

ЗАРУБІЖНИЙ ДОСВІД

Саак ГУДРАТЯН

ДИНАМІКА ВАЛЮТНОГО РИНКУ РЕСПУБЛІКИ ВІРМЕНІЯ І ЙОГО СУЧАСНИЙ СТАН

Валютна і кредитно-грошова політика Центрального банку Вірменії має за мету забезпечення низького рівня інфляції в умовах режиму плаваючого курсу та вільного руху капіталу. На основі сформованих курсів на ринку валюти Центральний банк встановлює офіційний курс драму відносно інвалюти. За основу розрахунку офіційного курсу взято процентні ставки кредитів, які надають комерційні банки у драмах і в інвалюті, та процентні ставки залучених депозитів у драмах і в інвалюті. Розрахунки здійснюються за середньозваженим принципом.

Вибір режиму плавного курсу став природним явищем через те, що в країні не було достатніх валютних резервів для підтримання фіксованого курсу. Щодо вибору плавного режиму Центральний банк має своє пояснення, згідно з яким неоднозначним є питання про те, яку інвалюту можна взяти базовою для закріплення курсу вірменського драму. Логічною відповіддю з першого погляду може стати долар США. Однак, це не так. Незважаючи на те, що більшість фінансових припливів припадає на долар США, головні торгові партнери Вірменії – це країни Євросоюзу і Росія, причому вільний рух робочої сили та капіталу існує лише з Росією. У разі закріплення драму до долара США, економіка може зазнати великих втрат, якщо раптом курс долара підвищиться відносно євро чи рубля. Така ситуація може призвести до підвищення курсу драму, втрати конкурентоспроможності й виникнення кризових явищ. Курс валюти неможливо закріпити також до євро і рубля. Закріплення до рубля створить проблеми, оскільки Вірменія та Росія зазнають асиметричних шоків. Наприклад, зростання цін на нафту може призвести до подорожчання рубля. Якщо вірменський драм буде закріплений до нього, то курс драму також суттєво підвищиться, і Вірменія втратить свою конкурентоспроможність на світовому ринку, або негативні явища (високе зростання цін або економічний спад внаслідок зниження цін на нафту, що відбуваються в Росії, з точністю поширяться на Вірменію [1, 5]).

Одне з основних пояснень причини вибору плаваючого режиму стосується фінансових припливів. Для такої невеликої і відкритої країни, як Вірменія, обмеження фінансових припливів рівнозначне відмові від довгострокового розвитку. З огляду на це, в умовах фінансових припливів Центральний банк віддає перевагу підтриманню стабільності цін. По-перше, ціни у спеціальному аспекті є більш важливим показником, і, по-друге, світова практика показує, що для розвитку економіки стабільність цін важливіша, ніж стабільність валютного курсу.

Якщо Центральний банк Вірменії не дозволить підвищувати курс драму і весь інвалютний приплив обмінє на драм, то збільшення грошової маси відобразиться на всій економіці і призведе до значного зростання цін. Єдиним інструментом Центрального банку залишається утримання грошової маси, що негативно впливає на економіку та призводить до подорожчання кредитних засобів. Вільно плаваючий курс валюти дає

зможу не вдаватися до таких заходів і довільно пом'якшує зростання цін, оскільки зростання валютного курсу відносно здешевлює імпорт і додатковий попит задовольняється імпортованими товарами.

Необхідно зазначити, що, незважаючи на те, що із самого початку було вибрано режим плаваючого курсу, до початку нового тисячоліття в економіці країни діяв принцип "страху вільного плавання". Причини такі:

– на початковому етапі курс мав тенденцію до зниження, а передавальний механізм "курс-інфляція" був доволі сильним;

- частка імпорту у вживанні була великою;
- безпосередній вплив курсу на ціни був значним.

Позитивними результатами плаваючого курсу у Вірменії є [2]:

- кредитно-грошова незалежність;
- придушення гіперінфляції;
- стимулювання реального економічного зростання;
- стимулювання експортного потенціалу;
- відновлення конкурентоспроможності;
- стимулювання припливу капіталу;
- протидія зовнішнім шокам;
- накопичення іноземних резервів;
- уникання спекулятивних атак.

Ведення політики вільно плаваючого валютного курсу у сучасних умовах неминуче призводить до таких негативних наслідків:

– підвищення рівня доларизації в економіці, який із середини 2004 р. виявляв тенденцію до зниження, а з кінця 2008 р. він знову зростає;

– виникнення ризику валютного курсу, підвищення рівня коливань і невизначеності курсу.

Коли у 1994 р. Центральний банк Вірменії взявся за проведення грошово-кредитної політики, як метод кредитно-грошового регулювання, було вибрано регулювання грошових агрегатів [3, 20], а отже, в ролі номінального якоря використовувалися грошові агрегати. Центральний банк оголосив, що його головною метою є забезпечення внутрішньої і зовнішньої стабільності драму. Впродовж 1998–2004 рр. середньорічне зростання цін у Вірменії становило 2,4%. Однак у 2004–2006 рр. виникли труднощі у питанні управління грошовою масою. Структурні зміни у банківській системі Вірменії, високі темпи обсягів кредитування, зниження рівня доларизації в умовах підвищення курсу драму, високі темпи отримуваних трансфертів з-за кордону суттєво вплинули на поведінку грошового попиту, зробивши його змінним і нестабільним. Зокрема, впродовж 2005 р. в умовах припливу великих обсягів іноземної валюти курс драму показував стабільне зростання, яке призвело до різкого збільшення попиту на національну валюту.

Замість регулювання грошових агрегатів, з метою забезпечення стабільності цін, з 1 січня 2006 р. було прийнято механізм таргетування інфляції. Якщо проміжна мета стратегії, яка діяла до цього, полягала у регулюванні грошової маси, то тепер проміжною ціллю став рівень прогнозованого зростання цін, а операційною ціллю – процентна ставка репо.

У 1991 р. після визнання незалежності економіка Вірменії зазнала низки потрясінь, таких як розвал торгової і платіжної систем між країнами колишнього СРСР, різке зниження обсягів зовнішньої торгівлі і т. ін. У 1992–1993 рр. ВВП скоротився приблизно на 60 %, а ціни зросли більше, ніж у 110 разів. У листопаді 1993 р. введення в обіг вірменського драму з боку Центрального банку було першим кроком стабілізаційної політики. У 1994 р. Центральний банк та уряд Вірменії вперше оголосили про введення плаваючого курсу.

У 1994 р. величезний зовнішній дисбаланс і малі обсяги валютних резервів

Центрального банку не дали змоги у перші роки забезпечити стабільність драму, внаслідок чого він знецінювався. У цій ситуації Центральний банк разом з урядом прийняли рішення про введення кредитних програм МВФ та Світового банку. В березні 1995 р. Вірменія отримала кредит у сумі 16,875 млн. дол. США в межах Програми “Системні зміни”, і в тому самому році було одержано кредит на відновлення економіки Світового банку в сумі 65,5 млн. дол., в результаті чого збільшились валютні резерви Центрального банку. Цілком імовірно, що Центральний банк уже мав можливість для стерилізації мішку драму, який утворюється внаслідок величезного бюджетного дефіциту. Оскільки у перші роки реформ Центральний банк не мав необхідного набору інструментів грошово-кредитної політики, тому, відповідно, у цей період використання валютних інтервенцій було ефективним.

У кінці 1995 р. вже простежувалися перші позитивні результати політики Центрального банку. В кінці цього періоду інфляція становила всього 32, 2%, а знецінення драму скоротились до 36,2%.

Упродовж 1994–1995 рр. валютну політику Центрального банку Вірменії можна розглядати як частину загальної політики стабілізації, тобто функції Центрального банку, здебільшого, мали характер не регулюючий, а такий, що стримував тенденції до знецінення вірменського драму.

У 1995–1996 рр. валютна політика Центрального банку разом з урядом Вірменії була спрямована на вирішення проблем Програми стабілізації економіки. У цей час курс драму порівняно стабілізувався, коливаючись у межах 2,5%, і становив приблизно 405 др./дол. Поточні структурні реформи в економіці не давали результатів, передбачених Програмою. Все ще збільшувалися обсяги зовнішнього боргу і дефіцит торгового балансу, в економіці не було необхідного рівня валютних резервів. Беручи до уваги ситуацію, що склалася, Центральний банк вирішив перейти до більш вільного режиму валютного курсу, що означало поступовий вихід Центрального банку з валютного ринку.

19 липня 1996 р. Центральний банк виступив із заявою про “Принципи валютної політики Центрального банку Вірменії”, в якій він офіційно визнав, що підтримує режим плаваючого курсу. Згідно з цією заявою, валютна політика Центрального банку впливала з цілей грошово-кредитної політики, а його інтервенції використовувалися як інструмент грошово-кредитної політики для регулювання різких коливань драму.

В 1997–2003 рр. політика, яку вів Центральний банк Вірменії, сприяла формуванню в економіці низького рівня інфляції та фінансової стабільності, а отже, для суб’єктів господарювання створювалися сприятливі умови для діяльності. Зниження рівня інфляції багато в чому можна пояснити зміцненням драму. Нижче графічно показано динаміку курсу др./дол. й інфляції у 1995–2008 рр. (рис. 1).

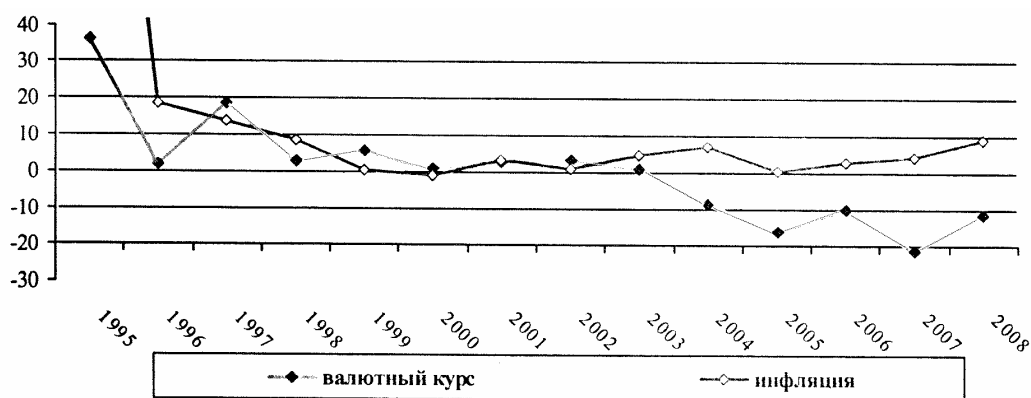


Рис. 1. Курс др./дол. та інфляція

Упродовж 1997–2003 рр. середньорічний рівень інфляції становив 4,5%, а якщо обчислити відносно високі показники середнього рівня інфляції в 1997–1998 рр. (у 1997 р. середньорічний рівень інфляції дорівнював 14%, у 1998 р. – 8,7%, а у 1999 р. – 8,7%), то в 1999–2003 рр. він становив 1,8%, а в 2004–2008 рр. – 4,8%. У 2000 р. було зафіксовано інфляцію на рівні 0,4%, замість програмного показника максимум 5%, у 2001 р. – 2,9% проти 3,5%, у 2002 р. – 2% проти 3%, у 2003 р. – 8,6% проти 3,0%, у 2004 р. – 2,0% проти 3,0%, у 2005 р. – 0,2% проти 3,0%, у 2006 р. – 2,9% проти 5,0% +/- 1,5%, у 2007 р. – 4,4% проти 4,0% +/- 1,5%, у 2008 р. – 9% проти 6% (табл. 1).

Що стосується поведінки курсу, то потрібно зазначити, що, незважаючи на плаваючий режим, паралельно створенню стабільної фінансової атмосфери поступово стабілізується і його волатильність. У суспільстві ж разом із послабленням інфляційних очікувань послабилися й очікування щодо знецінення драму. Якщо в 1997 р. драм подешевів відносно долара на 18,7%, то у 2003 р. – лише на 0,9%. З кінця 2003 р. – лише на 0,9%. З кінця 2003 р. простежувалися тенденції до підвищення курсу драму, що, стверджував Центральний банк. Це стало результатом певних процесів, що відбувалися в національній (зростання внутрішньої продуктивності, приплив фінансових засобів) і світовій (знецінення долара на світових ринках) економіці.

Таблиця 1

Динаміка курсів драм/долар, драм/євро, драм/рубль

2000 р.	2001 р.	2002 р.	2003 р.	2004 р.	2005 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.
<i>Середній курс долара за рік</i>								
539,52	555,08	573,35	578,76	533,45	457,69	416,04	342,08	305,97
<i>Середній курс рубля за рік</i>								
19,05	18,97	18,24	18,83	18,52	16,19	15,29	13,36	12,35
<i>Середній курс євро за рік</i>								
498,53	497,10	541,66	653,76	662,28	570,39	521,20	467,81	450,20

Як видно з табл. 1, у 2000 – 2003 рр. відбулося знецінення драму відносно долара. В 2003 р. порівняно з 2000 р. долар подорожчав на 39,24 драму, курс долара дорівнював 578,76 драму. Однак з 2004 р. драм почав зміцнюватися. Падіння курсу др./дол. у грудні 2004 р. порівняно із січнем того самого року становило 14, 43%, а у грудні 2004 р. порівняно із січнем 2003 р. воно дорівнювало 17616%. У 2008 р. курс становив 305,97 драму, в 2004 – 2008 рр. долар подешевів на цілих 227,48 драму. Така сама тенденція простежується щодо євро. Обмінний курс др./євро – це повне відображення обмінного курсу євро – долар, що свідчить тільки про те, що обмінний курс євро є крос-курсом. Середній курс євро в 2008 р. дорівнював 450,24 драму, фактично порівняно з 2004 р. у 2008 р. євро подешевів на 212, 04 драму. Щодо рубля ситуація дещо інша, хоч загалом драм відносно рубля протягом останніх чотирьох років теж подорожчав. У лютому 2009 р. середній курс др./дол. становив 305,47, др./євро – 390,61 і др./руб. – 8,53.

Така поведінка драму переважно обумовлена як припливом іноземної валюти, так і позитивною політикою дедоларизації. 1 липня 2005 р. набув чинності закон, який мав максимально зменшити вплив долара на економіку Вірменії. За законом, резидентам заборонено укладення доларових контрактів, вказування цін у доларах, ведення реклами товарів і послуг у доларах та використання “умовних одиниць”. Таким чином Центральний банк перейшов від економічних методів стимулювання довіри до драму до адміністративних.

Основний специфічний фактор, який впливає на зміцнення драму, – це великий обсяг фінансових припливів у вигляді приватних іноземних трансфертів, прямих інвестиційних та інших капітальних припливів. Приватні трансферти ніби зайняли нішу фінансових інститутів, які за визначенням призначені для здійснення фінансування економіки.

Обсяг приватних трансфертів з-за кордону 2003–2005 рр. у середньому збільшився на 37%, становлячи приблизно 15% ВВП і досягати 25% ВВП у 2005 р. В 2008 р. порівняно з 2005 р. обсяг приватних трансфертів збільшився на 274,173 млн. дол. та дорівнював 1239,46 млн. др. Значна частина цих грошових потоків, оминаючи банківську систему, безпосередньо потрапляє на споживчий ринок, створюючи інфляційний тиск на товарному ринку і революційний – на грошовому. Якщо Центральний банк, з метою недопущення революції національної грошової одиниці, вдаватиметься до стерилізації валюти, то це призведе до збільшення драмової маси, а отже – інфляції, оскільки Центральний банк не має у своєму розпорядженні інших ефективно діючих інструментів грошово-кредитної політики для здійснення адекватних операцій на відкритому ринку, спрямованих на абсорбцію надлишкової грошової маси. В умовах сучасної світової фінансової кризи це джерело фінансування економіки поступово буде скорочуватися. Якщо ж до того часу не вдасться створити ефективний фінансовий сектор, то поряд з різким скороченням приватних трансфертів Вірменія зіткнеться з проблемою обвалу грошового ринку, девальвації національної валюти та ін.

Такий обсяг трансфертів являв собою надання населенню грошей, які не створені економікою цієї країни. При збільшенні маси трансфертів зростають і доходи населення, а отже, й їхні витрати. Більшість грошей, отримуваних від таких трансфертів, спрямовується на купівлю споживчих товарів і послуг. Природно, що зі збільшенням грошової маси на споживчому ринку відбудеться подорожчання загального рівня цін.

Дані показують, що паралельно зміцненню національний валют простежується поступове подорожчання життя населення. Вартість споживчих товарів, практично, не змінюється і в деяких випадках навіть збільшується, що може спричинити серйозну проблему при отриманні широкою версткою населення доходів у доларах США. Зі зміцненням драму ціни на імпортні товари мали знизитися, але вони не тільки не знизилися, а й навіть підвищилися. Це свідчить про викривлення в економіці Вірменії, а саме про те, що переважає монополія на імпортні товари. Таким чином, на цьому ринку не діють традиційні механізми ціноутворення. Зміцнення драму дає змогу монополістам заробляти величезні надприбутки.

У ситуації, в якій на даний час опинилася Вірменія, при постійному збільшенні обсягів фінансових припливів, доводиться тільки купувати валюту (якщо її залишити на ринку і перетворити на драм, то це призведе до збільшення грошової маси, що, відповідно, спричинить значне зростання цін). У 2007 р. Центральний банк Вірменії скупив 73,2 млн. дол., у 2008 р. – 81,241 млн. дол., а у березні 2009 р. – 6,670 мл. дол. Проблема валютних інтервенцій з боку Центрального банку полягає у тому, що на даний момент населення Вірменії недостатньо наділене фінансовими ресурсами. При випуску додаткового обсягу драмів замість доларів ці потоки збільшують доходи населення, спрямовували їх на споживчий ринок, що неминуче призведе до підвищення цін на споживчі товари, а це є недопустимим.

Незважаючи на неінтегрованість Вірменії у світову економіку, хвилі глобальної фінансової кризи дійшли й до нашої держави. В умовах кризи відбулося скорочення трансфертів на 30–40%, що вплине на споживчу спроможність населення країни і, відповідно, це вплине на обсяги пропозиції товарів, які поставляються на ринок Вірменії. Це спричинить підвищення податків, які повинні сплатити підприємці. Все перераховане вище фактично призводить до скорочення обсягу ВВП на душу населення, а також до зміцнення національної валюти – драму.

Для перехідних економік одним з характерних системних викривлень є доларизація, при якій іноземна валюта заміщає функції засоби обміну, одиниці рахунку і засобу заощадження внутрішніх грошей. Причиною цього й є у багатьох перехідних країнах, як і у Вірменії, відсутність розвинутих фінансових ринків.

Одні з найбільш небезпечних структурних викривлень, які негативно відображаються на економічному розвитку, – це корумпованість та монополізація економіки. Монополізація імпортової діяльності має негативний вплив: імпортери мають змогу значною мірою впливати та навіть контролювати валютний ринок, забезпечуючи найбільш сприятливі умови для максимізації своїх прибутків. Зазначене вище може пояснити процес революції національної валюти за останні роки в економіці Вірменії, якщо врахувати, що за цим не настало зниження цін на імпортні товари.

Стабілізація валютного ринку сприятиме збільшенню еластичності експорту й імпорту від валютного курсу. Таким чином, вона розширить можливості для поліпшення торгового балансу.

Література

1. *Денежно-кредитная и валютная политика Армении: прогноз аналитиков Центра “Кавказ”, ИА Regnum 16.08.06.*
2. www.cda.am.
3. Закон РА “О Центральном банке”. Ереван. 1996. ст. 4.
4. Головин М. Ю. *Теоретические основы денежно-кредитной политики в условиях глобализации.* – М.: Ин-т экон. РАН, 2008.
5. Гудратян С. *Налоги как главный источник формирования доходов бюджета РА. Современные социально-экономические проблемы РА : Сб. науч. трудов. Т. 4.* – Ереван, 2005.
6. Гудратян С. *Трансформація економіки Вірменії. Реалії і перспективи // Вісник ТАНГ.* – 2003. – № 3. – С. 25–35.
7. Киреев А. *Международные экономические отношения.* – М., 2005.
8. Сандоян Э., Карапетян Э. *Выбор рациональной модели денежно-кредитной политики в странах с переходной экономикой // Экономика и финансы.* – 2005. – № 3. – С. 48 – 62.
9. *Национальная статистическая служба РА 2008 г.*
10. Mohanty M. S., Scatigna M. *Has Globalisation Reduced Monetary Policy Independence? // BIS Papers.* – 2005. – № 23. – С. 58–72.
11. www.armstat.am.

Редакція отримала матеріал 19 травня 2009 р.