.info/content/view/75/37/>
11. Олейнов А. Валютная структура международных экономических отношений в начале XXI века / А. Олейнов // Вопросы экономики. – 2005. – № 4.
12. Официальный сайт Международного банка расчетов. – Режим доступа: <http://www.bis.org/cpmi/publ/d124.htm>
13. The Economist, October 3<sup>rd</sup>–9<sup>th</sup>, 2015, Special Report, The Sticky Superpower.
14. CNN Money. – Mode of access: <http://money.cnn.com/2016/03/10/investing/european-central-bank-rate-cut-stimulus/index.html?iid=hp-toplead-dom>
15. Официальный сайт Федеральной резервной системы США. – Режим доступа: [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_fedfinancials.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_fedfinancials.htm)
16. Гэлбрейт Дж. К. Великий крах 1929 года / Дж. К. Гэлбрейт ; пер. с англ. С. Э. Борич. – Минск : Попурри, 2009. – 256 с.
17. Райнерт Э. С. Как богатые страны стали богатыми, и почему бедные страны остаются бедными / Э. С. Райнерт. – М. : Издательский дом Высшей школы экономики, 2015. – 384 с.

*Российско-армянский университет*

*Багратян Г. А., доктор экономических наук, профессор кафедры экономической теории и проблем экономики переходного периода Института экономики и бизнеса*

*E-mail: [hrant.bagratyan@gmail.com](mailto:hrant.bagratyan@gmail.com)*

*Тел.: (+37491) 40-90-42*

*Russian-Armenian University*

*Bagratyan H. A., Doctor of Economic Sciences, Professor of the Economic Theory and Issues of Transition Period Department of the Economics and Business Institute*

*E-mail: [hrant.bagratyan@gmail.com](mailto:hrant.bagratyan@gmail.com)*

*Тел.: (+37491)40-90-42*