

УДК 33

**НЕИНФЛЯЦИОННАЯ МОНЕТИЗАЦИЯ ЭКОНОМИКИ
КАК ФАКТОР ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ**

© 2008 г.

Э.М. Сандоян, Л.М. Акопян

Российско-Армянский (Славянский) государственный университет, г. Ереван, Армения

EdSandoyan@rau.am

Поступила в редакцию 11.08.2008

Актуальной проблемой для стран с переходной экономикой, и для Армении в частности, является проблема неинфляционного повышения уровня монетизации экономики, важнейшим условием которого должно стать комплексное развитие институтов финансового посредничества, способных перераспределять денежные потоки в инвестиции, и в особенности в долгосрочные инвестиции. Статья посвящена выявлению причин низкого уровня монетизации экономики Армении и путей его преодоления.

Ключевые слова: неинфляционная монетизация экономики, экономическое развитие, Армения.

Эффективность и стабильность денежной системы страны является необходимым условием и гарантией обеспечения долгосрочного экономического развития. В связи с этим количественная оценка способности денежных систем к устойчивой работе и вероятности нарушения стабильности, обоснование на этой основе кратко- и долгосрочных направлений денежно-кредитной политики является достаточно актуальной проблемой практически для всех стран с переходной экономикой.

Актуальность данной проблематики особенно высока для экономики Армении, поскольку у нас существует разрыв между уровнем индустриализации и финансовым потенциалом денежной системы.

Таблица 1, составленная нами по статистическим данным ВБ (Индикаторы мирового развития), позволила выявить закономерность, согласно которой наблюдается повышение уровня монетизации и капитализации экономики на фоне низкой инфляции по мере повышения уровня душевого 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. Из таблицы 1 видно также, что в разных странах с различными уровнями финансового посредничества по-разному проявляется взаимосвязь между монетизацией и инфляцией.

Очевидно, что увеличение узких денежных агрегатов посредством мультипликативного эффекта приводит к увеличению широких денежных агрегатов, и если при этом товарный рынок не расширяется для поглощения «узких» денег, а финансовый рынок не развит и не в состоянии абсорбировать дополнительную (избыточную) монетизацию, то это непосредственно приводит к росту уровня цен в экономике и недофинансированию реального сектора из внешних источников. Но если финансовый рынок достаточно развит, то значительный объем финансовых средств, направлявшихся ранее непосредственно на рынок потребительских товаров и услуг и создававших инфляционное давление, по каналам финансового посредничества будет сберегаться и инвестироваться в реальный сектор.

В целях более обоснованного доказательства данной гипотезы нами был осуществлен анализ зависимости между показателями ВНД на душу населения и структурой монетизации на примере экономик 93 стран мира (табл. 2). Для составления данной таблицы выбранные страны были разделены на группы в соответствии с величиной показателя ВНД на душу населения. В целом можно отметить следующую закономерность. По мере роста уровня ВНД на душу населения КМЗ повышается (см. данные таблицы 2). Его среднее значение для высокоразвитых государств, имеющих уровень ВНД на душу населения более 15 тыс. долларов США, приближается к 95% и в целом по группе не опускается ниже 50%.

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), тыс. долл.	Количество наблюдений (89 стран)	ВНД на душу населения. Атлас-метод (в текущих долларах США)	Монетизация (Ликвидные обязательства (М3), % от ВВП)	Рыночная капитализация зарегистрированных компаний (% от ВВП)	Внутренние кредиты, выданные банковским сектором (% от ВВП)	Инфляция, потребительские цены (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, \$0.876–3.465	32	2 151.6	49.0	43.0	43.8	5.6
Страны с низким уровнем дохода, \$0.875 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

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

Таблица 2

Уровень монетизации экономики по отдельным денежным агрегатам (%) и ВНД на душу населения (тыс. долларов США), среднее значение за 1995–2005 гг.

ВНД на душу населения	M1/ВВП	M2/ВВП	M3/ВВП	Количество стран в группе
До 1 тыс. долл.	14.8	29.0	32.4	39
1–3 тыс. долл.	17.3	43.7	48.7	15
3–8 тыс. долл.	16.3	50.8	55.1	25
8–15 тыс. долл.	26.6	82.6	86.0	8
Свыше 15 тыс. долл.	27.6	89.6	95.2	6

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

Таблица 3

Показатели инфляции за 1994–2005 гг. (2000 г. – 100%)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Азербайджан	17.0	87.2	104.5	108.2	107.5	98.3	100.0	101.5	104.4	106.7	113.9	
Армения	23.9	66.0	78.4	89.3	97.0	102.9	100.0	102.8	100.9	103.7	112.0	112.7
Беларусь	0.3	2.2	3.3	5.5	9.5	37.2	100.0	161.1	229.7	294.9	348.3	384.3
Грузия	19.9	52.2	72.7	77.8	80.6	96.1	100.0	104.6	110.5	115.8	122.4	132.4
Казахстан	16.9	46.6	64.9	76.1	81.6	88.4	100.0	108.4	114.7	122.1	130.5	140.4
Киргизия		34.2	45.1	55.7	61.5	84.2	100.0	106.9	109.2	112.4	117.1	122.2
Латвия	57.1	71.3	83.9	90.9	95.2	97.4	100.0	102.5	104.5	107.5	114.2	121.9
Литва	49.4	68.9	85.9	93.5	98.3	99.0	100.0	101.3	101.6	100.4	101.6	104.3
Македония	78.0	90.8	92.9	95.3	95.2	94.5	100.0	105.5	107.4	108.7	108.3	108.8
Молдова	33.5	36.8	45.4	50.8	54.7	76.2	100.0	109.8	115.6	129.2	145.3	164.4
Польша	42.9	55.0	65.9	75.8	84.7	90.9	100.0	105.5	107.5	108.3	112.2	114.6
Россия	6.9	20.6	30.4	34.9	44.6	82.8	100.0	121.5	140.6	159.9	177.2	199.7
Словакия	61.3	67.4	71.3	75.7	80.7	89.3	100.0	107.3	110.9	120.4	129.5	133.0
Словения	59.4	67.4	74.0	80.2	86.5	91.8	100.0	108.4	116.5	123.0	127.4	130.6
Украина	5.8	27.5	49.6	57.5	63.6	78.0	100.0	112.0	112.8	118.7	129.4	146.9
Хорватия	76.3	79.4	82.9	86.3	91.8	95.2	100.0	105.1	106.8	108.4	110.7	114.3
Чехия	66.1	72.1	78.5	85.2	94.2	96.2	100.0	104.7	106.6	106.7	109.7	111.7
Эстония	49.1	63.2	77.8	86.0	93.1	96.1	100.0	105.7	109.5	111.0	114.4	119.0

В то же время коэффициент монетизации по агрегату M1, то есть по наличным деньгам и краткосрочным депозитам (KM1), снижается при переходе к более высоким группам. Многие страны с невысоким уровнем дохода имеют KM1 на уровне более 10%. Например, Эфио-

пия – 12%, Йемен – 14.9%, Гвинея – 13%, Пакистан – 11.2%. Вместе с тем КМЗ в этих государствах, как правило, невысок. То есть значительная доля денежных операций в данных странах осуществляется в наличной форме, а банковские системы в большинстве из них являются маломощными. И наоборот, по мере развития денежных систем, включая системы безналичных расчетов, финансового потенциала экономики увеличивается КМЗ.

По среднему показателю ВНД на душу населения за период 1995–2005 гг. Армения вошла в группу стран, имеющих уровень ВНД на душу населения до 1 тыс. долларов США, но по коэффициенту монетизации по агрегату МЗ (КМЗ) значительно отставала не только от среднего показателя по своей группе, но и от самого низкого (среднее значение за период 1995–2005 гг. составило 12.42%). Это свидетельствует о том, что финансовый потенциал республики, который отражается в КМЗ, существенно отстает от уровня индустриализации. Ведь низкий уровень монетизации создает искусственный дефицит денег и, соответственно, инвестиций, что ограничивает возможности финансирования экономического развития. С другой стороны, наращивание степени насыщенности экономики деньгами в условиях неразвитой финансовой системы Армении (см. таблицу 1) приведет к значительному увеличению инфляции, поскольку существует устойчивая и значительная связь между ростом денежных агрегатов и инфляцией в Республике Армения (РА) [1]. В условиях отсутствия развитого финансового сектора, способного перераспределять денежные потоки в инвестиции, и в особенности в долгосрочные инвестиции, дополнительная денежная масса попадает на рынок потребления, увеличивая совокупный спрос и стимулируя рост инфляции. Вот почему малейшее увеличение монетизации экономики РА сопровождается инфляционными явлениями, а вследствие отсутствия у ЦБ эффективных механизмов (например, операции на открытом рынке) осуществления денежно-кредитной политики происходит инверсия инфляционного давления на валютный рынок.

При этом необходимо отметить, что по уровню среднегодовой инфляции в Армении уже на протяжении многих лет сложилась наиболее благоприятная ситуация по сравнению со многими другими постсоветскими странами (табл. 3).

При прочих равных условиях это очень позитивно, поскольку низкий инфляционный фон защищает население, стимулирует повышение реальной платежеспособности населения в ус-

ловиях экономического роста, что, в свою очередь, стимулирует экономический рост. Многие экономисты считают, что поддержание низкого уровня инфляции является сверхзадачей, ЦБ РА тоже придерживается такой концепции, однако инфляция как макроэкономический показатель – это одно, а инфляция как инструмент стимулирования экономики – это совершенно другое. И с этой точки зрения инфляция в Армении, к сожалению, не является инструментом активной экономической политики, а является лишь предусловием. Конечно же, мы далеки от мысли допущения высокой (двухзначной) инфляции. Более того, многие механизмы и технологии становления институтов финансового посредничества мы связываем именно с условием обеспечения прогнозируемой низкой инфляции в стране и прозрачностью проводимой со стороны ЦБ РА денежно-кредитной политики по модели таргетирования инфляции. Тем не менее переход к модели таргетирования инфляции в более ранний период и допущение чуть более высокого, по сравнению со странами региона, инфляционного фона могли бы позволить не допустить столь резкого усиления курса армянского драма (за 2003–2006 гг. курс национальной валюты РА ежегодно укреплялся в среднем на 10%, а в 2007 г. драм укрепился на 17.8% по отношению к предыдущему периоду), и, одновременно, за этот период ЦБ мог бы попытаться сформировать адекватный портфель ценных бумаг для осуществления в дальнейшем, по мере перехода к таргетированию инфляции, операций на открытом рынке, значительно укрепив таким образом способность в регулировании денежного рынка.

В таких условиях развития событий следует все же определиться – можно ли считать сложившиеся в Армении наиболее низкие показатели инфляции высоким достижением? Какова цена этого достижения? К сожалению, более глубокий анализ выявляет сложнейшие проблемы. Оказывается, что такой низкий показатель инфляции в Армении является результатом жесткой денежно-кредитной политики ЦБ РА по сдерживанию прироста денежных агрегатов, что и нашло отражение в столь низком уровне монетизации экономики (см. выше). Получается, что за долгие годы, когда ЦБ РА сдерживал рост денежных агрегатов, осуществляя денежно-кредитную политику таргетирования денежной базы (monetary base targeting), являющуюся грубым механизмом регулирования денежного рынка, в стране искусственно сдерживались естественные процессы экономического роста. И тем самым, сокращая количество денег в эко-

номике, мы добились такого состояния, когда незначительное увеличение денежной массы сразу же приводит к появлению значительных инфляционных рисков. Низкий уровень монетизации создает искусственный дефицит денег и, соответственно, внутренних инвестиций, что ограничивает возможности финансирования экономического развития. Но, с другой стороны, рост монетизации в условиях неразвитости финансовых рынков достаточно опасен с точки зрения инфляции. В условиях Армении, учитывая неразвитость финансовых институтов, и прежде всего отсутствие институтов откладыва-

ния права требования к деньгам, неразвитость рынка капитала, наращивание монетизации экономики приведет к значительному увеличению уровня потребительских цен или к укреплению национальной валюты, что и имеет место в экономике Армении.

Список литературы

1. Сандоян Э.М., Карапетян Э.Г. Выбор рациональной модели денежно-кредитной политики в странах с переходной экономикой. Айастан: Экономика и финансы. 2005. № 4–5 (на армянском языке).

NON-INFLATION MONETIZATION OF THE ECONOMY AS A FACTOR OF ECONOMIC DEVELOPMENT

E.M. Sandoyan, L.M. Akophian

The promotion of non-inflation monetization of economy is an important problem for countries with transitional economies and for Armenia in particular. Complex development of financial intermediation institutions is a necessary precondition for non-inflation monetization. Consequently, institutional development of the financial sector is a question of primary importance for countries with transitional economies like Armenia. The authors identify the reasons for low monetization of the Armenian economy and propose some ways for improving the situation.