

ПРОБЛЕМЫ И ПУТИ ОБЕСПЕЧЕНИЯ НЕИНФЛЯЦИОННОЙ МОНЕТИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ

Актуальной проблемой для стран с переходной экономикой, и для Армении в частности, является проблема неинфляционного повышения уровня монетизации экономики. Необходимым условием неинфляционной монетизации, по нашему мнению, является комплексное развитие институтов финансового посредничества. В условиях отсутствия развитого финансового сектора, способного перераспределять денежные потоки в инвестиции и, в особенности, долгосрочные инвестиции, дополнительная денежная масса попадает на рынок потребления, увеличивая совокупный спрос и стимулируя рост инфляции. По нашему мнению, решением этой проблемы выступает институциональное развитие финансового сектора.

Ключевые слова: инфляция, монетизация, институциональные реформы, финансовый сектор.

Основным показателем, характеризующим предложение денег в экономике по отношению к сложившемуся предложению товаров и услуг, является показатель монетизации экономики. Проведенный нами межстрановой анализ показал, что страны, которые имеют высокий уровень монетизации, отличаются более высоким подушевым национальным доходом (см. рис. 1). Следовательно, чем больше показатель монетизации, тем больший объем денег циркулирует в экономике, но это не означает, что если экономика насыщена деньгами, то уровень цен тоже должен быть высоким. Уровень цен в основном зависит от изменения денежной массы, которая не обеспечивается соответствующим ростом предложения товаров и услуг.

Если сравнивать уровень монетизации экономики Армении с аналогичным показателем по странам с переходной экономикой, то можно заметить, что в Армении данный показатель в среднем составляет чуть выше 14 %, уступая не только странам Балтии, где он составляет в среднем 32 %, Китаю – 104 %, Южной Корее – 45 %, России – 33,4 %, Казахстану – 26,6 %, но и многим малым странам с переходной экономикой (рис. 1), т. е. по уровню монетизации экономики Армения отстает от многих развивающихся и переходных стран.

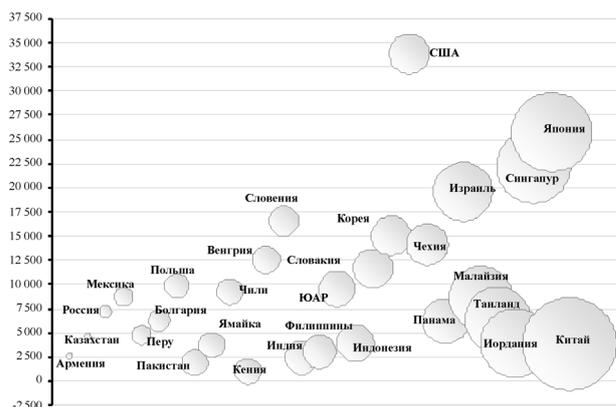


Рис. 1. Уровень монетизации по странам и ВВП на душу населения *

Вместе с тем, по причине слабой развитости финансового сектора неизбежный рост монетизации в Армении ведет к росту инфляции, поскольку в странах с менее развитым финансовым сектором наиболее используемым средством сбережений и расчетов среди финансовых активов являются наличные деньги (включая иностранную валюту), а финансовые инструменты, способные поглощать излишнюю денежную массу, отсутствуют. Именно поэтому на современном этапе экономического развития в странах с переходной экономикой одной из на-

* Источник: Составлен и рассчитан автором по данным Всемирного банка – World Bank: World Development Indicators, 2007 – <http://devdata.worldbank.org/dataonline/>.

иболее актуальных проблем является необходимость поиска путей неинфляционного повышения уровня монетизации экономики.

Наши исследования показали, что в тех экономиках, где динамика денежной массы в значительной степени определяется изменением показателей «узких денег», и, следовательно, складывается низкий уровень монетизации, динамика инфляции напрямую зависит от роста денежной массы. При этом если учесть, что в таких странах, в принципе, причиной низкой монетизации является недостаточная развитость финансового посредничества, то можно отметить, что несовершенные финансовые институты не в состоянии способствовать увеличению денежной массы без значительного роста инфляции. Верно также обратное суждение – наличие развитого финансового сектора позволяет добиться увеличения денежного предложения без повышения уровня цен. Иными словами, «качественный»¹ рост монетизации не ведет к инфляции.

В целях большей уверенности в полученных выше результатах нами был проведен регрессионный анализ зависимости между ростом разницы денежных агрегатов М2-М1, М3-М2 и ростом инфляции, результаты которого показали, что корреляция индекса потребительских цен с разницей денежных агрегатов М2-М1 намного сильнее (коэффициент корреляции = 0,8, $R^2 = 0,6$, $P\text{value} = 1,53E-16$), чем с М3-М2 (коэффициент корреляции = 0,05, $R^2 = 0,003$, $P\text{value} = 0,7$). А подтверждение значимости наличия развитой системы финансового посредничества для достижения неинфляционной монетизации экономики получено благодаря выявлению механизмов и каналов передачи импульсов от денежного рынка к рынку товаров и услуг, нарушение равновесия между которыми в краткосрочном и среднесрочном периодах корректируется изменением уровня цен. Если в экономике совокупный спрос в значительной степени определяется уровнем расходов на конечное потребление, а валовые национальные сбережения находятся на низком уровне (в некоторых странах могут быть также и отрицательные, например в Армении до 2002 г.), то увеличение денежного предложения (монетизации) непосредственно будет приводить к росту инфляционного давления на потребительский рынок. Но если в экономике существует развитый рынок долгосрочных финансовых инструментов и высокая мотивация к инвестированию, то рост денежного предложения (монетизации) будет отчасти распределяться посредством финансовых рынков, что обеспечит неинфляционное увеличение монетизации.

В результате анализа отмеченных макроэкономических показателей нами была выявлена значительная и устойчивая (significant and sustainable) связь между уровнем сбережений (в процентах к ВВП) и капитализацией экономики (коэффициент корреляции 0,63, $R^2 = 0,45$, значимость на 1 %-м уровне), т. е. чем выше уровень сбережений, тем выше капитализация фондового рынка. Идентичная зависимость наблюдается также между капитализацией экономики (в процентах к ВВП) и уровнем монетизации (коэффициент корреляции 0,67, $R^2 = 0,46$, значимость на 1 %-м уровне). Следовательно, в тех странах, где уровень сбережений выше, можно утверждать, что уровень капитализации и монетизации также высок.

Таким образом, если в экономике финансовые ресурсы в относительно большей степени направляются на сбережения, чем на потребление, то рынок капитала, обеспечивая реализацию принципа межвременного предпочтения (intertemporal preferences), не позволяет этим денежным средствам создавать инфляционное давление на рынке товаров и услуг, перенаправляя их в реальный сектор.

Развитый рынок капитала должен обеспечивать, во-первых, реализацию принципа межвременного предпочтения (intertemporal preferences), а во-вторых, передачу финансовых ресурсов от домашних хозяйств реальному сектору, т. е. диверсификацию процесса монетизации.

Итак, можно заметить, что страны, отличающиеся более развитыми финансовыми рынками, обладают высоким уровнем монетизации, и поэтому в структуре денежного предложения этих стран доминируют долгосрочные финансовые инструменты. Необходимо заметить, что в этих странах также наблюдается более низкая инфляция, чем в экономиках с недостаточно развитыми финансовыми рынками.

¹ Под «качественным» ростом мы подразумеваем рост монетизации за счет увеличения среднесрочных и долгосрочных активов в структуре денежного предложения.

Табл. 1, составленная нами по статистическим данным ВБ (Индикаторы мирового развития), позволила также выявить закономерность, согласно которой наблюдается повышение уровня монетизации и капитализации экономики на фоне низкой инфляции по мере повышения уровня подушевого национального дохода. Такая закономерность, бесспорно, может являться также доказательством того, что безусловным фактором повышения уровня богатства страны в долгосрочном периоде является наличие неинфляционной среды повышения уровня монетизации экономики, следовательно, формирование эффективного финансового посредничества.

События последних лет, происходящие в экономике ряда переходных стран, в частности, волатильность и резкое укрепление курса национальных валют по отношению к доллару США, нестабильность инфляционных ожиданий и др., указывают на необходимость развития механизмов и инструментов финансового рынка, что позволит наиболее эффективно распределять финансовые ресурсы, а также обеспечивать неинфляционное повышение уровня монетизации в экономике.

В экономике Армении за последние несколько лет наблюдается наиболее резкое, по сравнению с другими странами, укрепление национальной валюты по отношению к иностранным валютам (за последние 3 года ревальвация армянского драма по отношению к доллару США составила более 50 %), и данное обстоятельство со стороны денежных властей объясняется, в основном, притоком в экономику больших объемов финансовых средств. При этом приводится аргумент, согласно которому стерилизация иностранной валюты со стороны ЦБ РА приведет к значительному увеличению драмовой составляющей денежной массы и, следовательно, к высоким инфляционным рискам. В этом контексте, действительно, у ЦБ нет эффективных инструментов проведения денежно-кредитной и валютной политики, поскольку на денежном рынке отсутствуют адекватные финансовые инструменты. Кроме того, по причине отсутствия развитых институтов финансового посредничества и инструментов накопления сбережений и откладывания спроса, а также долгосрочных инвестиционных вложений, основная часть внешних финансовых поступлений, не говоря уже о внутренних доходах населения, направляется непосредственно на потребительский рынок, вызывая значительное инфляционное давление. А расширение денежной массы, как было сказано выше, напрямую влияет на уровень цен.

Таблица 1

Показатели монетизации, капитализации и инфляции по странам, 2005 г. *

Классификация стран по ВНД на душу населения по атлас-методу за 2005 г. (в текущих долларовых ценах)	Количество наблюдений (89 стран)	ВНД на душу населения. Атлас-метод (в текущих долларах США)	Монетизация (ликвидные обязательства (МЗ) в % к ВВП)	Рыночная капитализация зарегистрированных компаний (% к ВВП)	Внутренние кредиты, выданные банковским сектором (% к ВВП)	Индекс потребительских цен (годовой %)
Страны с высоким уровнем дохода, 10,726 \$ и более	13	33 725,4	88,1	127,6	132,7	1,8
Страны с доходом выше среднего, 3,466–10,725 \$	23	6 337,8	54,2	50,1	51,1	5,9
Страны с доходом ниже среднего, 876–3,465 \$	32	2 151,6	49,0	43,0	43,8	5,6
Страны с низким уровнем дохода, 875 \$ и меньше	21	471,0	37,4	29,6	31,7	8,7
Армения	-	1 470,0	16,3	0,9	8,6	0,6

* Таблица составлена и рассчитана автором по данным Всемирного банка – World Bank: World Development Indicators, 2007: <http://devdata.worldbank.org/dataonline/>.

Обратимся к классическим примерам, таким как рост производительности и доходов, а также улучшение условий торговли, которые могут быть причинами укрепления национальной валюты, а затем перейдем к рассмотрению специфических явлений, характерных переходным экономикам и, в частности, Армении.

На динамику валютного курса может воздействовать **повышение производительности**. Например, увеличение относительной производительности в секторе торгуемых товаров (tradables) неизбежно ведет к увеличению относительных цен в секторе неторгуемых товаров (nontradables), что вносит свой вклад в удорожание реального курса отечественной валюты. По показателю производительности, рассчитанному как отношение ВВП к численности занятых в экономике, в Армении наблюдается следующая тенденция: замедление темпов роста производительности с 27,6 % в 1996 г. до 7,4 в 1997 г., затем в 1998 г. наблюдается 18,5 %-й рост, а в 1999 г. производительность почти не изменяется. Однако в дальнейшем производительность неуклонно возрастает, превышая каждый раз показатель роста предыдущего года вплоть до 2002 г., после чего опять замечается некоторое замедление темпов роста производительности в 2003 г., но уже на следующий год показатель роста достигает своего рекордного значения, превысив аналогичный показатель 1996 г. на 3 процентных пункта. Если же рассмотрим реальное поведение курса драм/доллар на этом же промежутке времени, то обнаружим, что в интервале 1996–2000 гг. поведение курса «зеркально» повторяет траекторию роста производительности, т. е. при замедлении темпов роста производительности реальная ревальвация драма ускоряется, и, наоборот, при ускорении темпов роста производительности наблюдается замедление темпов ревальвации. Однако после 2000 и до 2003 г. эта зависимость нарушается, и, несмотря на то, что в этот период рост производительности то замедляется, то ускоряется, тем не менее, на валютном курсе это не находит отражения. Видимо, это связано с тем, что на этом промежутке времени инфляция была стабильно низкой, и даже наблюдалась некоторая дефляция (в 2000 и 2002 г.). Но с 2003 г. зависимость валютного курса от производительности возобновляется, причем ускорение роста производительности на один процентный пункт сопровождается несравненно большим ростом темпов укрепления национальной валюты, чем это было в предыдущие периоды. Например, в 2005 г. прирост производительности составил 3,7 процентных пункта, тогда как ревальвация превысила аналогичный показатель предыдущего года на 14,5 %. Это свидетельствует о том, что причиной укрепления драма не может являться только увеличение производительности и доходов населения, и что этот процесс значительно зависит от каких-то других факторов.

Таким образом, более высокая производительность означает рост доходов на душу населения, увеличение цен и уменьшение покупательной способности денег. Безусловно, существует связь между реальным укреплением национальной валюты и ростом доходов на душу населения: чем богаче страна, тем сильнее ее валюта. Однако ревальвационные процессы, происходящие на протяжении последних четырех лет в РА нельзя связывать только лишь с увеличением темпов роста производительности, так как это увеличение не связано с улучшением качественных показателей в экономике и темпы прироста производительности не соответствуют столь резким и значительным темпам ревальвации.

Условия торговли – это соотношение экспортных и импортных цен, и в этом отношении в Армении ситуация относительно улучшилась начиная с 2004 г. Это связано, в первую очередь, с повышением мировых цен на металлы (медь, молибден и др.) и драгоценные камни, которые занимают значительную долю в статьях армянского экспорта. Экспортная выручка, в основном, выражается в долларах, поэтому можно заключить, что благоприятные условия внешней торговли оказывают определенное воздействие на укрепление национальной валюты. Уже в 2006 г. темпы роста экспорта сократились, а в ряде отраслей был зафиксирован спад, так, например, спад наблюдается в экспорте отраслей драгоценных и полудрагоценных камней и металлов, недрагоценных металлов, пищевой продукции и текстиле соответственно на 4,7, 12,7, 1,6, 4 %. И одним из основных факторов такого ухудшения ситуации в экспорте является именно ревальвация армянского драма. Более того, импорт в РА по-прежнему значительно превышает экспорт, и в 2006 г. торговый дефицит составил уже 1,2 млрд долларов США. Это ослабляет вли-

яние фактора увеличения экспорта как аргумента, объясняющего ревальвационные процессы в Армении. Кроме того, недиверсифицированная структура армянского экспорта делает торговый баланс зависимым от внешних шоков, которым подвержены отдельные отрасли промышленности. Следовательно, укрепление национальной валюты не было вызвано улучшением условий торговли.

Недавние исследования ЦБ РА показали, что около 37 % семей в Армении регулярно получают денежные переводы от своих родственников, находящихся за границей. Причем доля этих поступлений в доходах этих семей составляет от 25 до 80 %, что свидетельствует о значительной степени зависимости экономики РА от **частных иностранных трансфертов**. В соответствии с данными, опубликованными ЦБ РА, приток частных иностранных трансфертов по итогам 2006 г. составил более 1,2 млрд долларов США (более 18 % к ВВП). По состоянию на январь–август 2007 г. эта сумма составила уже более 1,1 млрд долларов США. Причем размер поступающих через банковскую систему частных иностранных трансфертов намного превышает данные платежного баланса РА относительно их величины. Это можно объяснить следующим образом: либо данные, вычисленные при составлении платежного баланса, были рассчитаны остаточным методом, для того чтобы не осталось «пробелов», создаваемых теневым сектором экономики РА (в частности, сокрытие импорта); либо данные ЦБ переоценены из-за нарушения в классификации коммерческих и некоммерческих переводов; либо переводы через банковскую систему включают капитальные трансферты граждан, которые направляются на приобретение недвижимого имущества. Наиболее возможными представляются два последних варианта, так как намного дешевле осуществить некоммерческий перевод, поэтому зачастую коммерческие переводы оформляются как некоммерческие, т. е. не превышающие 20 000 долларов США. Эти переводы могут оформляться на физических лиц, резидентов РА, и могут посылаться частями, для того чтобы сократить комиссионные расходы. Кроме того, несоответствия могут возникнуть при переводе денег для покупки недвижимости. Когда нерезидент высылает деньги резиденту для того, чтобы последний мог приобрести на них недвижимость для себя, то такой перевод может быть рассмотрен как капитальный, и он составляет часть общих переводов. Но если нерезидент высылает эти деньги для покупки недвижимости для себя же, то это должно быть классифицировано в качестве прямых иностранных инвестиций. Второй вариант также может иметь место, так как обороты «теневое» сектора Армении действительно очень велики. Это усугубляется еще и наличием большого числа пунктов обмена валюты, которые, в значительной степени, способствуют поступлению незаконных валютных средств в экономику Армении. Для обеспечения прозрачности совершаемых операций необходимо полностью передать функции обменных пунктов банковской системе, т. е. только коммерческим банкам должно быть разрешено повсеместно, конечно, в соответствии с установленными требованиями, открывать свои офисы и пункты, которые будут осуществлять также и валютнообменные операции.

Тем не менее, каковыми бы ни были причины несоответствий данных платежного баланса и ЦБ РА, неоспорим тот факт, что объемы денежных переводов в РА значительно возрастают из года в год. Это дает нам основание утверждать, что резкое укрепление драма происходит, в первую очередь, именно в результате повышения потоков частных трансфертов из-за границы. Кроме того, считается, что дополнительная валюта поступает в РА также в результате увеличившегося притока в страну туристов.

Таким образом, частные иностранные трансферты, поступающие в иностранной валюте, увеличивают спрос на драмы и, тем самым, оказывают непосредственное влияние на ревальвацию. Однако, составляя значительную долю доходов семей, опирающихся на иностранные трансферты, они повышают также внутренний спрос на товары и услуги в результате возросшей платежеспособности населения. В краткосрочном периоде это будет оказывать положительное влияние на рост ВВП, а в долгосрочном периоде стабильный рост могут обеспечить только те денежные поступления, которые будут носить характер инвестиций, а не те, которые просто расширяют потребительский спрос. Кроме того, размеры и стабильность частных иностранных трансфертов зависят, в первую очередь, от макроэкономического состоя-

ния стран, из которых они поступают, что делает их подверженными внешним экономическим и политическим шокам. Наибольшая доля денежных переводов осуществляется из России (72 %) и США (14 %).

Итак, рост частных иностранных трансфертов тесно коррелирует с ростом ВВП России (коэффициент корреляции ориентировочно равен 0,6). Согласно данным ЦБ РА, около 90 % денежных переводов в 2005 г. были произведены в долларах, тогда как только 7 % были получены в российских рублях, а остальные 3 % – в евро. Таким образом, это вносит значительный вклад в укрепление драма по отношению к доллару. Кроме того, из-за несовершенства финансового сектора РА, частные трансферты, минуя банковскую сферу и финансовый рынок, попадают сразу на потребительский рынок, создавая инфляционные давления. По расчетам ЦБ РА 76,1 % всех поступивших в 2005 г. трансфертов было направлено на текущее потребление, а на сбережение – только 1,1 %.

На колебания обменного курса в значительной степени могут воздействовать также ожидания экономических субъектов, которые, предвидя дальнейшее падение обменного курса доллара, спешат перевести свои долларовые сбережения в драмы или другие активы. В данном случае эти ожидания, носящие ажиотажный характер, существенным образом могут воздействовать на структуру сбережений и расходов населения, что и может являться причиной падения обменного курса.

Итак, основываясь на представленных данных, можно отметить, что значительную роль в укреплении национальной валюты играют частные иностранные трансферты, которые, в основном, не основываются на экономическом потенциале страны, а являются экзогенным фактором роста, являющимся также источником значительного внешнего риска для экономики Армении. По нашему мнению, в экономике Армении уже наличествуют симптомы так называемой «голландской болезни».

Классический случай «голландской болезни» – это негативный эффект, оказываемый укреплением реального курса национальной валюты на экономическое развитие в результате бума в добывающем секторе. Бум может быть вызван открытием месторождений полезных ископаемых или ростом цен на экспорт добывающих отраслей.

Но эта болезнь может проявляться не только в связи с зависимостью страны от экспортируемых природных ресурсов, но и в случае, например, поступления международной помощи в бедные страны или вследствие большого потока частных иностранных трансфертов. И в этом контексте можно сказать, что Армению также поразила «голландская болезнь», которая характеризуется следующими симптомами:

- увеличение иностранных денежных потоков и, следовательно, увеличение денежной массы в стране;
- повышение инфляционных рисков: как в результате увеличения денежной массы, так и за счет роста спроса в секторе неторгуемых товаров (в первую очередь, услуг), происходящего вследствие увеличения доходов населения;
- реальное укрепление национальной валюты, вследствие чего снижается конкурентоспособность отечественных товаров и происходит их замещение импортными;
- ухудшение состояния платежного баланса вследствие ухудшения конкурентоспособности из-за увеличения импорта и уменьшения экспорта;
- высокая сравнительная инвалютная инфляция, т. е. значительное повышение внутренних цен в пересчете на иностранную валюту, вследствие чего происходит существенное сокращение паритета покупательной способности;
- уменьшение иностранных инвестиций, поскольку в результате зависимости экономики от мировой конъюнктуры у инвесторов существенно возрастают валютные риски.

Все же не всегда увеличение денежных потоков извне проявляется в виде «голландской болезни». Первым условием для того, чтобы рассматривать увеличившуюся денежную массу как один из симптомов «голландской болезни», является *наличие зависимости* экономики данной страны от поступающих денежных средств, а также их *значимость*, т. е. какую долю они занимают во всей совокупности поступающих в экономику средств.

Второе условие, придающее данному явлению характер «болезни», – это неспособность экономики абсорбировать избыточную денежную массу, возникающую в результате денежных инъекций. Эта неспособность обуславливается, в частности, неразвитостью или отсутствием соответствующих финансовых институтов, способных эффективно перераспределять избыточные денежные ресурсы, преобразовать их в долгосрочные финансовые инструменты. Это особенно актуально для развивающихся стран и стран с переходной экономикой. Неразвитость подобных институтов в этих странах позволяет проявляться негативным эффектам в виде повышения инфляции и / или ревальвации национальной валюты.

Еще одним симптомом «голландской болезни» в ресурсонасыщенных странах является перемещение ресурсов из обрабатывающего сектора в добывающий, который создает меньшую величину добавленной стоимости. Кроме того, длительная зависимость экономики от экспорта природных ресурсов ослабляет стимулы для развития обрабатывающих отраслей и создания новых технологий. В отличие от ресурсонасыщенных стран в экономике Армении наблюдается похожая ситуация в финансовом секторе, т. е. именно наличие такой стабильной финансовой подпитки экономики является одной из основных причин недостаточной развитости институтов финансового посредничества («непритока» в этот сектор финансовых ресурсов). Частные трансферты как бы заняли нишу финансовых институтов, которые по определению призваны осуществлять финансирование экономики.

По нашему мнению, решение данной проблемы должно осуществляться в рамках не только макроэкономической политики, но и политики активных структурных преобразований и построения институтов, позволяющих абсорбировать, перенаправлять и эффективно распределять приток избыточных финансовых ресурсов между рынком потребления и реальным сектором экономики. Именно такой подход может привести к формированию условий для неинфляционной монетизации экономики.

Материал поступил в редколлегию 04.12.2007

E. M. Sandoyan

Problems and Ways of Ensuring of Non-Inflationary Monetization of the Economy

The promotion of non-inflationary monetization of economy is an actual problem for countries with transitional economies and for Armenia in particular. As it was shown in this article, the decision of the given problem should be carried out not only within the macroeconomic policy. It is necessary institutional development of financial sector, which allows to absorb, transform and effectively distribute financial resources between the consumption market and real sector of economy. Such approach can lead to formation of the conditions for non-inflationary monetization of the economy.

Keywords: inflation, monetization, institutional reforms, financial sector.