

Долларизация в Армении: структурные причины и эволюция денежно-кредитной политики

Всеволод Юрьевич Черкасов (e-mail: vcherkasov@nifi.ru), старший научный сотрудник Центра перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов Научно-исследовательского финансового института (г. Москва)

Юлия Александровна Маклакова (e-mail: maklanova@nifi.ru), лаборант-исследователь Центра перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов Научно-исследовательского финансового института (г. Москва)

Аннотация

В статье рассматривается финансовая долларизация — одна из отличительных черт экономики Армении. За время валютного суверенитета страна систематически проводила политику, направленную на дедолларизацию. Были применены различные традиционно рекомендуемые средства, включая законодательные меры, стабилизацию внутренних цен, дифференциацию нормативов обязательных резервов и гарантий по вкладам. Тем не менее уровень долларизации остается высоким. В статье проанализированы ее структурные причины (трудовая миграция, диаспора, устойчивый внешнеторговый дефицит). От структурных изменений в экономике зависит результативность денежно-кредитной политики в Армении, проводимой в рамочном формате таргетирования инфляции; ее расширенное описание также приведено в статье. Сделан вывод, что адресные меры по дедолларизации должны быть подкреплены системной политикой повышения конкурентоспособности экономики Армении в рамках действующей среднесрочной программы национального развития.

Ключевые слова:

Армения, долларизация, структурные причины, центральный банк, валютный курс, денежно-кредитная политика, инструменты, нормативы обязательных резервов

JEL: E52, F31

Долларизация, проблематике которой адресована эта статья, была общим явлением для государств, образовавшихся на постсоветском пространстве в начале 1990-х гг. В чрезвычайно сложный переходный период глубоких структурных преобразований, порождавших ценовые шоки, в отсутствие малейшего практического опыта проведения денежно-кредитной политики (далее — ДКП) в рыночной экономической среде, в условиях недоверия к по сути заново создаваемым банковским системам, в отсутствие правовой системы, адекватной рыночной модели экономических отношений, люди находили в «твердых» валютах единственное убежище от окружавших их рисков.

Своеобразие момента допускало разные сценарии, но имевшийся на тот период времени расклад политических и экономических обстоятельств predetermined приверженность новых государств валютному суверенитету. На первых порах потребовались меры в основном административного характера для того, чтобы упорядочить денежное обращение и исключить внутреннее использование иностранных валют в ценообразовании,

расчетах и вознаграждении труда. По мере «вызревания» рыночных систем и адаптации людей к новым реалиям иностранная валюта постепенно утрачивала значение инструмента хеджирования, появились альтернативные возможности, уменьшились и риски. Однако инерция сохранялась еще долгое время, выражаясь как в долларизации депозитно-кредитных рынков, так и в привязке национальных валют к долларовому «номинальному якорю».

Новые экономики на постсоветском пространстве заинтересованы извлекать выгоды от внешней открытости не только из торговли, но и из свободного движения капитала. Валютный либерализм, управляемый курс и самостоятельность ДКП на практике не столь несовместимы, как в теории. Тем не менее стремление к открытости для трансграничных финансовых потоков поставило вопрос о выборе между зависимостью или изоляцией от внешних шоков, передающихся через валютный рынок, если они не поглощаются свободными курсовыми колебаниями.

Со временем некоторые новые суверенные государства пришли к отказу от курсового якоря в пользу ДКП, направленной на контроль инфляции посредством передачи сигналов через процентную ставку. Армения даже раньше других двинулась по этому пути: либеральное валютное законодательство здесь было принято в 2004 г.¹, смена формата ДКП состоялась в 2006 г. С отказом от валютного якоря существенное значение приобретает задача дедолларизации активов и обязательств банковской системы, с тем чтобы минимизировать риски при свободном плавании валютного курса и повысить эффективность трансмиссии сигналов ДКП. Основным инструментом служит макроэкономическая стабилизация, а также укрепление доверия к национальной валюте. Политика стабилизации проводилась одинаково в России и Армении, но Россия достигла лучших результатов в дедолларизации. Следовательно, макроэкономические детерминанты не дают исчерпывающего объяснения долларизации в Армении, она имеет и другие причины.

Переходя к анализу проблемы, целесообразно предварить его некоторыми терминологическими комментариями. Прежде всего под долларизацией подразумевается полное или частичное замещение иностранной валютой (долларом США, евро или любой другой) национальной валюты в выполняемых ею функциях денег в качестве меры стоимости, средства платежа и (или) средства накопления.

Мы не рассматриваем вопросы ни официальной долларизации (признание иностранной валюты законным платежным средством на национальной территории), ни полуофициальной (бимонетарная система, в которой власти не препятствуют использованию иностранной валюты во внутренних транзакциях); не рассматриваем также проблематику неофициальной «реальной» долларизации, когда вопреки закону в иностранной валюте систематически устанавливаются цены на товары и услуги, а также заработная плата в частном секторе. Все это — не повестка сегодняшней Армении.

Законодательство Армении запрещает использование иностранной валюты для установления цен, заработной платы на территории страны и проведения расчетов между резидентами. Не допускается также использование наличной иностранной валюты в расчетах между физическими лицами — резидентами и нерезидентами на внутреннем розничном рынке. Действующие исключения из общих правил несущественны.

ДОЛЛАРИЗАЦИЯ В АРМЕНИИ

Проблема Армении — финансовая долларизация, формирование в иностранной валюте внутренних сбережений, то есть долларизация вкладов, приводящая к долларизации кредитов банковской системы. Она имеет легальный характер, законодательство Армении

¹ Закон Республики Армения о валютном регулировании и валютном контроле № ЗРА-135 от 21.12.2004.

не ограничивает добросовестные финансовые операции с иностранной валютой внутри страны.

В конце 2017 г. 55,7 % от суммы привлеченных банками депозитов резидентов и 61,2 % от суммы предоставленных ими кредитов резидентам в Армении составляли валютные депозиты и кредиты². Среди 95 стран мира, уровень финансовой долларизации в которых мы сравнили по имеющимся данным МВФ³ за последние пять лет, Армения находилась на десятом и одиннадцатом местах, соответственно, по показателям долларизации депозитного и кредитного рынков. В общем объеме валютных депозитов в банковской системе Армении 72 % — это депозиты домохозяйств, из них 61 % — срочные вклады.

Почти любая тематика в экономике Армении при ее изучении на макроуровне выводит на миграцию и диаспору. В вопросе о долларизации это — тоже фактор, объясняющий причины исследуемого явления. Значительная часть внутренних личных доходов в стране формируется за счет денежных переводов из армянской диаспоры и от сезонных трудовых мигрантов: до трети доходов в 2016 г., по нашей оценке, основанной на информации Статистического комитета РА о ВВП по источникам формирования доходов и денежных переводах.

Банки, получая валютные ресурсы и от вкладчиков, и от своих диаспорных инвесторов, выдают больше кредитов в иностранной валюте, чем в национальной. В конце 2017 г. в сумме требований банков по валютным кредитам почти четверть составляли кредиты организациям торговли и 10 % — отрасли энергоснабжения. Доля обрабатывающих отраслей промышленности — 9 %. В общем объеме полученных ими кредитов больше 60 % занимали обязательства предприятий по производству продуктов питания и напитков. Это пока один из немногих конкурентоспособных на внешнем рынке сегментов экономики Армении. Только в этой части и в части предоставления ссуд предприятиям по производству электроэнергии валютные кредиты банковской системы существенно влияли на экспортный потенциал страны.

Вполне объяснимо, что Армения, стремясь к дедолларизации, при этом распространяет гарантии национальной системы страхования банковских вкладов на валютные депозиты. Домохозяйства откладывают сбережения в той валюте, в которой получают существенную часть своих доходов и которая понадобится в случае очередного длительного отъезда из страны; нет убедительных оснований подвергать их риску, пока отсутствует критическая масса конкурентоспособных оплачиваемых рабочих мест в экономике страны относительно численности ее населения.

Это не означает, что Армения когда-либо склонялась к бимонетарной системе, напротив, дедолларизация всегда была одной из установок политики, и в этом направлении проводилась серьезная работа и достигнуты определенные результаты. Ниже, на рис. 1, проиллюстрирована динамика снижения уровня долларизации вкладов в Армении. Однако из того же рисунка видно, что данный процесс находился в существенной зависимости от укрепления валютного курса драма в 2004–2008 гг. и снижения приведенного к национальной валюте эквивалента суммы валютных вкладов.

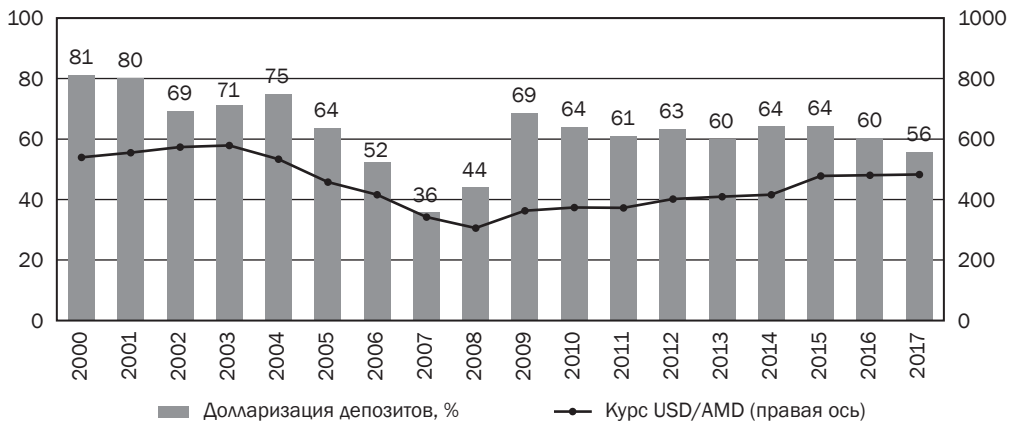
Начиная с 2008 г. — времени мирового финансового кризиса — усилившиеся риски, а затем и ослабление драма, даже с учетом его сдержанного и плавного характера, вновь развернули ситуацию в сторону предпочтения домохозяйствами валютных вкладов. При этом долларизация в этот период наблюдалась именно как реальный шок, а не вызванный преимущественно эффектом курсовой переоценки (рис. 1).

² Здесь и далее, если не указано иное, источник статистической информации или первичных данных — статистика, размещенная на веб-сайте Центрального банка Республики Армения. URL: www.cba.am.

³ Financial Soundness Indicators. URL: <http://data.imf.org/?sk=51B096FA-2CD2-40C2-8D09-0699CC1764DA>.

Рисунок 1

Динамика уровня долларизации банковских депозитов в Армении и курса доллара США к драму



Источник: рассчитано авторами по данным Центрального банка Республики Армения.

Существует много разнообразных способов, позволяющих влиять на поведение экономических субъектов в целях дедолларизации. В ряде стран применялись и запретительные меры, вполне доказав свою непродуктивность. К примеру, принудительная конверсия валютных депозитов в национальную валюту в Боливии в 1982 г. привела к оттоку капитала и сокращению внутреннего банковского кредита; три года спустя с постановкой на системную основу мер макроэкономической стабилизации в этой стране запрет на владение депозитами в иностранной валюте был отменен [1].

Если взять пример любой страны, продемонстрировавшей успех в дедолларизации, в его основе всегда лежала макроэкономическая стабилизация, под которой в узком смысле можно понимать стабилизацию внутренних цен. Армения не исключение. Как и многие другие страны, прошедшие через рыночную трансформацию экономических систем, и не только они, Армения начала проведение стабилизационной политики в 1990-х гг. с опоры на придание устойчивости курсу национальной валюты, на курсовой «номинальный якорь»; де-факто курсовым режимом в то время служил скользящий интервал. Страна смогла довольно быстро пройти гиперинфляционный момент в первое время после введения национальной валюты в 2014 г. и уже два года спустя выйти на показатели инфляции ниже 20 %, а с 1998 г. — ниже 10 %.

В первой половине 2000-х гг. сложилась ситуация, когда инфляция в Армении либо была ниже по сравнению с рядом основных торговых партнеров (Россия, Иран, Турция), либо торговля мало зависела от курсового фактора (экспорт ювелирного сырья в Бельгию). Тогда и была реализована возможность допустить укрепление драма (относительно доллара США — почти вдвое за 2004–2008 гг.), избежав существенного роста реального эффективного курса, иначе говоря, потери конкурентоспособности. Это укрепление пока остается основным фактором, обеспечившим видимый успех в борьбе с долларизацией за историю суверенной денежной системы Армении.

В 2000-х гг. действовал курсовой режим управляемого плавления драма. Центральный банк Республики Армения (далее — ЦБ РА) проводил активную интервенционную политику на внутреннем валютном рынке, существенно нарастил международные резервные активы, а после неблагоприятного изменения конъюнктуры вплоть до марта 2009 г. препятствовал обесценению национальной валюты.

Сейчас Армения использует иной рамочный механизм для поддержания макроэкономической стабильности. Выше отмечалось, что предпосылки к отказу от управляемого курса были заложены еще в 2004 г. либеральным валютным законодательством. Поэтому переход в марте 2009 г. к плавающему курсу драма был скорее вынужденным обстоятельством «опережением графика», чем незапланированным решением.

Еще в 2006 г. ЦБ РА перевел ДКП из модальности контроля над темпами роста денежной массы (M2, M2X) в формат таргетирования инфляции. Здесь Армения также намного опередила Россию, как и в создании мегарегулятора финансового рынка в лице центрального банка. Таргетирование инфляции в принципе тоже совместимо с неполной гибкостью валютного курса, но обычно ожидается, что центральный банк полностью сосредоточится на сглаживании внутренних реальных шоков, изолируясь от внешних. Поэтому официальный переход к свободному плаванию был ожидаем, хотя, вероятно, ЦБ РА предпочел бы совершить его позже и в более спокойной обстановке.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В АРМЕНИИ

Контекст позволяет дать расширенное описание денежно-кредитной политики Центрального банка Республики Армения. Основная задача ЦБ РА согласно законодательству — обеспечение стабильности цен в Армении. Другие его задачи лежат в области регулирования, обеспечения стабильности и развития национальных банковской и платежной систем (с 2006 г. ЦБ РА выполняет функции единой системы регулирования и надзора на финансовом рынке).

Правовой статус ЦБ РА наделяет его правом самостоятельно избирать стратегию и определять промежуточные и операционные цели ДКП. Как отмечено выше, в 2006 г. ЦБ РА совершил переход к таргетированию инфляции; промежуточная цель заключается в приближении индекса потребительских цен к значению 4 % из года в год при допустимых пределах отклонения на $\pm 1,5$ п. п. (эти параметры действуют с 2008 г.).

Операционная цель ДКП — уровень краткосрочной процентной ставки, складывающейся на денежном рынке. Операции ЦБ РА по регулированию ликвидности банковской системы предназначены для того, чтобы обеспечивать приближение рыночной ставки к значению ставки рефинансирования ЦБ РА, которая выполняет функцию ключевой ставки.

Для достижения операционной цели ЦБ РА имеет в своем распоряжении инструментарий, конструкция которого позволяет эффективно управлять ликвидностью в самых разных ситуациях. Система складывается из традиционного набора рыночных и нерыночных инструментов косвенного воздействия: операции на открытом рынке, инструменты постоянного действия и обязательные резервные требования.

Механизм операций на открытом рынке и инструментов постоянного действия базируется на положениях Закона о ЦБ РА⁴, согласно которому он вправе в общем случае в целях осуществления ДКП совершать операции по покупке или продаже государственных ценных бумаг и иных надежных ценных бумаг и размещению краткосрочных (со сроком погашения до одного года) ценных бумаг от своего имени на открытом рынке, а также операции по предоставлению банкам обеспеченных кредитов на срок до шести месяцев и привлечению от банков депозитов до востребования и срочных депозитов в национальной или иностранной валюте (для отдельных случаев предусмотрены и другие виды операций).

Операции ЦБ РА на открытом рынке включают в себя три категории инструментов, позволяющих дифференцированно подходить к выполнению разных задач, постоянно

⁴ Закон Республики Армения о Центральном банке Республики Армения № ЗРА-69 от 30.06.1996.

присутствующих или возникающих в процессе управления ликвидностью банковской системы:

- основные операции рефинансирования;
- инструменты краткосрочного регулирования («тонкой настройки»);
- инструменты структурного регулирования.

Операции на открытом рынке проводятся с банками; основной их формой являются аукционы, организуемые ЦБ РА. Покупка и продажа государственных облигаций или иностранной валюты в целях структурного регулирования может осуществляться также на биржевых торгах или в форме двусторонних сделок. Основные операции рефинансирования осуществляются ЦБ РА посредством сделок РЕПО на срок семь дней. Аукционы проходят еженедельно.

Инструменты «тонкой настройки» включают сделки РЕПО на срок менее семи дней и обратное РЕПО на срок до 28 дней, а также «валютный своп» по покупке или продаже иностранной валюты (долларов США и евро) на срок до 182 дней. Данные операции совершаются по мере необходимости. Для абсорбирования ликвидности ЦБ РА может использовать наряду со сделками обратное РЕПО и «валютный своп» аукционы по привлечению депозитов на срок до 28 дней.

Инструменты структурного регулирования могут использоваться для воздействия на ликвидность банковской системы в условиях долговременных изменений структурного характера на финансовом рынке и включают сделки РЕПО на срок до 91 дня (операции долгосрочного рефинансирования), размещение облигаций ЦБ РА, а также аукционы конечной покупки или продажи ЦБ РА государственных ценных бумаг или иностранной валюты. Облигации ЦБ РА могут размещаться на сроки 91 день или 182 дня в формате аукциона по фиксированной процентной ставке.

Система инструментов постоянного действия по предоставлению или изъятию однодневной ликвидности для обеспечения стабильного состояния ликвидности банковского сектора и ограничения колебаний рыночной процентной ставки включает проводимые ЦБ РА с банками операции ломбардного РЕПО и депозитные операции. Инструменты постоянного действия отличаются от операций на открытом рынке тем, что используются не по инициативе ЦБ РА, а по инициативе его контрагентов. В общем случае банки прибегают к ним из-за ошибок в управлении собственной ликвидностью, поэтому их условия по процентным ставкам всегда отличаются в худшую для банков сторону от операций на открытом рынке.

Ставками по инструментам постоянного действия обозначаются границы интервала допускаемых отклонений рыночной процентной ставки от целевого значения, обозначенного ключевой ставкой (ставкой рефинансирования ЦБ РА).

Предметом сделок РЕПО (обратное РЕПО) с ЦБ РА как в операциях на открытом рынке, так и при использовании инструмента постоянного действия могут быть выраженные в национальной валюте государственные ценные бумаги Республики Армения и облигации ЦБ РА, а также допущенные к биржевым торгам корпоративные облигации, удовлетворяющие установленным критериям по кредитному рейтингу, полученному эмитентом от ЦБ РА; другие активы по особому решению ЦБ РА.

Законом о ЦБ РА предусмотрено его право устанавливать нормативы и определять порядок формирования обязательных резервов, одинаковые для банков, осуществляющих идентичную деятельность. Правила резервирования установлены положением «Регулирование деятельности банков, основные экономические нормативы банковской деятельности», введенным постановлением Совета ЦБ РА № 39 от 09.02.2007 в редакции последующих решений о внесении изменений в текст указанного документа (такими решениями устанавливаются в том числе нормативы обязательных резервов).

Резервная база складывается из привлеченных средств в национальной и иностранной валюте, а также в виде вкладов (счетов) в золоте⁵. Величина резервных требований выражается суммой, приведенной к эквиваленту в драмах по ежедневно устанавливаемым ЦБ РА курсам иностранных валют и расчетной цене золота. Период расчета обязательных резервов — один календарный месяц; рассчитывается среднее значение величины резервируемых обязательств за каждый день месяца. Периоды поддержания резервов — 28 или 35 дней со второй среды календарного месяца до вторника, предшествующего второй среде следующего месяца; они начинаются во втором месяце, следующем за периодом расчета обязательных резервов. Лаг между окончанием периода расчета и началом периода поддержания резервов составляет 38–45 календарных дней. Размещение резервов осуществляется путем поддержания соответствующей нормативу среднедневной величины остатков на корреспондентских счетах в ЦБ РА; банки пользуются неограниченным правом усреднения обязательных резервов. Штраф за невыполнение резервных требований может взиматься в размере до 1 % от величины недостающих резервов.

Обязательные резервы в Армении, как и в большинстве стран современного мира, не играют существенной роли в качестве инструмента пруденциального регулирования; оно осуществляется иными средствами, при этом действует система страхования вкладов, а Центральному банку Республики Армения вменена законом обязанность служить кредитором последней инстанции. Вместе с тем они пока не стали и исключительно пассивным инструментом, предназначенным для искусственного создания дефицита ликвидности в банковской системе в интересах обеспеченного контроля Центрального банка над процентной ставкой.

Их активная роль в инструментари ЦБ РА проявляется именно в принуждении к дедолларизации, что достигается дифференциацией с 2008 г. нормативов по обязательствам банков в национальной валюте (сейчас — 2 %) и в иностранной валюте (18 %). Этой цели соответствует и постепенный переход от прежнего порядка, допускавшего размещение банками резервов по обязательствам в иностранной валюте на валютных счетах, к их размещению исключительно в драмах.

Система резервирования в Армении содержит важные элементы гибкости, стимулирующей банки к фондированию путем выпуска долгосрочных облигаций и в целом к повышению устойчивости ресурсной базы. Нормативы, отличающиеся в меньшую сторону от базового значения, установлены по отдельным категориям обязательств, обладающих следующими свойствами в зависимости от их сочетаний:

1) средства привлечены банком путем выпуска облигаций, и есть достоверная информация, что не менее 50 % размещенных облигаций данного выпуска принадлежит лицам, не являющимся акционерами эмитента или его аффилированными лицами;

2) средства привлечены банком путем выпуска облигаций, допущенных к торгам на регулируемых рынках за пределами Армении, на срок не менее двух лет без возможности частичного досрочного погашения основного долга в течение одного года после размещения;

3) средства привлечены банком путем выпуска аналогичных облигаций на срок не менее четырех лет;

⁵ Из состава резервной базы исключаются наряду со средствами, привлеченными банками от ЦБ РА и на межбанковском рынке, ресурсы, полученные в рамках действовавшей в 2009 г. государственной программы кредитов для стабилизации экономики, а также привлеченные от специализированных организаций ЗАО «Национальная ипотечная компания» и ЗАО «Жилье — молодым». Кроме того, исключаются долгосрочные субординированные займы, учитываемые в составе капитала банков, и средства, накопленные банками в ЦБ РА с целью пополнения уставного капитала.

4) средства привлечены банком путем выпуска облигаций, допущенных к торгам на регулируемом рынке Армении, размещенных на срок не менее двух лет без возможности частичного досрочного погашения основного долга и соответствующих установленным ЦБ РА требованиям к структуре процентной ставки и порядку купонных выплат;

5) средства привлечены банком путем выпуска аналогичных облигаций на срок не менее четырех лет;

6) средства привлечены банком на срок не менее двух лет от иностранных банков с международным рейтингом долгосрочной кредитоспособности не ниже А-/А3 от S&P/Fitch или от материнского банка (холдинговой компании банковской группы) с участием в капитале банка не менее 50 % либо от международных банков развития и иностранных специализированных финансовых организаций, пользующихся официальной поддержкой, согласно перечню, установленному ЦБ РА;

7) аналогичные средства привлечены банком на срок не менее четырех лет.

Соответствие свойствам 2 и 4 по выпущенным облигациям либо свойствам 6 или 7 по привлеченным средствам в драмах уменьшает норматив резервных требований до 0 %. Соответствие свойствам 1 и 2 или 1 и 5 по выпущенным облигациям в иностранной валюте уменьшает норматив до 0 %.

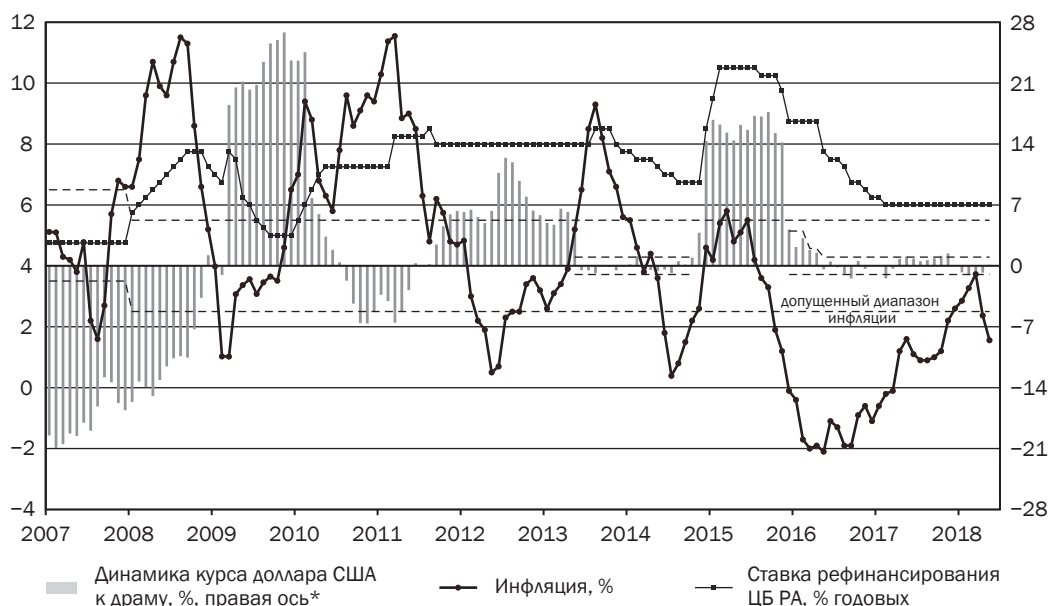
Соответствие свойствам 1 и 3 или 4 или 5 по выпущенным облигациям либо свойству 7 по привлеченным средствам в иностранной валюте уменьшает норматив до одной восьмой части базового значения. Соответствие свойствам 2 или 4 по выпущенным облигациям либо свойству 6 по привлеченным средствам в иностранной валюте уменьшает норматив до одной четвертой части базового значения.

В том, что касается фондирования в иностранной валюте, возможности уменьшения нормативов обязательных резервов стимулируют банки размещать займы или получать финансирование из наиболее надежных внешних источников на межбанковском рынке на большие сроки, но предпочтительно не более четырех лет. Размещать займы на срок более четырех лет, как и привлекать фонды от надежных иностранных партнеров на срок от двух лет, выгоднее в драмах.

Рыночные инструменты денежно-кредитной политики не предназначены каждый в отдельности для воздействия на уровень долларизации (этот эффект может достигаться напрямую только дифференциацией нормативов обязательных резервов, представляющих собой нерыночный инструмент). Цель политики в формате таргетирования инфляции заключается в том, чтобы снизить и стабилизировать инфляцию и инфляционные ожидания. Это способствует укреплению доверия к национальной валюте и ее привлекательности в глазах населения. Ключевое значение для достижения этой цели, для передачи сигналов политики, имеет механизм управления ликвидностью банковской системы, состоящий из набора рыночных инструментов, посредством которых рыночная процентная ставка поддерживается вблизи целевого значения. Развитый, отвечающий идеальному образцу инструментарий в Армении контрастирует с довольно слабыми результатами, которые ЦБ РА демонстрировал в контроле над инфляцией. За все время после 2006 г. ее нахождение в допущенном диапазоне выглядело скорее случайностью, чем закономерностью (рис. 2).

Это свидетельствует в первую очередь о слабой трансмиссии сигналов ДКП. Необходимо отметить, что на момент перехода ЦБ РА к таргетированию инфляции в 2006 г. отношение внутреннего кредита, предоставленного экономике банковским сектором, к ВВП составляло в Армении меньше 10 %. В отсутствие крупного рынка ценных бумаг по сути единственным действующим каналом оставалась передача сигналов через валютный курс (этим объяснялось отлагательство с переходом к режиму плавающего курса драма) [2].

Ставка рефинансирования ЦБ РА, инфляция и динамика курса доллара США к драму



* Значения > 0 означают укрепление доллара США, < 0 — ослабление.
 Источники: рассчитано авторами по данным ЦБ РА, Статистического комитета РА.

Передаче сигналов политики ЦБ РА пока недостает четкости. С 2006 г. периодически наблюдалась нетипичная для управления ликвидностью банковской системы ситуация, когда ЦБ РА предоставлял ликвидность в ходе операций на открытом рынке и в то же время абсорбировал ее через депозитный инструмент постоянного действия. Это говорит о систематическом избытке ликвидности. В некоторых случаях ЦБ РА переходил к передаче сигналов с опорой на процентные ставки по инструментам постоянного действия. Такая ситуация сложилась на рубеже 2014–2015 гг., когда тем самым сдерживался ажиотажный спрос на ликвидность для покупки иностранной валюты (шок был вызван девальвацией российского рубля). Она прослеживается и в структуре операций ЦБ РА в 2016–2017 гг., когда банковская система находилась в состоянии структурного профицита вследствие выполнения банками требования регулятора по увеличению капитала с 1 января 2017 г. (повлияло и снижение норматива обязательных резервов). При таком подходе рыночная ставка вместо того, чтобы стремиться к ключевой ставке, отклоняется к границам интервала ставок по инструментам постоянного действия (не всегда симметричным относительно ключевой ставки). В определенном смысле это может помочь: например, если стоимость ресурсов на денежном рынке стремится к ставке по депозитному инструменту ЦБ РА, усиливается стимулирующий сигнал, при том что ставка рефинансирования постоянно поддерживается на высоком реальном уровне. Тем не менее сигналы ДКП размываются (рис. 3).

И наконец, но не в последнюю очередь, препятствием для передачи сигналов ДКП через процентную ставку является долларизация. За время после перехода ЦБ РА к таргетированию инфляции объем кредитного рынка в Армении значительно вырос (хотя и сейчас он еще только приближается к 50 % ВВП).

Рисунок 3

Процентные ставки ЦБ РА (процент годовых) и операции по предоставлению (+) и абсорбированию (-) ликвидности, млрд драмов



Источник: рассчитано авторами по данным ЦБ РА.

Но это рынок, разделенный на два сопоставимых сегмента — назовем их «национальный» и «валютный». То же касается и депозитного рынка. В этих сегментах сигналы, передаваемые ЦБ РА через процентную ставку, вызывают асимметричные реакции. Выше упоминалось, что ЦБ РА постоянно поддерживает свои ставки на высоком уровне в реальном выражении. Тем самым обеспечивается относительная привлекательность депозитов в национальной валюте. Но по той же причине кредиты в ней дороги для экономики, уступают в привлекательности валютным кредитам. Это одна из причин слабой кредитной экспансии, тормозящей экономический рост.

Для банков, значительная часть ресурсной базы которых складывается из валютных пассивов, кредитование резидентов в валюте не является надежным средством хеджирования. Девальвация может сделать невыполнимыми валютные обязательства тех заемщиков, у которых нет постоянного источника доходов в иностранной валюте. Банковская система долларизованной экономики зависима от курсовых колебаний. Повышение доли просроченных долгов в кредитном портфеле банков в Армении наблюдалось в связи с курсовыми шоками как в 2008–2009 гг., так и в 2014–2015 гг. Несмотря на официальный режим плавающего валютного курса, в Армении, по нашему мнению, довольно отчетливо проступает феномен, называемый в экономической литературе «страхом перед свободным плаванием» (*fear to float*). Если экономические субъекты не ощущают полной свободы рыночного курсообразования, то они больше ориентируются на эквивалент внутренних цен в твердой валюте, чем на альтернативную стоимость национальных денег — процентную ставку, особенно в зависимой от импорта экономике; передаваемые ее изменениями сигналы слабо действуют на инфляцию. Долларизация как фактор, препятствующий полноценной передаче сигналов ДКП через процентную ставку, отмечалась и в публикациях специалистов самого ЦБ РА [3].

СТРУКТУРНЫЕ ФАКТОРЫ ДОЛЛАРИЗАЦИИ И ЗНАЧЕНИЕ СТРУКТУРНОЙ ПОЛИТИКИ

Уровень финансовой долларизации в Армении остается высоким, хотя страна применила традиционно рекомендуемые для дедолларизации средства. Инфляция низкая

(с середины 2016 г. — в диапазоне годовых темпов от $-1,4$ до $1,4$ %, в среднем вблизи нулевого значения). Дифференциал между нормативами обязательных резервов для национальной и иностранной валюты — девятикратный. Значительно увеличен капитал банковской системы. Действует лимит открытой валютной позиции банков; улучшен механизм мониторинга их курсового риска. Максимальный размер гарантируемого системой страхования вкладов депозита в валюте вдвое меньше, чем депозита в драмах [4].

Причиной задержки дедолларизации в подготовленной к ней экономике может служить так называемый эффект гистерезиса, подразумевающий неодинаковую эластичность некоторых экономических показателей при изменении в разных направлениях (росте или снижении). В теории причинами гистерезиса считаются эффект сетевых экстерналий (привычка экономических субъектов к иностранной валюте) и девальвационные ожидания. Практических доказательств гистерезиса нет. Однако проводившиеся в России исследования методом контрфактических симуляций процессов долларизации и дедолларизации математически подтвердили, что снижение доли валютных депозитов происходит медленнее, чем повышение [5].

Решение проблемы гистерезиса — преодоление инерции. Приведем пример. Центральный банк Перу (страны, где также были применены многие средства, которые теоретически подготавливают почву для дедолларизации) в 2013 г. начал проводить политику косвенного принуждения. Был определен базовый уровень требований банков по кредитам в иностранной валюте (исключая кредиты для внешней торговли) — в размере, наблюдавшемся в начале года. Для каждого отдельного банка его превышение более чем на 5 % приводило к увеличению норматива обязательных резервов по обязательствам в иностранной валюте на 1,5 п. п., а превышение более чем на 10 % — к увеличению на 3 п. п. (при этом в Перу, как и в Армении, действуют дифференцированные нормативы для национальной и иностранной валют).

В 2014 г. Центральный банк Перу усилил давление, потребовав сокращения на 5 % требований по кредитам в иностранной валюте относительно их величины по состоянию на сентябрь 2013 г. (за исключением внешнеторговых кредитов, а также кредитов со сроками более четырех лет и суммой от \$10 млн). В противном случае к банкам предъявлялись дополнительные резервные требования в размере, пропорциональном разнице между фактическим и целевым размером его требований по валютным кредитам. Условия стали еще жестче с декабря 2015 г., когда банкам было предписано во избежание дополнительных резервных требований сократить остаток по валютным кредитам не менее чем на 10 % от его размера в сентябре 2013 г.

Эффект принуждения оказался очень сильным. Банки сократили портфель валютных кредитов даже больше, чем требовалось, причем особенно в наиболее долларизованных сегментах кредитного рынка Перу — ипотечном и автомобильном кредитовании [6].

Оставляя за скобками расширенное содержание этого примера (инструменты помощи банкам, которые оказались в короткой позиции в долларах и нуждались в долгосрочных источниках фондирования в национальной валюте), перейдем сразу к вопросу о том, могут ли подобные меры принести желаемый результат в Армении. Мы не уверены в этом, принимая во внимание структурные причины, которые стоят за долларизацией. Скорее они, а не фактор гистерезиса объясняют ее сохраняющийся высокий уровень.

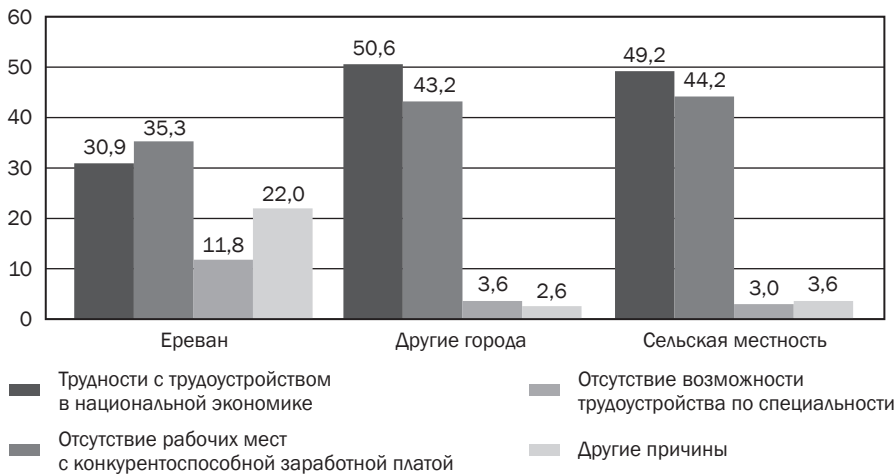
Страна зависит от импорта. Ввезенные товары составляют до 40 % продаж внутренним потребителям. При аграрно-сырьевом профиле экспорта число конкурентоспособных товаров невелико: это алкогольно-табачная продукция, медь и медный концентрат, алмазы и электроэнергия, в избытке производимые в Армении. Поставки сконцентрированы на ограниченном числе внешних рынков назначения. В 2016 г. Армения экспортировала товары примерно в 100 стран, импортировала примерно из ста шестидесяти. Торговый баланс складывается с систематическим профицитом.

Основная часть добавленной стоимости в экономике страны формируется в секторе неторгуемых товаров со свойственной ему статичной производительностью. Почти три четверти валовой добавленной стоимости — услуги и аграрный сектор. Обращает внимание низкий вес оплаты труда наемных работников в структуре валовой добавленной стоимости по источникам формирования доходов. В большинстве отраслей он меньше 50 %, во многих — меньше 40 %, а в ведущем по размерам добавленной стоимости аграрном секторе составляет лишь немногим более 15 %⁶.

Низкая оценка стоимости труда выражается в среднем уровне номинальной заработной платы в Армении, не превышающем в эквиваленте \$350–400 в месяц. В сочетании с высоким уровнем официальной безработицы это ставит население в зависимость от доходов, получаемых в результате трудовой миграции, преимущественно в Россию (рис. 4) [7].

Рисунок 4

**Причины трудовой миграции из Армении
(процентное распределение ответов по данным опроса)**



Источник: [7].

Выше мы уже говорили о том, насколько велика, по-видимому, доля денежных переводов из-за рубежа в доходах армянских домохозяйств. Чистые поступления иностранной валюты по текущим операциям за счет доходов от оплаты труда и личных трансфертов, пересылаемых мигрантами, для Армении служат главным ресурсом, уравновешивающим, но не полностью, встречный отток чистых платежей за импорт. Это — мотив для резидентов страны хеджировать свои риски владением активами в иностранной валюте, размещая ее в Армении или на зарубежных банковских счетах, откуда она впоследствии может быть востребована. Отметим, что основной объем трансграничных денежных переводов физических лиц в Армению — от 60 до 75 % — поступает из России; благосостояние населения в Армении (потенциал потребления) зависит от делового цикла в российской экономике и устойчивости рубля.

Армения сделала выбор в пользу открытого валютного законодательства и отказа от привязки к курсовому «якорю», которая к тому же при нынешней обстановке в глобальной экономике угрожает сильными шоками извне. Для того чтобы в полной мере реализовать выгоды этого выбора, необходимо фактически отдать формирование валютного

⁶ Данные Статистического комитета Республики Армения за 2016 г. URL: www.armstat.am.

курса на волю исключительно рыночных сил и взять инфляцию под контроль, достигаемый через процентную ставку. Это, как мы видим, проблематично в условиях долларизации. Ее причины имеют структурный характер. Поэтому приверженность сделанному выбору объективно ставит страну перед необходимостью структурных изменений с целью создания конкурентоспособного уровня оплаты рабочих мест во внутренней экономике, развития ее экспортного потенциала.

Результатом должно стать повышение монетизации, которое ошибочно ставить в прямую зависимость от объема денежной массы в национальной валюте без учета производительности труда. В удовлетворительно монетизированной экономике экономические субъекты увереннее чувствуют себя в «среде» национальной валюты. Монетизация ВВП в Армении по данным Всемирного банка за 2016 г. составляет 43 % по сравнению с примерно 60 % в России, 90 % в США и более 200 % — в Китае⁷.

Структурные изменения, способствующие дедолларизации, — это очень обширная и многогранная повестка, охватывающая, к примеру, проблемы рыночной конкуренции и монополий. В нынешнюю среднесрочную программу национального развития Армении заложен большой комплекс мер, в том числе приводящих к созданию условий для дедолларизации. Среди прочих — развитие рынка корпоративных ценных бумаг, что принесет дополнительные преимущества, обогащая каналы трансмиссии сигналов ДКП.

Библиография / References

1. Galindo A., Leiderman L. Living with Dollarization and the Route to Dedollarization. Inter-American Development Bank Research Department. Working Paper no. 526, 2005. Available at: https://www.econstor.eu/bitstream/10419/87952/1/idb-wp_526.pdf.
2. Восканян М. А. Денежно-кредитная политика ЦБ РА: 20 лет реформ / Сборник статей международной конференции, посвященной 500-летию книгопечатания в Армении и 65-летию СНО ЕГУ. 5 — Гуманитарные науки (Экономика, социология). Ереванский государственный университет, Студенческое научное общество. Ереван: Издательство ЕГУ, 2013. С. 243–250. URL: http://www.y-su.am/files/UGY_65-5_243-250.pdf [Voskanyan M. A. Monetary Policy of the Central Bank of Armenia: 20 Years of Reform / Collection of Articles of the International Conference Dedicated to the 500th Anniversary of Typography in Armenia and the 65th Anniversary of the YSU SSS. 5 — Humanities (Economics, Sociology). Yerevan State University, Student Scientific Society. Yerevan. YSU Publ., 2013, pp. 243–250. Available at: http://www.y-su.am/files/UGY_65-5_243-250.pdf (In Russ.)].
3. Sargsyan H. Monetary Policy Transmission Mechanism In Low Income Inflation Targeting Countries; Case of Armenia. *International Academic Research Journal of Economics and Finance*, 2017, vol. 5 iss. 1, pp. 14–33.
4. Rodriguez P., Manookian A., Janvelyan V., Rozenov R. Republic of Armenia: Selected Issues. IMF Country Report, 2015, no. 15/66. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr1566.pdf>.
5. Крупкина А., Пономаренко А. Долларизация депозитов в странах с формирующимися рынками: «эффект храповика» / Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях. 2015. № 7. URL: http://www.cbr.ru/Content/Document/File/16734/wps_7.pdf [Krupkina A., Ponomarenko A. Deposit Dollarization in Emerging Markets: Modelling the Hysteresis Effect / Bank of Russia. Working Paper Series, 2015, no. 7. Available at: http://www.cbr.ru/Content/Document/File/16685/wps_7_e.pdf (In Russ.)].
6. Castillo P., Vega H., Serrano E., Burga C. De-dollarization of credit in Peru: the role of unconventional monetary policy tools. Banco Central de Reserva del Peru. Working Paper Series, 2016, no. 2016-002. Available at: <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Documentos-de-Trabajo/2016/documento-de-trabajo-02-2016.pdf>.
7. Minasyan A., Poghosyan A., Hakobyan T., Hansilova B. Labor Migration from Armenia in 2005–2007: a Survey. Yerevan: ASOGHIK Publ., 2007. Available at: <https://www.osce.org/yerevan/29221?download=true>.

⁷ The World Bank / Data bank. URL: <http://databank.worldbank.org/data/home.aspx>.

V. Y. Cherkasov, J. A. Maklakova

Dollarization in Armenia: Structural Causes and Evolution of Monetary Policy

Authors' affiliation:

Vsevolod Y. Cherkasov (e-mail: vcherkasov@nifi.ru), ORCID 0000-0001-5782-4754, Financial Research Institute, Moscow 127006, Russian Federation

Julia A. Maklakova (e-mail: maklakova@nifi.ru), ORCID 0000-0003-1511-7191, Financial Research Institute, Moscow 127006, Russian Federation

Abstract

The article considers financial dollarization as one of the distinctive features of the Armenian economy. During the time of currency sovereignty, the country systematically pursued a policy of dedollarization. Various traditionally recommended tools have been applied, including legislative measures, stabilization of domestic prices, differentiation of required reserve ratios and deposit guarantees. Nevertheless, the level of dollarization remains high. The article analyzes its structural causes (labor migration, diaspora, persistent trade deficit). The structural policy gap affects the effectiveness of monetary policy in Armenia conducted within inflation targeting framework, which detailed review is also given in the article. The authors assume that targeted measures toward dedollarization should be supported by comprehensive policy of the Armenian economy competitiveness increase as envisaged by the ongoing medium-term program of national development.

Keywords:

Armenia, dollarization, structural causes, central bank, exchange rate, monetary policy, tools, minimum reserve requirements

JEL: E52, F31

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-4-62-75>