

*Исследования и анализ
Studies & Analyses*

*Центр социально-
экономических исследований*



*Center for Social
and Economic Research*

157

Марек Ярочиньски

**Спрос на деньги и монетизация в экономике
стран, проходящих процесс трансформации**

Перевод с английского Ирины Синициной

Варшава, декабрь 1998 г.

Материалы, публикуемые в настоящей серии, имеют рабочий характер и могут быть включены в будущие издания. Авторы высказывают свои собственные мнения и взгляды, которые не обязательно совпадают с точкой зрения Центра CASE.

Настоящая работа подготовлена в рамках проекта **Комитета научных исследований** (Польша) «Процесс ограничения инфляции в Польше на фоне опыта других стран Восточной Европы и бывшего СССР». Русское издание осуществлено в рамках проекта «Поддержка экономической трансформации в странах бывшего СССР», финансируемого **Open Society Institute**, Нью-Йорк, США.

Английская версия данной работы (Marek Jarociński, *Money Demand and Monetization in Transition Economies*) опубликована в: «CASE – CEU Working Paper Series», No. 13, Warsaw 1998.

Редактор русского издания: Петр Козаржевский

© CASE — Центр социально-экономических исследований, Варшава 1998 г.

ISBN 83-7178-116-4

Издатель:

CASE — Центр социально-экономических исследований

Польша, 00-585 Warszawa, ul. Bagatela 14

тел.: (48-22) 628-09-12, 629-43-83

факс: (48-22) 628-65-81

e-mail: case@case.com.pl

Содержание

1. Введение	7
2. Начальный этап трансформации: «размораживание» монетарного навеса	10
3. Процесс монетизации в экономиках стран, проходящих процесс трансформации, на фоне других государств	13
3.1. Монетизация широкого денежного агрегата и показателя ВВП на душу населения	13
3.2. Инфляция и монетизация	17
3.3. Банковский сектор и монетизация широкого денежного агрегата	19
4. Факторы, определяющие уровень монетизации в странах с переходной экономикой	19
4.1. Реальный ВВП и динамика инфляции	20
4.2. Роль теневой экономики	20
4.3. Положение в банковском секторе	21
4.4. Инструменты валютного управления (<i>currency board</i>)	22
5. Эволюция уровня монетизации в странах с переходной экономикой, имеющими высокую и среднюю степень монетизации	23
5.1. Страны с переходной экономикой, имеющие высокий уровень монетизации	23
5.2. Страны с переходной экономикой, имеющие средний уровень монетизации	27
6. Страны с низким уровнем монетизации	32
6.1. Дополнительные факторы, действующие в странах с самым низким уровнем монетизации	36
6.2. Функционирование демонетизированных экономических систем	37
6.3. Динамика спроса на деньги в условиях стабилизации после гиперинфляции	39
7. Выводы	45
Литература	47
Приложение. Доход и уровень монетизации в мире в 1960-1990 гг.	49

Марек Ярочиньски

CASE – Центр социально-экономических исследований

Автор окончил экономический факультет Варшавского университета (программа Columbia). После одного года обучения в Католическом университете в Лувене (Бельгия) в 1997 г. он получил степень *Master of Sciences* по экономике. В 1997-1998 гг. он участвовал в экспертной миссии Центра социально-экономических исследований CASE в Грузии в качестве постоянного представителя в Тбилиси. Основную сферу его исследовательских интересов составляет макроэкономика.

Аннотация

В данной работе рассматривается развитие монетизации в экономике стран, проходящих период трансформации, с учетом результатов исследований данной проблемы другими авторами. В работе кратко рассматривается начальная стадия «размораживания монетарного навеса». Сформировавшиеся уровни монетизации сравниваются с уровнями монетизации в других странах и анализируются в сопоставлении с кумулятивным уровнем инфляции и доходами на душу населения в данной стране. Для каждой страны проводится анализ действия дополнительных факторов, таких как динамика реального ВВП, ситуация в банковском секторе, размер теневой экономики и организация валютного управления (*currency board*). Выявлен целый ряд моделей, описывающих динамику спроса на деньги. Отдельно рассматриваются особые обстоятельства, способствовавшие низкому уровню монетизации в большинстве стран бывшего СССР, а также проблемы функционирования демонетизированных экономических систем. В заключение в работе предлагается модифицированный вариант модели стабилизации, первоначально разработанный Де Броеком с соавторами. В модифицированной модели в качестве наиболее важного фактора, определяющего уровень

монетизации, складывающийся после периода стабилизации, выделен фактор доверия к политике стабилизации.

1. Введение

Как можно узнать из любого учебника по экономике, деньги способны выполнять функции средства платежа, средства накопления и средства обращения. Деньги в широком смысле слова (широкий денежный агрегат, данные о котором публикуются в обзорах состояния кредитно-денежного обращения в стране) состоят из денег, находящихся в обращении, и банковских депозитов в национальной и иностранной валюте. Кроме того, потребности экономики могут быть удовлетворены за счет использования наличной иностранной валюты, которая замещает национальную валюту.

Под уровнем монетизации экономики обычно понимают отношение того или иного денежного агрегата к величине годового ВВП в текущих ценах (обратное соотношение называется скоростью обращения денег). Если в каждый данный момент времени уровень монетизации свидетельствует о взаимодействии спроса на деньги и предложения денег, то при рассмотрении в динамике и во взаимосвязи с движением уровня цен этот показатель позволяет делать выводы относительно величины спроса на деньги.

Предметом настоящей работы является уровень монетизации широкого денежного агрегата, который является наиболее комплексным показателем. Дополнительно рассматривается уровень монетизации национальной валюты, который не включает депозиты в иностранной валюте, а также величина денежного мультипликатора (отношение широкого денежного агрегата к деньгам в узком смысле слова), что отражает долю банковской системы в процессе эмиссии. Ни один из этих показателей не учитывает находящийся в обращении объем иностранной валюты, который остается неизмеренным.

Большинство исследователей сходятся во мнении, что величина и продолжительность инфляции являются важнейшими факторами, воздействующими на уровень монетизации в среднесрочной перспективе. В условиях высокой инфляции держать средства в наличности (равно как и в банковских депозитах, если только процентные ставки не соответствуют в точности темпам инфляции) становится невыгодным; это также понижает уровень монетизации. В долгосрочном плане уровень монетизации коррелирует с уровнем дохода на душу населения: в более богатых и более развитых странах уровень монетизации, как правило, выше, чем в бедных. Эти два

фактора позволяют в основном (и достаточно эффективно) объяснить уровень монетизации любой рыночной экономики. Однако в странах с переходной экономикой наблюдается немало специфических явлений, которые оказывают дополнительное воздействие на спрос на деньги и на уровень монетизации. В данной работе делается попытка проследить эти причинно-следственные связи и объяснить их природу.

Проблемы спроса на деньги и монетизации в переходной экономике рассмотрены, непосредственно или в связи с другими экономическими вопросами, по крайней мере в двух недавно опубликованных работах — Де Броека с соавторами¹ и Гоша². В первой работе исследуются функции спроса на деньги в экономике, проходящей процесс трансформации. Помимо существенного воздействия инфляции, авторы обнаружили высокую эластичность реальных денежных остатков по отношению к реальному объему производства, но они не установили сколько-нибудь значительной связи с обменным курсом национальной валюты. В странах Центральной и Восточной Европы, где финансовые системы более развиты, определенную роль играют внутренние ставки ссудного процента, снижая объем реальных денег. Результаты исследования свидетельствуют о существовании различий между отдельными странами в скорости движения денежных остатков к расчетным равновесным уровням³.

В рассматриваемом эмпирическом исследовании были выявлены дискретные различия в функциях спроса на деньги между ситуацией высокой инфляции и тем состоянием экономики, когда уже достигнута стабилизация. В работе Гоша⁴ непосредственно исследуются процессы демонетизации и ремонетизации в различных странах мира, и результаты его исследования подтверждают приведенный вывод. Во влиянии инфляции на монетизацию существует асимметрия: если инфляция имеет очень большое значение в случае демонетизации, то при ремонетизации воздействие инфляции незначительно. В результате статистического анализа удается обнаружить лишь пороговое воздействие инфляции на монетизацию, которое способно проявиться в случае, если темпы инфляции падают ниже определенных, весьма низких, величин —

¹ De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Explaining and Forecasting the Velocity of Money in Transition Economies, with Special Reference to the Baltics, Russia and other Countries of the Former Soviet Union*, «IMF Working Paper», WP/97/108, 1997.

² Ghosh A., *Inflation in Transition Economies: How Much? and Why?*, «IMF Working Paper», WP/97/80, 1997.

³ De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*, p. 28-31.

⁴ Ghosh A., *De-Monetization and Re-Monetization*, mimeo, International Monetary Fund, 1996.

10% или 6% в год⁵. Таким образом, налицо существование «эффекта храповика», и процесс демонетизации не обращается симметрично вспять, когда происходит падение темпов инфляции.

Настоящее исследование в значительной степени основывается на выводах указанных работ. В нем подтверждается определяющая роль инфляции по отношению к уровню монетизации. В работе выделен ряд факторов, которые могут способствовать поддержанию уже достигнутого низкого уровня монетизации. В ней также подтверждается (но, к сожалению, не всегда объясняется) существование межстрановых различий в спросе на деньги. Наконец, в данной работе анализируется модель, разработанная Де Броеком с соавторами⁶.

Работа организована следующим образом. В разделе 2 кратко суммируется развитие монетизации («размораживание» денежного навеса) на начальной стадии процесса трансформации. В разделе 3 основное внимание уделено ситуации, складывающейся после достижения определенной стабилизации. В нем проведено сравнение уровней монетизации (и денежных мультипликаторов) между странами, осуществляющими процесс трансформации, и прочими странами мира. Результаты сравнений анализируются в зависимости от уровня дохода на душу населения и темпов инфляции. В разделе 4 рассматриваются дополнительные факторы, которые могут влиять на уровень монетизации в переходной экономике — такие, как динамика реального ВВП, положение в банковском секторе, размер теневой экономики и условия деятельности валютного управления (*currency board*), а также объясняется механизм их возможного влияния. В разделе 5 рассматривается динамика спроса на деньги в отдельных странах с высоким и средним уровнем монетизации в соответствии с принятой схемой анализа.

В разделе 6 особо рассматривается группа стран с наиболее «демонетизированной» экономикой. В этом разделе описывается комплекс факторов, которые, действуя совместно с гиперинфляцией, практически уничтожили спрос на деньги. На ряде конкретных примеров демонстрируются специфические черты функционирования демонетизированной экономики. В заключительном подразделе рассматривается такое характерное для этих стран явление, как снижение уровня монетизации в период реализации стабилизационной программы. Здесь же анализируется модель, разработанная

⁵ Ghosh A., *Inflation in Transition Economies: How Much? and Why?*, p. 12.

⁶ De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*

Де Броеком с соавторами⁷ для объяснения этого явления. Автор предлагает модифицированный вариант данной модели с тем, чтобы обеспечить ее пригодность для тех стран, которые используют номинальный валютный курс в качестве «якоря». В модифицированной модели особо подчеркивается значение доверия к искусственно поддерживаемому курсу для поддержания уровня монетизации в период после стабилизации экономики. Далее, приводится альтернативная точка зрения на анализируемое явление. Кратко рассматривается проблема инфляционной инерции, которая играет ведущую роль во всех анализируемых механизмах. В разделе 7 приведены основные выводы. В Приложении содержится краткий анализ данных по монетизации стран мира, охватывающий период с 1960 по 1990 гг.

Автор выражает свою признательность профессору Мареку Домбровскому за многочисленные важные замечания и предложения, высказанные на различных этапах работы. Более ранняя версия данной работы была представлена на конференции по преодолению инфляции в экономике стран, переживающих период трансформации, организованной фондом CASE в Варшаве 12 июня 1998 г.

2. Начальный этап трансформации: «размораживание» монетарного навеса

В начальный период трансформации наиболее важным фактором, который резко ограничивал монетизацию, являлось «размораживание» существовавшего монетарного навеса. Ранее, в конце 80-х гг., в большинстве социалистических стран поддерживались значительные фискальные дефициты, сопровождавшиеся монетарной экспансией⁸. Это создавало громадный потенциал для инфляции, который не мог быть реализован из-за существовавшей системы контролируемых цен. В результате происходило вынужденное увеличение накоплений, поскольку по действовавшим ценам товары приобрести было невозможно. Кроме того, согласно действовавшим правилам, государственные предприятия не были свободны в расходовании

⁷ De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*

⁸ Об анализе данной тенденции и причинах, ее обусловивших, см. Dąbrowski M., *Different Strategies of Transition to a Market Economy: How Do They Work in Practice?*, «World Bank Policy Research Working Paper», No. 1579, 1995, section 2.1.

своих ликвидных активов⁹. Таким образом, в период, предшествовавший трансформации, уровень монетизации был искусственно завышен. Либерализация цен и сокращение объема вмешательства государства в экономику привели к инфляционному скачку (коррективной инфляции), который немедленно вызвал снижение объема реальных денег.

Существование монетарного навеса приводило к искусственному завышению величины валютных резервов, но еще сильнее оно влияло на уровень депозитов. Большая часть вынужденных сбережений хранилась в форме банковских депозитов¹⁰. «Размораживание» монетарного навеса сокращало объем депозитов и тем самым снижало величину денежного мультипликатора в переходной экономике.

Согласно Домбровскому¹¹, наибольший монетарный навес существовал в странах бывшего СССР, но его величина была значительной также в Польше, Румынии, в Болгарии и в Албании. В Чехословакии и Венгрии он, по-видимому, был сравнительно меньше. В странах бывшей Югославии, где экономика уже была более либерализована, эта проблема остро не стояла.

В большинстве случаев первоначальный скачок инфляции не вернул монетизацию к новому равновесному уровню. Ряд факторов объясняет, почему коррективная инфляция, вместо того, чтобы стать одноразовым явлением, превратилась в текущую инфляцию, которая продолжала снижать реальную величину денежной массы. Во-первых, либерализация представляла собой не единовременный акт, а скорее процесс, протекавший с различной скоростью в разных странах. Кроме того, Домбровский¹² указывает на нарастание инфляционных ожиданий. Патрик Конвей¹³ разработал модель, которая

⁹ Dąbrowski M., *Op. cit.*

¹⁰ «Высокая доля банковских депозитов в общей структуре денежной массы определялась не только особенностями поведения населения, которое стремилось к сохранению реальной стоимости своих сбережений (процентная ставка на депозиты была скорее отрицательной). Определенную роль здесь играли некоторые дополнительные административные меры. Например, часть сбережений населения была связана с программами жилищного строительства или распределением некоторых потребительских товаров длительного пользования, находившихся в постоянном дефиците (так, например, было в Польше). С другой стороны, государственные предприятия были по закону обязаны осуществлять большую часть своих платежей в форме банковских переводов (безналичных платежей). Последнее правило особенно жестко применялось в бывшем Советском Союзе» (комментарий проф. Марека Домбровского).

¹¹ Dąbrowski M., *Op. cit.*, section 2.1.

¹² Dąbrowski M., *Op. cit.*

¹³ Conway P., *Sustained Inflation in Response to Price Liberalization*, «World Bank Policy Research Working Paper», No. 1368, 1994.

объясняет устойчивый характер инфляции после либерализации цен. Помимо того, согласно некоторым предположениям, сохранению инфляции может способствовать относительная корректировка цен¹⁴. Наконец, что, вероятно, наиболее важно, на данном этапе монетарная политика многих стран, осуществлявших трансформацию, носила экспансионистский характер, что усиливало или даже подавляло действие вышеупомянутых факторов. Однако подробное исследование детерминантов инфляции в переходной экономике выходит за пределы возможностей настоящей работы.

Следует упомянуть также еще об одном факторе, который мог бы поддерживать уровень монетизации выше равновесного в группе стран бывшего СССР, принадлежавших к рублевой зоне. Патрик Конвей¹⁵ проводит аналогию между рублевым навесом и дефицитом наличных рублей, существовавшими в рублевой зоне. Он утверждает, что оба эти «явления представляют собой проявления одного и того же экономического дисбаланса: неспособности преобразовать финансовое богатство в способность к приобретению товаров»¹⁶. Таким образом, в данном случае искусственно завышенный уровень монетизации не удавалось полностью скорректировать на протяжении двух лет после начала либерализации (либерализация в Советском Союзе началась в 1991 г., но Конвей сообщает о существовании рублевого дефицита вплоть до 1993 г.) Вместе с тем, «чистый» эффект от существования рублевой зоны мог бы в любом случае оказаться отрицательным для монетизации (см. раздел 6.1 ниже).

¹⁴ См. Coorey S., Mecagni M., Offerdal E., *Designing Disinflation Programs in Transition Economies: The Implications of Relative Price Adjustment*, «IMF Paper on Policy Analysis and Assessment», PPAА/97/1, 1997; анализ ситуации в Польше см.: Woźniak P., *Relative Prices and Inflation in Poland 1989-97, The Special Role of Administered Price Increases*, «World Bank Policy Research Working Paper», No. 1879, 1998.

¹⁵ Conway P., *Ruble Overhang and Ruble Shortage: Were They the Same Thing?*, «World Bank Policy Research Working Paper» No. 1389, 1994.

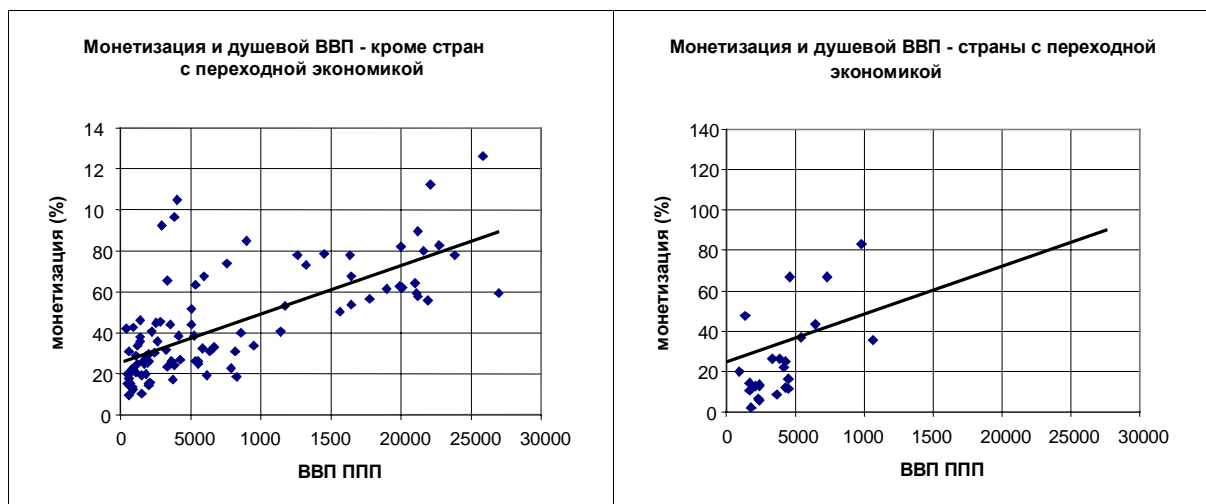
¹⁶ Conway P., *Ruble Overhang and Ruble Shortage: Were They the Same Thing?*, p. 1.

3. Процесс монетизации в экономиках стран, проходящих процесс трансформации, на фоне других государств

3.1. Монетизация широкого денежного агрегата и показатели ВВП на душу населения

Для сравнения показателей монетизации широкого денежного агрегата и уровня ВВП на душу населения между странами с переходной экономикой и остальными странами мира был избран 1995 г. Данные на этот год являются широко доступными. Кроме того, к этому времени в большинстве стран с переходной экономикой либерализация была в значительной степени завершена, а макроэкономическая ситуация уже стабилизировалась. Таким образом, уровни монетизации на этот год можно рассматривать как сравнительно репрезентативные в среднесрочном плане.

Рисунок 1. Монетизация широкого денежного агрегата в экономиках стран, находящихся в процессе трансформации, и в остальных странах мира*, данные на 1995 г.



* Прямая линия проведена для графика, иллюстрирующего уровень монетизации в странах иных, нежели государства с переходной экономикой.

Источники: монетизация в странах с переходной экономикой: De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Explaining and Forecasting the Velocity of Money in Transition Economies, with Special Reference to the Baltics, Russia and other Countries of the Former Soviet Union*, «IMF Working Paper», WP/97/108, 1997, table 2; показатели ВВП на душу населения в странах с переходной экономикой, рассчитанные по паритету покупательной способности (ППП) национальных валют: *Transition Report 1997*, EBRD, 1997; показатели монетизации и ВВП на душу населения, рассчитанные по ППП, для остальных стран: *World Development Report 1997*, EBRD, 1997.

В более развитых странах, по сравнению с менее развитыми, деньги и кредит, как правило, играют относительно более важную роль. Однако, как это нередко происходит с факторами, связанными с экономическим ростом, причинно-следственная связь действует (в какой-то степени) в обоих направлениях. Наличие твердой и широко используемой валюты, эффективного и активного банковского сектора понижает транзакционные издержки (*transaction costs*) и улучшает распределение ресурсов в экономике, что в свою очередь способствует ее росту. С другой стороны, богатые страны, как правило, имеют (или могут позволить себе иметь) более эффективные налоговые администрации; у них также обычно формируются менее напряженные бюджеты, что снижает необходимость прибегать к инфляционному налогу в качестве способа исполнения бюджетных доходов. Кроме того, они имеют (или могут позволить себе) распоряжаться более высоким по уровню человеческим капиталом и более совершенными финансовыми институтами, что подразумевает более широкое, эффективное и безопасное использование кредитов. Число подобных аргументов можно умножить.

Таблица 1. Монетизация широкого денежного агрегата в 1995 г. по странам мира и странам с переходной экономикой: сводные статистические показатели, оценка корреляции между уровнем монетизации и душевыми показателями ВВП, рассчитанными по паритету покупательной способности (ППП)¹⁷

1995 г.	Остальные страны мира	Страны с переходной экономикой
Денежная масса/ВВП (%):		
Медиана	35	18
Среднее	43	26
Среднее квадратическое отклонение	26	21
Регрессия: $M/ВВП = a + bВВП(ППП) + e$		
Число наблюдений	96	24
а. коэффициенты		
Постоянный коэффициент	25,91	3,70

¹⁷ К настоящей совокупности данных нельзя применить предположение о нормальности распределения регрессионных остатков, поскольку распределение монетизации (и, соответственно, средних квадратических ошибок регрессии) жестко ограничено величиной 0, ниже которой оно опуститься не может. Гистограммы остатков свидетельствуют о значительной правосторонней асимметрии данного распределения, что исключает его нормальность. Таким образом, в отношении OLS-регрессии нельзя провести какого-либо формального тестирования гипотез, и поэтому в табл. 1 не приводятся каких-либо статистических данных (например, t- или F-статистики), которые основываются на предположении о нормальном распределении ошибок.

среднеквадратичная ошибка Коэф. ВВП(ППП) среднеквадратичная ошибка	2,64 0,0024 0,0003	6,48 0,0056 0,0014
b. статистика регрессии: Сопряж. R^2 Среднеквадратичная ошибка регрессии	0,48 19	0,40 17

Источник: расчеты автора на основе данных *World Development Report 1997*.

Рис. 1 и регрессии, приведенные в табл. 2, свидетельствуют о наличии прямой корреляции между величиной ВВП на душу населения и уровнем монетизации. Все страны с переходной экономикой принадлежат к группе стран с низким и средним уровнем доходов. Отсутствие стран с высоким уровнем доходов в данной выборке является основной причиной «высокой крутизны» регрессионной кривой. Тем не менее, в странах с переходной экономикой зависимость изменений уровня монетизации от величины доходов более заметна, чем в других странах мира.

Таблица 2. Распределение стран с переходной экономикой по величине ошибки в прогнозе уровня монетизации, сделанного на основе отношения, рассчитанного для остальных стран мира

Страна	ВВП (ППП)	МН	Прогноз	Ошибка	ИНФ9095
Чехия	9770	83,3	49	34	3
Болгария	4588	66,7	37	30	66
Словакия	7320	66,7	43	24	3
Албания	1305	47,6	29	19	11
Венгрия	6410	43,5	41	2	4
Польша	5400	37,0	39	-2	17
Латвия	3291	26,3	34	-7	88
<i>Таджикистан*</i>	<i>920</i>	<i>19,6</i>	<i>28</i>	<i>-8</i>	<i>77673</i>
Хорватия	3828	26,3	35	-9	7972
Румыния	4312	25,0	36	-11	109
Эстония	4138	22,2	36	-13	130
Словения	10594	35,7	51	-15	14
Киргизия	1621	14,1	30	-16	1389
Узбекистан	2370	13,5	31	-18	8268
Молдова	2096	12,7	31	-18	1505
Украина	2400	12,7	32	-19	111511
Азербайджан	1665	10,6	30	-19	17734
Литва	4471	16,4	36	-20	345
<i>Белоруссия*</i>	<i>4220</i>	<i>11,9</i>	<i>36</i>	<i>-24</i>	<i>48035</i>
Армения	2260	6,4	31	-25	57243
Россия	4480	11,1	36	-25	4618
Казахстан	3664	8,8	35	-26	68540
<i>Туркменистан*</i>	<i>2345</i>	<i>5,7</i>	<i>31</i>	<i>-26</i>	<i>380177</i>
Грузия	1813	2,1	30	-28	242540

* Данная страна в 1995 г. все еще имела показатели инфляции, измерявшиеся несколькими сотнями процентов; это означает, что она была еще далека от достижения стабильности, и можно было ожидать значительных изменений в уровне монетизации.

Источники: расчеты автора, ВВП (ППП): *Transition Report 1997*; МН (монетизация широкого денежного агрегата): De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*, table 2; ИНФ9095 (кумулятивная инфляция с начала 1990 г., рассчитанная по ИПЦ): *Transition Report 1997*, расчеты автора.

Взаимосвязь между уровнем монетизации и величиной ВВП на душу населения, рассчитанная для других стран мира, может быть использована для прогнозирования уровня монетизации в странах с переходной экономикой¹⁸. Визуальное изучение рис. 1 (правое окно) в совокупности с анализом ошибок прогнозов (см. таблицу 2) позволяет подразделить страны с переходной экономикой на три группы: страны с уровнем монетизации выше среднего для их уровня доходов; страны со средним уровнем монетизации; страны с низким и исключительно низким уровнем монетизации. Для подразделения на группы в табл. 2 использовалась величина средней квадратической ошибки регрессионного уравнения (см. табл. 1).

Совершенно очевидно, что в экономике стран, осуществляющих трансформацию, нет никаких особых структурных характеристик, которые бы не позволили им иметь чрезвычайно высокие (по мировым меркам) показатели монетизации. Это относится прежде всего к Чехии, а также (в меньшей степени) к Болгарии, Словакии и к Албании. Эти страны существенно различаются по целому ряду показателей, с уровнями душевого дохода от почти 10 000 долл. США (Чехия) до 1305 долл. (Албания).

Показатели монетизации остальных стран Центральной и Южной Европы из рассматриваемой выборки, а также двух из государств Балтии близки к среднему уровню, соответствующему душевым показателям ВВП данных стран. Среди государств с переходной экономикой эти страны относятся к государствам со средним и высоким уровнем душевых доходов — от 3290 до 6410 долл. на душу населения, достигая 10 594 долл. на душу населения в Словении.

Остальные страны (все они относятся к числу бывших республик СССР) имеют чрезвычайно низкий уровень монетизации по сравнению с выборкой по странам мира на 1995 г. К этой группе можно также отнести Кыргызскую

¹⁸ Веллиш использовал ошибки в прогнозе уровня монетизации при перекрестном регрессионном анализе по странам мира для оценки уровня монетизации в Польше (Wellisz S., *Inflacja w Polsce w latach 1990-1995*, notatka, 1995). Представленный в настоящем разделе анализ распространяет данную методологию на все страны с переходной экономикой.

Республику, Узбекистан и Молдову, хотя у них ошибки прогноза меньше, чем среднеквадратичное отклонение регрессии (вместе с тем, эти ошибки больше, чем для остальной части стран из группы со средним уровнем монетизации). Это можно отнести за счет того факта, что для стран с низким уровнем дохода остается «меньше места» для негативных отклонений, поскольку уровень монетизации в них и без того весьма близок к нулю.

3.2. Инфляция и монетизация

Введение в уравнение регрессии показателей инфляции (табл. 3) проливает дополнительный свет на рассматриваемую ситуацию. Рассматриваемое соотношение между уровнем монетизации и показателями ВВП на душу населения становится близким к таковому по странам мира в целом. Однако это соотношение утрачивает свое значение, поскольку критическим детерминантом становится уровень инфляции (в тех странах с переходной экономикой, где показатели душевого дохода ниже, темпы инфляции, как правило, выше). Это подтверждает наблюдения Де Броека с соавторами¹⁹, а также результаты более ранних исследований других авторов, цитирующиеся там же²⁰, согласно которым уровень монетизации отражает «...продолжительность периода [высокой инфляции] и кумулятивную инфляцию за тот же период»²¹.

Таблица 3. Монетизация широкого денежного агрегата в 1995 г. по отдельным странам мира и по странам с переходной экономикой: оценка зависимости от ВВП на душу населения, пересчитанного по паритету покупательной способности, и от среднего уровня инфляции за 1985-1995 гг.

1995 г.	Остальные страны мира	Страны с переходной экономикой
Регрессия: $M/VBP = a + bVBP(ППП) + c \ln(ИНФ) + e^*$ а. коэффициенты		
Постоянный коэф. <i>среднеквадратичная ошибка</i>	34,39 5,16	103,14 27,22
Коэф. ВВП(ППП) <i>среднеквадратичная ошибка</i>	0,0022 0,0003	0,0019 0,0021
Коэф. ln(ИНФ) <i>среднеквадратичная ошибка</i>	-3,34 1,52	-18,75 4,77
б. статистика регрессии: Сопряж. R^2	0,54	0,78

¹⁹ De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*, p. 14, table 3.

²⁰ De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*, p. 6.

²¹ De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*, p. 14.

Среднеквадратичная ошибка регрессии	17	12
-------------------------------------	----	----

* В данное уравнение регрессии из-за проблем с доступностью данных включено только 12 стран с переходной экономикой. Данное обстоятельство следует иметь в виду при сравнении результатов табл. 6 и табл. 3.

Источник: расчеты автора на основе тех же данных, что и для рис. 2; средняя инфляция за десятилетие: *World Development Report 1997*.

Данные по трем группам стран, выделенным ранее (табл. 2), подтверждают роль инфляции как важного фактора, определяющего уровень монетизации. В группе стран с высоким уровнем монетизации показатели инфляции относятся к числу самых низких, варьируя от трехкратного роста цен (Чехия и Словакия) до 11-кратного (Албания). Болгария, где цены кумулятивно выросли в 66 раз, относится к числу особых случаев, поскольку сохраняющийся в 1995 г. все еще высокий уровень инфляции (62%) означает, что высокий уровень монетизации может оказаться неустойчивым.

Во второй группе стран показатели кумулятивной инфляции варьируют весьма широко — от 4-кратного роста в Венгрии до 130-кратного в Эстонии. Хорватия, имеющая средний уровень монетизации, несмотря на крайне высокую инфляцию, находится где-то посередине между второй и третьей группами.

Все страны третьей группы проходили период чрезвычайно высокой инфляции — от среднегодового уровня 441% в России до более чем 1000% в Туркменистане.

Однако в состав выборки «остальные страны мира» также входят страны, где имела место гиперинфляция, такие как Никарагуа, Перу, Бразилия и Аргентина. Среди них лишь Аргентина, имеющая уровень монетизации 19% и относительно высокий уровень душевого дохода (8310 долларов США), сильно отстает по этому показателю от среднего уровня ее доходной группы; сюда, хотя и в меньшей мере, следует отнести также Перу, в которой уровень монетизации (17%) при доходе на уровне 3770 долларов США отличается от расчетного показателя на 18 процентных пунктов. За исключением Литвы, в последней группе стран абсолютный уровень монетизации сопоставим с таковым лишь в некоторых крайне бедных странах Африки, отличающихся типично высоким уровнем инфляции (см. табл. 4).

Таблица 4. Страны с самым низким уровнем монетизации широкого денежного агрегата в 1995 г.

Страна	ВВП(ППП)	МН	Ср. инф. 85-95
Чад	700	13,7	3,1
Замбия	930	12,6	91,5

Уганда	1470	10,1	65,7
Сьерра-Леоне	580	9,8	61,6

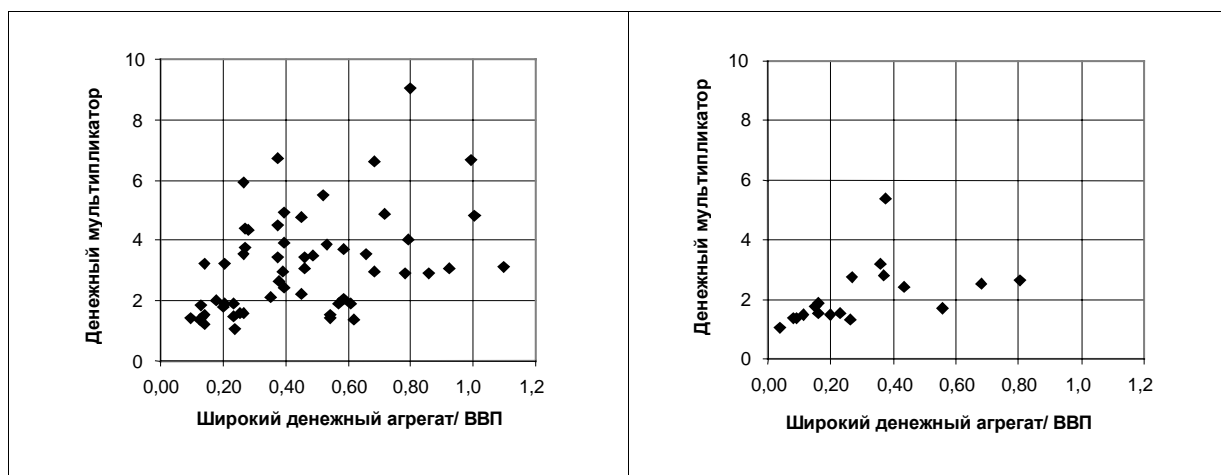
Источники: ВВП(ППП) — ВВП на душу населения, рассчитанный по паритету покупательной способности; МН (монетизация широкого денежного агрегата); ср. инф. 85-95 — среднегодовая инфляция (в %) за десятилетие 1985-1995 г.: *World Development Report 1997*.

3.3. Банковский сектор и монетизация широкого денежного агрегата

На рисунке 2 представлен график зависимости мультипликатора широкого денежного агрегата от уровня монетизации в странах мира в целом и в странах с переходной экономикой.

Представленные на рисунке 2 данные иллюстрируют тот очевидный факт, что денежная эмиссия, осуществляемая банковским сектором, способствует повышению уровня монетизации. В странах с переходной экономикой величина денежного мультипликатора, как правило, относительно невысока. Это особенно проявляется в странах, где уровень монетизации низок.

Рисунок 2. Денежный мультипликатор и уровень монетизации в отдельных странах мира (слева) и в странах с переходной экономикой (справа) в 1996 г.



Источник: денежный мультипликатор, рассчитанный как отношение «денег и квази-денег» к «деньгам»: *IMF International Statistics*; уровень монетизации (широкий денежный агрегат / номинальный ВВП): *IMF International Statistics*; для стран с переходной экономикой: De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*, table 2.

4. Факторы, определяющие уровень монетизации в странах с переходной экономикой

Настоящий раздел представляет собой введение к детальному страновому анализу развития монетизации, который будет представлен ниже. В разделе перечислены те факторы, которые принимаются во внимание при объяснении уровней монетизации, а также объясняется, каким образом каждый из них может воздействовать на спрос на деньги.

4.1. Реальный ВВП и динамика инфляции

Воздействие инфляции и уровня реальных доходов на монетизацию уже рассматривалось выше. Существование обеих взаимосвязей подтверждается межстрановым анализом и, очевидно, представляет собой долговременную тенденцию. Вместе с тем, при объяснении межгодовых изменений монетизации отдельно следует рассмотреть роль этих взаимосвязей в динамическом контексте. Как свидетельствуют результаты, полученные Де Броеком с соавторами²², скорость адаптации реальных денег к равновесной стоимости различна от страны к стране. В этой работе предполагается внимательно рассмотреть, как действуют указанные взаимосвязи в краткосрочном плане в отдельных странах.

Следует ожидать, что инфляция всегда будет иметь однозначно отрицательные последствия для спроса на деньги. Динамика реального ВВП может оказывать воздействие на уровень монетизации в той степени, в которой эластичность спроса на деньги в отношении реального объема производства отличается от единицы. Это воздействие может затруднить выделение других причинно-следственных связей.

4.2. Роль теневой экономики

Величина теневой экономики в ВВП может оказывать отрицательное воздействие на спрос на национальную валюту. Влияние величины теневой экономики связано с двумя факторами. Во-первых, следки в данной сфере заключаются в наличных долларах (или в немецких марках) чаще, чем при легальных операциях. Значительная часть нелегальной активности связана с контрабандой, прибыли нередко переводятся за границу, и поэтому

²² De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*

использование наличных долларов (немецких марок) является более удобным. Если теневой сектор велик, использование наличной иностранной валюты передается в другие сектора экономики с помощью «сетевых» эффектов. Во-вторых, теневые деньги относительно реже попадают в банковскую систему, и поэтому не увеличивают величины широкого денежного агрегата.

С другой стороны, развитие теневой экономики позитивно воздействует на измеряемый уровень монетизации в той мере, в какой она не учитывается статистикой, поскольку этот рост снижает величину ВВП, который находится в знаменателе. Статистика ВВП включает официальные оценки нерегистрируемой экономической деятельности, но эти данные не были доступны автору. Вместо последних используются данные исследований Кауфманна и Калиберда²³. В тех случаях, когда официальные оценки значительно ниже, чем используемые, можно ожидать противоположного результата; тем самым корректность этого способа измерения зависит от сходства данных, используемых в данном случае и для расчета величины ВВП.

4.3. Положение в банковском секторе

В странах с переходной экономикой в силу ряда причин банки оказываются сильно уязвимыми²⁴. Бывшие государственные банки унаследовали портфели «плохих» займов, предоставленных государственным предприятиям. Банковский персонал имеет недостаточную квалификацию, ему не хватает опыта в оценке кредитоспособности заемщиков. Условия доступа новых банков на рынок банковских услуг первоначально являлись весьма либеральными. Это привело к формированию множества мелких банков, которые оказались неспособными в достаточной мере диверсифицировать свои кредитные портфели. Наблюдение и контроль за банками недостаточны для того, чтобы предотвратить их участие в рискованных операциях (например, на рынке иностранной валюты). Качество банковских операций все более ухудшается из-за коррупции.

В странах с переходной экономикой часто можно столкнуться с проблемами отдельных банков и с массовым изъятием вкладов из банков, что в силу указанных выше причин, по-видимому, связано с содержанием самого по себе процесса трансформации²⁵. Подобные случаи в определенной мере снижали степень доверия населения к банкам и, наоборот, повышали привлекательность

²³ См. *Transition Report 1997*, EBRD, 1997.

²⁴ Данный раздел основывается на материалах *Transition Report 1997*, box 8.1.

²⁵ *Transition Report 1997*.

хранения сбережений в наличных долларах (или в другой конвертируемой валюте). Это, в свою очередь, способствовало снижению величины денежных мультипликаторов.

Особенности политики в отношении банков различны в отдельных странах. Часто государство выкупает проблемные банки, что создает ложные стимулы для других банков и способствует нарастанию фискальной несбалансированности. Все эти случаи оказывают влияние на уровень монетизации, но косвенно, опосредованно и постепенно. В случаях, когда банковский кризис переходит в открытую фазу, воздействие на монетизацию может быть моментальным: как через отток депозитов, так и, возможно, через долгосрочную утрату доверия населения к банкам и переход населения к хранению сбережений в наличной иностранной валюте.

Прогресс в реформе банковского сектора может стать важным фактором роста спроса на деньги. Здоровая банковская система увеличивает портфельный спрос на (широкие) денежные резервы. Она должна также обеспечить развитие эффективной платежной системы, которая стимулировала бы переход от иностранной валюты к использованию национальной валюты, снижая тем самым степень долларизации экономики, когда таковая унаследована от периода высокой инфляции. С другой стороны, ремонетизация способствует расширению банковского сектора.

4.4. Инструменты валютного управления (*currency board*)

Важное воздействие на спрос на деньги способна оказать и динамика курса национальной валюты. Однако курсовая политика тесно связана с другими аспектами монетарной политики, проводимой в стране (то же, например, относится к уровню процентных ставок). Очевидно, динамика инфляции достаточно ярко и эффективно выявит все эти процессы; что же касается других показателей, которые относятся к монетарной ситуации в широком смысле, то от них, очевидно, можно абстрагироваться во избежание дублирования. Однако введение валютного управления может оказать более сильное воздействие на рост доверия населения к национальной валюте, чем просто поддержание постоянного курса без введения столь сильных инструментов. Поэтому в последующем изложении введение валютного управления (там, где это необходимо) будет рассматриваться отдельно с тем, чтобы выявить возможные качественные отличия в результате действия этого фактора.

Валютное управление (или режим фиксированного курса) также может оказывать косвенное воздействие на монетизацию через влияние на возникновение банковского кризиса²⁶.

5. Эволюция уровня монетизации в странах с переходной экономикой, имеющими высокую и среднюю степень монетизации

Настоящий раздел посвящен рассмотрению динамики монетизации широкого денежного агрегата в тех странах с переходной экономикой, где наблюдается высокая и средняя степень монетизации. Сделана попытка интерпретации наблюдаемых изменений. Из результатов предшествующих исследований²⁷ вытекает, что между отдельными странами с переходной экономикой существуют различия в функциях спроса на деньги. Поэтому в настоящем разделе, для выявления таких различий и их возможных причин, спрос на деньги анализируется отдельно по подгруппам стран и отдельным государствам.

5.1. Страны с переходной экономикой, имеющие высокий уровень монетизации

5.1.1. Чехия и Словакия

По абсолютному уровню монетизации и, более того, даже по уровню монетизации на душу населения Чехия и Словакия относятся к числу стран с высоким уровнем монетизации.

Таблица 5. Чехия и Словакия: монетизация (включая и исключая депозиты в иностранной валюте), инфляция и динамика реального ВВП

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Чехия								
монетизация (%)	–	67	77	77	83	83	83	–
– исключая депозиты в	–	63	67	71	77	77	77	–

²⁶ Fischer S., *Maintaining Price Stability*, «Finance & Development», December 1996, p. 37; Fleming A., Chu L., Bakker M.-R., *The Baltics — Banking Crises Observed*, «World Bank Policy Research Working Paper», No. 1647, 1996.

²⁷ De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*

иностранной валюте уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	18	52	13	18	10	8	9	9
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	-1,2	-11,5	-3,3	0,6	2,7	5,9	4,1	1,0
Словакия								
монетизация (%)	–	63	63	67	67	67	71	–
– исключая депозиты в иностранной валюте	–	63	59	63	59	63	63	–
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	18	58	9	25	12	7	5	7
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	-2,5	-14,6	-6,5	-3,7	4,9	6,8	6,9	4,5

Данные на 1997 г. — прогноз ЕБРР.

Источники: монетизация: расчеты автора по De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*, tables 1, 2; уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен и динамика ВВП в сопоставимых ценах: *Transition Report 1997*.

В обеих этих странах уровень монетизации был высок и постоянно увеличивался, тогда как инфляция была умеренной и преимущественно снижалась. Опыт этих стран свидетельствует о следующем.

1. Прирост монетизации возможен при реальном падении производства. Так произошло в 1992 г. в Чехии и в 1993 г. в Словакии. Нечувствительность монетизации к динамике реального ВВП свидетельствует о том, что эластичность спроса на деньги равна единице.

2. Усиление инфляции отнюдь не всегда препятствует устойчивому росту монетизации, сопровождающемуся стабилизацией (или даже снижением) удельного веса депозитов в иностранной валюте. Именно это произошло в обеих странах в 1993 г. Внезапный прирост предложения денег нередко приводит к краткосрочному повышению монетизации, за которым следует усиление инфляции, приводящее, в свою очередь, к снижению монетизации. Однако в обсуждаемых случаях наблюдавшийся рост монетизации был не краткосрочным, а долговременным и устойчивым.

Следует отметить, что в обеих странах уровни монетизации уже существенно превышают средние показатели для данного уровня доходов, так что с данной точки зрения потенциал для роста монетизации отсутствует.

При сравнении этих двух стран возникает вопрос: какие факторы обусловили тот факт, что после разделения Чехословакии спрос на деньги в Чехии рос быстрее, чем в Словакии? По значительному числу социальных и

экономических показателей эти страны чрезвычайно похожи. Доли теневой экономики в них, по оценкам, почти одинаковы.

Состав широкого денежного агрегата в этих двух странах различен. В Чехии доля резервных денег значительно выше, а величина денежного мультипликатора ниже, чем в Словакии. В обеих странах величины денежных мультипликаторов снижаются, что Антчак²⁸ связывает с политикой стерилизации притока иностранного капитала с помощью денежного мультипликатора. Перед банковским сектором Чехии стоит больше проблем, чем перед банковским сектором Словакии. С другой стороны, в отчете Европейского банка реконструкции и развития о ситуации в этих странах²⁹ рейтинг Словакии по категории «реформы в банковском секторе и либерализация процентных ставок» несколько ниже (3-) по шкале от 1 до 4+, чем у Чехии (3).

5.1.2. Болгария и Албания

Болгария демонстрирует пример инфляционной политики, максимизирующей в среднесрочном плане получение сеньоража: согласно оценкам Гоша³⁰, темпы инфляции от 70 до 130% обеспечивают получение максимального сеньоража. Независимо от изменения темпов инфляции и колебаний темпов роста ВВП уровень монетизации в Болгарии оставался чрезвычайно высоким и стабильным. Это может отчасти иметь искусственный характер, поскольку Болгария вплоть до начала 1997 г. была единственной страной среди стран с высоким и средним уровнем монетизации, где элементы командной системы, включая контроль над ценами, играли существенную роль (к 1996 г. регулированием цен было охвачено более половины потребительской корзины³¹).

Таблица 6. Болгария и Албания: монетизация (включая и исключая депозиты в иностранной валюте), инфляция и динамика реального ВВП

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Болгария								
монетизация (%)	–	77	77	77	77	67	77	–
– исключая депозиты в	–	50	59	63	53	50	38	–

²⁸ Antczak R., *Money Supply and Inflation: Components of Reserve Money Creation*, mimeo, CASE – Center for Social and Economic Research, Warsaw 1998.

²⁹ *Transition Report 1997*.

³⁰ Ghosh A., *Inflation in Transition Economies: How Much? and Why?*, p. 8.

³¹ *Transition Report 1997*, p. 159.

иностранной валюте уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	73	339	79	64	122	33	311	592
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	-9,1	11,7	-7,3	-2,4	1,8	2,1	-10,9	-7,0
Албания								
монетизация (%)	–	71	53	40	45	48	56	–
– исключая депозиты в иностранной валюте	–	67	42	32	38	38	45	–
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	0	104	237	31	16	6	17	42
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	-10,0	-27,7	-7,2	9,6	9,4	8,9	8,2	-15,0

Данные за 1997 г. — прогноз EBRD.

Источник: уровень монетизации — вычисления автора по данным De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*, tables 1, 2; уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен и динамика ВВП в сопоставимых ценах: *Transition Report 1997*.

Более того, внимательное рассмотрение процессов, происходящих в сфере монетизации национальной валюты, отражает еще более неблагоприятную картину. Имеющая место устойчивая тенденция к снижению уровня монетизации национальной валюты свидетельствует о том, что проводимый экономический курс не носил устойчивого характера. В 1996 г. в результате острого банковского кризиса резко (на 75%) сократился спрос на депозиты, однако позднее, в первой половине 1997 г., проведение стабилизации и введение режима валютного управления (*currency board*) привело к восстановлению реального спроса на деньги³². Как выглядит среднесрочная картина, пока не вполне ясно.

Хотя по уровню монетизации Албания по мировым стандартам находится скорее на среднем уровне, принимая во внимание чрезвычайно низкие доходы на душу населения, ее можно рассматривать как страну с высоким уровнем монетизации. Несмотря на чрезвычайно низкую степень мобилизации капиталов через кредитно-финансовую систему (денежный мультипликатор, рассчитанный как отношение «денег и квази-денег» к «деньгам», в 1996 г. составил лишь 1,7), широкий денежный агрегат составлял в 1996 г. 56% ВВП. Опыт этой страны свидетельствует о том, что даже в стране с переходной экономикой и низкими доходами спрос на деньги может быть относительно высоким, а при снижении темпов инфляции и росте реального ВВП уровень

³² *Transition Report 1997*, p. 160.

монетизации может быть еще более повышен. Следует отметить, что, в отличие от Болгарии, и система цен, и система обменных курсов были в Албании в значительной мере либерализованы³³.

Вместе с тем, существует вероятность того, что на высокий уровень монетизации в Албании окажут отрицательное воздействие распад денежных пирамид в 1997 г. и современная политическая нестабильность в регионе.

5.2. Страны с переходной экономикой, имеющие средний уровень монетизации

В настоящем разделе анализируется спрос на деньги в Венгрии, Польше, Словении, Румынии и в трех республиках Балтии — Эстонии, Латвии и Литве. Эта группа стран характеризуется средним уровнем монетизации.

5.2.1. Венгрия и Польша

Между двумя странами существует любопытная асимметрия. Если в Польше относительно высокие темпы инфляции не вступали в конфликт с начавшимся ранее (но впоследствии приостановленным) ростом монетизации, то в Венгрии период 1990-1994 гг. был отмечен гораздо более низкими темпами инфляции и началом процесса демонетизации. В результате уровни монетизации двух стран двигались навстречу друг другу (а в том, что касается монетизации национальной валюты, они практически совпали друг с другом). В Польше рост монетизации совпал с подъемом производства, тогда как в Венгрии уровень монетизации незначительно повышался лишь первоначально, одновременно с падением производства.

Таблица 7. Венгрия и Польша: монетизация (включая и исключая депозиты в иностранной валюте), инфляция, динамика реального ВВП и доля теневой экономики

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Венгрия								
монетизация (%)	—	48	50	50	45	43	43	—
– исключая депозиты в иностранной валюте	—	40	43	40	36	31	32	—
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	33	32	22	21	21	28	20	17
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	-4	-12	-3	-1	3	2	1	3
теневая экономика (% ВВП)	28,0	32,9	30,6	28,5	27,7	29,0	—	—

³³ *Transition Report 1997*, p. 148.

Польша								
монетизация (%)	–	32	36	36	37	37	37	–
– исключая депозиты в иностранной валюте	–	24	27	26	26	29	31	–
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	249	60	44	38	29	22	19	15
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	-12	-7	3	4	5	7	6	6
теневая экономика (% ВВП)	196,0	23,5	19,7	18,5	15,2	12,6	–	–

Данные на 1997 г. — прогноз ЕБРР.

Источники: монетизация: расчеты автора по De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*, tables 1, 2; уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен и динамика ВВП в сопоставимых ценах: *Transition Report 1997*, теневая экономика: оценки Кауфманна и Калиберда в *Transition Report 1997*.

Существование подобной асимметрии с трудом поддается объяснению. Если опираться на показатели прогресса в трансформации, опубликованные ЕБРР³⁴, то надо будет признать, что Венгрия по сравнению с Польшей является по крайней мере столь же (или даже более) продвинутой в процессе трансформации страной. Венгрия — это единственная страна с переходной экономикой, в которой рейтинг по категории «реформы в банковском секторе и либерализация в сфере процентных ставок» находится на уровне «4», а Польша по этому показателю имеет оценку «3». Оценка доли теневой экономики в Венгрии гораздо выше, чем в Польше, где значение теневой экономики постоянно снижается. Возможно, этот фактор и определяет различия в тенденциях монетизации между этими странами.

5.2.2. Словения, Хорватия и Румыния

Таблица 8. Словения, Хорватия и Румыния: монетизация (включая и исключая депозиты в иностранной валюте), инфляция и динамика реального ВВП

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Словения								
монетизация (%)	–	34	26	30	33	36	38	–
– исключая депозиты в иностранной валюте	–	18	14	16	21	22	24	–
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	105	247	46	15	14	6	6	–
ВВП в сопоставимых ценах (%)	-5	-9	-6	3	5	4	3	4

³⁴ *Transition Report 1997*.

изменения)								
Хорватия								
монетизация (%)	–	37	38	24	20	26	36	–
– исключая депозиты в иностранной валюте	–	23	25	10	10	11	14	–
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	<i>136</i>	204	11449	1398	3	5	4	–
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	-7	-20	-11	-1	1	2	4	5
Румыния								
монетизация (%)	–	48	30	22	21	25	27	–
– исключая депозиты в иностранной валюте	–	45	25	16	17	19	21	–
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	38	223	199	296	62	28	57	116
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	-6	-13	-9	2	4	7	4	-2

Показатели по инфляции, выделенные курсивом, означают, что из-за отсутствия данных приводятся показатели, соответствующие изменениям «розничных цен» (*Transition Report 1997*), которые, совершенно очевидно, не соответствуют индексу потребительских цен.

Данные на 1997 г. — прогноз ЕБРР.

Источники: монетизация: расчеты автора по De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*, tables 1, 2; уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен и динамика ВВП в сопоставимых ценах: *Transition Report 1997* (Румыния), *IMF International Statistics* (Словения и Хорватия).

Наследие инфляционного прошлого в Словении, наряду с инфляционным давлением в начале 90-х гг. свели спрос на деньги на значительно более низкий уровень по сравнению со средним для группы стран с аналогичным доходом на душу населения. Впоследствии, после проведения успешной стабилизации, рост уровня монетизации оказался значительным. То же самое справедливо для Хорватии, за тем лишь исключением, что эта страна пережила войну, сопровождавшуюся гиперинфляцией, и прошла через гораздо большее снижение объема производства. Удивительно, что при гораздо более низком уровне доходов на душу населения и при тех испытаниях, через которые прошла страна, теперь, через пять лет после распада Югославии, уровень монетизации широкого денежного агрегата в Хорватии примерно такой же, как и в Словении. Степень «долларизации» депозитов выше в Хорватии, но она очень велика в обеих странах, несмотря на весьма низкий уровень инфляции за последние годы. Как высокую зависимость от иностранной валюты, так и низкий уровень монетизации национальной валюты следует, возможно, отнести за счет общего югославского наследия. В обеих странах уровень мобилизации

капиталов через кредитно-банковскую систему страны высок (денежный мультипликатор равнялся в 1996 г. 3,2 в Хорватии и 5,6 в Словении).

В Румынии увеличению спроса на деньги, последовавшему за его первоначальным снижением, сопутствовали в условиях незавершенности реформ и сохранения частичного контроля за ценами вплоть до февраля 1997 г. относительно высокие и нестабильные темпы инфляции. Дальнейшее снижение уровня монетизации возможно после скачка инфляции в 1997 г.

5.2.3. Эстония, Латвия и Литва

Страны Балтии предоставляют исключительные возможности для анализа тех факторов, которые определяют спрос на деньги, поскольку большое сходство их макроэкономической политики и развития инфляционных процессов в этих странах позволяют абстрагироваться от значения этих факторов. В 1995 г. душевой ВВП, рассчитанный по паритету покупательной способности, колебался от 3291 долларов в Латвии до 4138 долларов в Эстонии и 4471 долларов в Литве. Как следует из анализа регрессии в таблице 1, это соответствует различиям в уровне монетизации между Латвией и Литвой лишь в 3 процентных пункта ВВП. Инфляция в странах Балтии достигла своего пика в 1992 г. и привела к значительной демонетизации. Процесс стабилизации оказался успешным и привел к немедленному восстановлению уровня монетизации.

Действовавшее в Эстонии с 1992 г. валютное управление (*currency board*), по-видимому, привело к быстрому и значительному увеличению спроса на национальную валюту, несмотря на снижение общего уровня монетизации (включая депозиты в иностранной валюте).

Таблица 9. Страны Балтии: монетизация (включая и исключая депозиты в иностранной валюте), инфляция, динамика реального ВВП и доля теневой экономики

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Эстония								
монетизация (%)	–	100	26	21	23	22	32	–
– исключая депозиты в иностранной валюте	–	42	15	20	21	20	29	–
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	23	304	954	36	42	29	15	12
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	-8	-8	-14	-9	-2	4	4	7
теневая экономика (% ВВП)	–	26,2	25,4	24,1	25,1	11,8	–	–
Латвия								

монетизация (%)	–	–	18	24	29	26	26	–
– исключая депозиты в иностранной валюте	–	–	13	17	21	19	14	–
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	<i>11</i>	<i>262</i>	<i>959</i>	<i>35</i>	<i>26</i>	<i>23</i>	<i>13</i>	<i>8</i>
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	<i>3</i>	<i>-10</i>	<i>-35</i>	<i>-15</i>	<i>1</i>	<i>-1</i>	<i>3</i>	<i>3</i>
теневая экономика (% ВВП)	–	<i>19,0</i>	<i>34,3</i>	<i>31,0</i>	<i>34,2</i>	<i>35,3</i>	–	–
Литва								
монетизация (%)	–	–	–	15	16	16	27	–
– исключая депозиты в иностранной валюте	–	–	–	9	12	12	20	–
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	<i>8</i>	<i>345</i>	<i>1161</i>	<i>189</i>	<i>45</i>	<i>36</i>	<i>13</i>	<i>10</i>
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	<i>-5</i>	<i>-13</i>	<i>-38</i>	<i>-24</i>	<i>1</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>
теневая экономика (% ВВП)	–	<i>21,8</i>	<i>39,2</i>	<i>31,7</i>	<i>28,7</i>	<i>21,6</i>	–	–

Цифры, выделенные курсивом, означают, что в силу недоступности данных по инфляции на конец года приводятся среднегодовые показатели инфляции.

Данные на 1997 г. — прогноз ЕБРР.

Источники: монетизация: расчеты автора по De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*, tables 1, 2; уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен и динамика ВВП в сопоставимых ценах: *Transition Report 1997*, теневая экономика: оценки Кауфманна и Калиберда в *Transition Report 1997*.

С другой стороны, Флеминг с соавторами³⁵ связывают банковский кризис конца 1992 г. с режимом валютного управления (*currency board*) (хотя они и не считают его основной причиной этого кризиса, но называют его в числе факторов, несомненно, осложнивших ситуацию).

Банковский кризис вылился в устойчивое снижение денежного мультипликатора с 2,47 в III квартале 1992 г. до 1,44 в I квартале 1993 г.³⁶ (уровень денежного мультипликатора, существовавший в 1992 г., так и не был достигнут к 1996 г.) Однако Флеминг с соавторами³⁷ подчеркивают, что затронуты оказались лишь сравнительно немногочисленные держатели депозитов и что вследствие надлежащих действий властей по противодействию кризису эта ситуация в целом лишь укрепила банковский сектор.

Литва ввела валютное управление в начале 1994 г., а Латвия в то же самое время зафиксировала свой валютный курс, хотя и без принятия особых

³⁵ Fleming A., Chu L., Bakker M.-R., *Op. cit.*, p. 8.

³⁶ База данных CASE по экономике стран, осуществляющих процесс трансформации, созданная на основе *IMF International Statistics*.

³⁷ Fleming A., Chu L., Bakker M.-R., *Op. cit.*

организационных условий. И вновь, как отмечали Флеминг с соавторами³⁸, жесткая монетарная политика в обеих странах способствовала выявлению неблагоприятного положения в некоторых банках (что в противоположном случае могло бы остаться в течение длительного времени незамеченным) и возникновению банковского кризиса.

Падение уровня монетизации (или его стагнация) в странах Балтии в 1995 г. стали следствием банковских кризисов в каждом из трех государств. Хотя некоторые банки, считавшиеся более стабильными, в результате увеличили свои депозиты, совокупное воздействие кризиса на депозитную базу было отрицательным. Флеминг с соавторами³⁹ связывают изъятие депозитов в Латвии с общим снижением уровня общественного доверия и перемещением сбережений в форму накопления наличных денег. Хотя практика поддержания проблемных банков в Литве и подвергалась критике⁴⁰, в этой стране отток депозитов был меньшим и не столь продолжительным. Тот факт, что в Латвии отмечалось снижение объема депозитов в национальной валюте (которому сопутствовал рост депозитов в иностранной валюте), что не отмечалось в Литве, может быть объяснено существованием в Литве валютного управления (*currency board*) и его отсутствием в Латвии.

Представленные в таблице 9 показатели дают представление о наличии некоей взаимосвязи между долей теневой экономики и спросом на внутреннюю валюту. Эстония, имеющая, по оценкам, самую низкую долю незарегистрированной экономической деятельности, характеризуется наиболее высоким уровнем монетизации, хотя она и имеет несколько более высокий уровень инфляции, чем Латвия. Несмотря на высокую инфляцию, Литва по уровню монетизации приблизилась к уровню, достигнутому в Латвии, где, по оценкам, отмечаются наиболее высокие показатели теневой экономики.

6. Страны с низким уровнем монетизации

В таблицах 10 и 11 представлены показатели, характеризующие состояние наиболее демонетизированных экономических систем, переживающих процесс трансформации.

³⁸ Fleming A., Chu L., Bakker M.-R., *Op. cit.*

³⁹ Fleming A., Chu L., Bakker M.-R., *Op. cit.*, p. 22.

⁴⁰ Fleming A., Chu L., Bakker M.-R., *Op. cit.*, p. 22.

В таблице 10 представлены страны, продолжающие (хотя и с различной скоростью) движение по пути осуществления рыночных реформ и уже достигшие определенной макроэкономической стабилизации. Эти факторы позволяют рассматривать монетизацию в указанных странах как репрезентативную в среднесрочном плане и интерпретировать ее с помощью инструментов рыночной экономики.

Таблица 10. Страны с переходной экономикой, имеющие низкий уровень монетизации и достигшие стабилизации: монетизация (исключая депозиты в иностранной валюте), инфляция и динамика реального ВВП

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Молдова								
монетизация (%)	–	50	24	11	10	13	20	–
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	4	151	2198	837	116	24	15	11
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	-2	-18	-29	-1	-31	-3	-8	-2
Кыргызстан								
монетизация (%)	–	–	18	11	10	14	14	–
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	–	170	1259	1363	96	32	35	24
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	3	-5	-19	-16	-20	1.3	6	6

Продолжение таблицы на следующей странице

Продолжение таблицы 10

	1990*	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Россия								
монетизация (%)	–	77	23	20	14	11	10	–
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	6	144	2501	837	217	132	22	14
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	–	-5	-15	-9	-13	-4	-5	1
Украина								
монетизация (%)	–	67	19	20	18	13	10	–
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	4	161	2730	10155	401	182	40	15
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	-3	-12	-14	-14	-23	-12	-10	-3
Азербайджан								
монетизация (%)	–	–	22	27	18	11	9	–
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	8	126	1395	1294	1788	85	7	7
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	-12	-1	-23	-23	-18	-11	1	5
Казахстан								
монетизация (%)	–	–	20	20	11	9	9	–
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	105	137	2984	2169	1160	60	29	12
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	0	-13	-3	-10	-18	-9	1	2
Армения								
монетизация (%)	–	–	33	23	11	6	7	–
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	10	25	1341	10896	1885	32	6	19
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	-7	-17	-53	-15	5	7	6	6
Грузия								
монетизация (%)	–	111	34	7	4	2	4	–
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	5	131	1177	7488	6473	57	14	7
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	-12	-14	-45	-25	-11	2	11	11

Цифры, выделенные курсивом, означают, что в силу недоступности данных по инфляции на конец года приводятся среднегодовые показатели инфляции.

Данные на 1997 г. — прогноз ЕБРР.

Источники: монетизация: расчеты автора по De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*, tables 1, 2; уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен и динамика ВВП в сопоставимых ценах: *Transition Report 1997*.

Приведенный ниже анализ может быть отчасти применим и к странам, представленным в табл. 11. В этих странах, однако, рыночные реформы стагнировали или даже были обращены вспять, а экономика этих стран до сих пор страдает от макроэкономической нестабильности. В силу указанных причин данные по этим странам отличаются меньшей надежностью, а развитие ситуации в перспективе трудно прогнозировать.

Таблица 11. Страны с переходной экономикой, пока не достигшие стабилизации и не обеспечившие либерализации экономики: монетизация (исключая депозиты в иностранной валюте), инфляция и динамика реального ВВП

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Узбекистан								
монетизация (%)	–	–	–	29	20	14	14	–
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	3	169	910	885	1281	117	64	40
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	2	-1	-11	-2	4	-1	2	1
Таджикистан								
монетизация (%)	–	–	29	42	32	20	7	–
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	4	204	1364	7344	1	2132	41	105
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	-2	-7	-29	-11	-22	-13	-7	-3
Туркменистан								
монетизация (%)	–	–	18	13	5	6	6	
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	4,6	155	644	9750	1328	1262	446	44
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	2	-5	-5	-10	-19	-8	-3	-15
Белоруссия								
монетизация (%)	–	59	20	20	16	12	13	–
уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен (%)	–	93	1558	1994	1990	243	40	99
ВВП в сопоставимых ценах (% изменения)	-3	-1	-10	-8	-13	-10	3	3

Цифры, выделенные курсивом, означают, что в силу недоступности данных по инфляции на конец года приводятся среднегодовые показатели инфляции.

Данные на 1997 г. — прогноз ЕБРР.

Источники: монетизация: расчеты автора по De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*, tables 1, 2; уровень инфляции на конец года по индексу потребительских цен и динамика ВВП в сопоставимых ценах: *Transition Report 1997*.

Все страны с низким уровнем монетизации относятся к числу бывших республик СССР. После 1991 г. они прошли через период чрезвычайно высокой инфляции, неизменно сопровождавшийся глубоким падением производства, проблемы в банковском секторе и рост теневой экономики. Из-за совпадения этих экстремальных условий в большинстве сфер подход, применявшийся для стран с высоким и средним уровнем монетизации, в данном случае мало применим. Напротив, предполагается сосредоточить анализ на ряде специфических проблем: дополнительные факторы, которые способствовали демонетизации, проблемы их измерения, функционирование демонетизированной экономики, а также ускорение роста спроса на деньги, особенно в момент стабилизации.

6.1. Дополнительные факторы, действующие в странах с самым низким уровнем монетизации

В странах бывшего СССР чрезвычайно высокому уровню инфляции сопутствовали (и предшествовали) другие правительственные решения, которые способствовали снижению спроса на деньги. Первый серьезный удар по доверию населения к деньгам был нанесен в январе 1991 г., когда советское правительство изъяло из обращения 100- и 50-рублевые купюры⁴¹. Держатели этих купюр могли обменять их лишь в крайне ограниченном количестве.

Другие решения властей оказались разрушительными для доверия к банковской системе. Наряду с неэквивалентным обменом банкнот был введен лимит на изъятие сумм денег с банковских счетов. Позднее этот порядок был несколько смягчен⁴². Как отмечает Конвей, впоследствии сходные решения неоднократно принимались в большинстве стран бывшего Советского Союза⁴³. Эти решения были связаны с дефицитом рублей с период функционирования рублевой зоны. Даже в условиях низкой инфляции подобные действия могли, в чем было убеждено большинство населения, оказаться равносильными острому банковскому кризису. На практике из-за того, что эти мероприятия пришлось на период высокой инфляции, для обычных людей они означали окончательную потерю их сбережений.

⁴¹ Conway P., *Ruble Overhang and Ruble Shortage: Were They the Same Thing?*, p. 4; Домбровски М., *Причины распада рублевой зоны*, «Исследования и анализы», № 58, CASE – Центр социально-экономических исследований, Варшава 1995.

⁴² Conway P., *Ruble Overhang and Ruble Shortage: Were They the Same Thing?*

⁴³ Conway P., *Ruble Overhang and Ruble Shortage: Were They the Same Thing?*

Хотя нет сомнений в том, что в результате действия всех перечисленных выше факторов экономические системы рассматриваемых стран были в значительной мере демонетизированы, реальный уровень их монетизации с трудом поддается определению. Эта неопределенность связана с проблемами статистического измерения ВВП, качество которого оставляло желать много лучшего. В 1995 г. официально рассчитанная величина номинального ВВП в Кыргызстане была скорректирована в сторону понижения. Это понижение немедленно улучшило картину монетизации. Многочисленные арбитражные способы учета неофициальной экономики и объема производства в сепаратистских регионах (Абхазия и Южная Осетия) существенно понижают надежность показателей грузинского ВВП⁴⁴. По данным грузинских властей, рассматривается также возможность корректировки номинального уровня ВВП. Анализ имеющихся данных подтверждает, что в странах с низкой степенью монетизации информация о ее уровне наименее надежна: доля теневой экономики в этих странах считается наиболее высокой, а статистический расчет величины ВВП обычно отличается самым низким качеством.

6.2. Функционирование демонетизированных экономических систем

Независимо от характера развития монетарной сферы население нуждается в том, чтобы делать сбережения, а экономика требует того, чтобы в ней при данном уровне реального ВВП осуществлялся определенный объем сделок. Наличная конвертируемая валюта, денежные суррогаты и развитие бартера позволяют экономике функционировать даже при сниженном уровне монетизации национальной валюты.

Вследствие своей высокой ликвидности и в отсутствие надежной банковской системы наличные доллары или немецкие марки становятся наиболее привлекательной формой сбережений в периоды нестабильности. В результате они также используются в качестве средства платежа при крупных сделках между домашними хозяйствами. К тому же в странах бывшего СССР широко распространена коррупция и доллары являются традиционной валютой, в которой даются взятки. В силу выше упомянутых причин доллары широко используются в теневой экономике, которая процветает в странах бывшего СССР.

⁴⁴ *Republic of Georgia Report of the Multisector Statistics Mission*, mimeo, International Monetary Fund, 1997.

Экономическая среда демонетизированных экономических систем продолжает воспроизводить стимулы к широкому использованию доллара⁴⁵. В странах СНГ обеспечение выполнения правовых норм крайне слабо, поэтому нормы, запрещающие использование другой валюты, кроме национальной, не являются действенными. Однако приток долларов ограничен, что создает естественный барьер для дальнейшего распространения этого субститута национальной валюты.

В странах бывшего СССР в качестве средства обмена широко распространен бартер. В России доля бартера в общем объеме продаж промышленной продукции возросла с 5% в 1992 г. до по меньшей мере 40% в 1997 г. (по некоторым оценкам — до 70%)⁴⁶. В докладах о состоянии стран, проходящих процесс трансформации, называются три причины использования этого метода обмена. Во-первых, бартер позволяет фирмам скрывать доходы от налоговых органов и от кредиторов. Во-вторых, это позволяет менеджерам советского типа поддерживать высокий уровень производства, скрывая в то же время его реальную стоимость⁴⁷. Третья причина связана со слабостью финансовой системы и высокой стоимостью кредита в анализируемой группе стран. Для получения оборотного капитала предприятия используют торговые кредиты, предоставляемые под обеспечение товарами (взыскание на товары обратить легче всего).

Бартер связан с более общим феноменом, которые принято называть «кризисом неплатежей». В отсутствие наличных средств товары используются для регулирования платежей предприятиям общественного пользования. В системе госзакупок товары приобретаются в обмен на аннулирование налоговой

⁴⁵ Например, в Грузии банки, совершенно очевидно, не заинтересованы в работе с национальной валютой и предлагают более высокие проценты по долларовым депозитам. Кроме того, мелкие долларские купюры, которые являются наиболее изношенными, принимаются в обменных пунктах лишь со скидкой, что препятствует их изъятию из обращения. Вместо этого они используются наряду с лари, и, например, среди тбилисских таксистов принято давать сдачу одно- двух- или пятидолларовыми купюрами. Доллар часто играет роль средства учета. Например, в московских ресторанах и кафе (а также в ювелирных магазинах г. Бишкека) цены нередко указываются в «у. е.» (условных единицах), которые примерно соответствуют текущему курсу доллара. Наличные рубли конвертируются по невыгодному курсу. Наличные доллары к оплате не принимаются (по крайней мере, в Москве), однако клиенты, имеющие долларовые счета, могут расплачиваться с помощью кредитных карт и таким образом избежать конвертирования рублей по невыгодному курсу.

⁴⁶ *Transition Report 1997*, box 2.2.

⁴⁷ Осуществление выплат работникам натурой позволяет менеджерам откладывать реструктуризацию, и в то же время с минимальными затратами решать проблемы реализации производимой продукции.

задолженности⁴⁸. В связи с кризисом неплатежей бартер дополняется использованием таких субститутов денег, как государственные ценные бумаги (по которым не производятся выплаты), для уплаты налогов и даже при расчетах между предприятиями.

В сельскохозяйственных районах использование мелкого бартера является результатом снижения уровня жизни населения и возвращением к натуральному сельскому хозяйству. Эта тенденция, по-видимому, широко распространена в стране с наиболее демонетизированной экономикой — в Грузии. Однако поскольку натуральное сельское хозяйство мало что дает для роста ВВП, воздействие этого вида бартера на монетизацию невысоко.

Рассмотренный феномен связан со слабостью правовой базы (недостаточным обеспечением проведения платежей, неэффективными процедурами банкротства), с использованием старых методов управления на предприятиях, приватизированных инсайдерами, со структурными проблемами всей налоговой системы, а также с распространением бедности среди сельскохозяйственного населения. Таким образом, все эти факторы способствуют сохранению низкого уровня монетизации. Более того, попытки избежать использования внутренней валюты (особенно в виде банковских депозитов), опора на наличный доллар и на бартер становятся чертами экономической культуры и менталитета стран с низким уровнем монетизации. Эти обстоятельства лишь упрочивают существование низкой монетизации.

6.3. Динамика спроса на деньги в условиях стабилизации после гиперинфляции

Анализируя статистические данные по кварталам, Де Брокк с соавторами⁴⁹ приходят к выводу, что колебания в уровне монетизации значительно выше в странах с гиперинфляцией, чем в государствах, имеющих умеренный уровень инфляции. Это явление особенно обратило на себя внимание исследователей на этапе стабилизации. Было отмечено, что уровень монетизации резко снижался не только во время высокой инфляции, но также в начале внедрения программ стабилизации. В некоторых странах (Армения, Азербайджан, Казахстан, Кыргызстан, Молдова, Россия) резкое снижение уровня монетизации произошло только после того, как инфляция начала снижаться. К этому вопросу существует два подхода: один из них соответствует стандартному подходу, применяемому в рамках теории спроса на деньги в условиях открытой

⁴⁸ *Transition Report 1997*, box 2.2.

⁴⁹ De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*

экономики, а другой основной упор делает на временную несбалансированность денежных рынков.

6.3.1. Динамика спроса на деньги в условиях стандартной ситуации денежного спроса

Де Брок с соавторами разработали простую модель, в рамках которой можно воспроизвести резкое снижение уровня монетизации на ранней стадии проведения программы стабилизации и установление завышенного курса национальной валюты⁵⁰ (что также можно наблюдать на практике).

Модель исходит из следующих параметров.

1. Стабилизация достигается за счет сокращения темпов роста денежной массы (обозначается параметром u).

2. Денежный рынок постепенно «очищается» в соответствии с зависимостью, отражающей спрос на деньги:

$$\ln M - \ln P = k \ln y - n (r + E\{de/e\}) \quad (1)^{51}$$

Уравнение отражает ту зависимость, что спрос на реальные деньги ($\ln M - \ln P$) возрастает по мере роста реального производства (y) и снижается вместе с дополнительными издержками от обладания наличностью, рассчитываемыми как норма ссудного процента при необеспеченном соотношении процентных ставок (равными номинальной процентной ставке для иностранной валюты r плюс ожидаемое обесценение валюты $E\{de/e\}$).

3. Динамика инфляции описывается уравнением:

$$dP/P = \varphi + c [\ln P^* - (\ln P - \ln e)] \quad (2a)$$

где:

$$d\varphi = b [u - \varphi] \quad (2b)$$

φ — это параметр, описывающий инфляционную тенденцию. Из-за своей инерции, которая пропорциональна параметру b , инфляция приближается к темпам роста денежной массы u лишь постепенно. Другие импульсы изменений

⁵⁰ De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*

⁵¹ Обозначения в уравнениях соответствуют приведенным в De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*

цен исходят от валютного курса и уровня мировых цен (P^*), где параметр c определяет жесткость (негибкость) внутренних цен.

4. Ожидания той или иной динамики валютного курса определяются формулой:

$$E\{de/e\} = u - a [\ln e - \ln k] \quad (3)$$

Ожидаемое обесценение национальной валюты будет соответствовать темпам роста денежной массы (устойчивая инфляция), уменьшенным пропорционально степени превышения курса по кассовым сделкам e над равновесным валютным курсом k . Равновесный обменный курс — это курс, который формировался бы в каждый данный момент времени, если бы цены были (с самого начала) совершенно эластичными.

При устойчивой инфляции, во-первых, удовлетворяется условие паритета покупательной способности: $\ln e = \ln P - \ln P^*$ и, во-вторых, темпы инфляции и темпы обесценения валюты сближаются с темпами роста денежной массы:

$$dP/P = de/e = dM/M = u = \varphi$$

Однако в краткосрочном плане в модели прогнозируется повышение уровня монетизации, график которого примерно соответствует по форме букве «J»: первоначально уровень монетизации падает, но потом возрастает до более высокой заданной величины в период достижения стабилизации. Более детальный анализ модели и ее динамики был сделан Де Броеком с соавторами⁵².

Предположение относительно инерционности инфляции имеет критическое значение для отражения в модели снижения уровня монетизации по наступлении стабилизации. Снижение уровня монетизации происходит в соответствии со следующей логической цепочкой: первоначально, после того, как темпы роста денежной массы снижаются, темпы инфляции (вследствие инерции) превышают последние, неизбежно уменьшая сумму реальных денег в обращении. Со стороны спроса этому уменьшению должен соответствовать прирост ожидаемого обесценения валюты, который является единственным «свободным» параметром. Подобный прирост на первый взгляд представляется

⁵² De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*

парадоксальным. Однако если курс валюты быстро растет и превышает «равновесный» курс, резонно было бы ожидать, что снижаться он будет еще быстрее по сравнению с темпами роста денежной массы (по крайней мере первоначально, пока не будет достигнут равновесный валютный курс).

Применимость модели ограничивается тем, что она исходит из того факта, что объем денежной массы используется в качестве инструмента монетарной политики, одновременно с полным освобождением валютного курса. На практике при осуществлении большинства стабилизационных программ, где был обнаружен обсуждаемый эффект, курсы национальных валют подвергались защите без принятия официальных обязательств по их фиксации (например, в Армении курс национальной валюты был по сути дела зафиксирован⁵³, хотя официально была принята система регулируемого плавающего курса). В открытой экономической системе это означает утрату контроля за объемом денежной массы и тем самым полностью подрывает всю логику модели.

Возникает вопрос: возможно ли адаптировать данную модель к условиям стабилизационной программы, в которой используется «якорный» номинальный валютный курс? Очевидно, первые два блока модели должны остаться без изменения:

$$\ln M - \ln P = k \ln y - n (r + E\{de/e\}) \quad (1)$$

$$dP/P = \varphi + c [\ln P^* - (\ln P - \ln e)] \quad (2a)$$

$$d\varphi = b [w - \varphi] \quad (2b^*)$$

с тем лишь единственным отличием, что u заменяется на w — темпы обесценения валюты в условиях фиксации валютного курса, которая может быть постоянной или «ползучей». В любом случае, величина w должна быть ниже, чем темпы обесценения национальной валюты в период, предшествовавший реализации стабилизационной программы.

Проблема теперь сводится к тому, чтобы разработать механизм формирования инфляционных ожиданий, совместимый с остальными элементами модели. Ожидания должны быть таковы, чтобы уравнение равновесия денежного рынка оставалось справедливым, в то время как темпы инфляции превышали бы темпы обесценения валюты в силу инерционности инфляции и неэластичности цен.

⁵³ Horvath B., Thacker N., Ha J., *Achieving Stabilisation in Armenia*, «IMF Working Paper», WP/98/38, 1998.

В случае, если фиксированный курс пользуется абсолютным доверием, когда:

$$E\{de/e\} = w \quad (3^*)$$

Уравнение (1) подразумевает, что после введения фиксированного курса спрос на реальные деньги возрастает немедленно, и поэтому объем номинальной денежной массы должен увеличиваться дискретно, с тем, чтобы это увеличение опережало бы темпы инфляции и позволяло удовлетворять растущий спрос на реальные деньги.

Модель сможет отражать феномен снижения монетизации в том единственно возможном случае, если ожидания обесценения валюты усилятся после фиксации валютного курса. Это может произойти, если фиксированный курс с самого начала не будет пользоваться доверием, а население будет ожидать, что валютный курс вновь вернется на прежний путь, как это описывается уравнением:

$$E\{de/e\} = w + \theta[\ln P - \ln P^* - \ln e] \quad (3^{**})$$

где:

$\theta = 1$ в случае предполагаемого полного отсутствия доверия к фиксированному курсу или, например, $\theta = g^{-t}$, если фиксированный курс постепенно, с течением времени приобретает доверие населения.

Аналогично, в первоначальном варианте модели, разработанном Де Броеком с соавторами⁵⁴, по прошествии определенного периода времени экономика достигает нового равновесного состояния, в котором соблюдается паритет покупательной способности:

$$dP/P = dM/M = de/e = w,$$

а объем реальной денежной массы неизменно возрастает (пропорционально снижению темпов обесценения валюты или снижению темпов роста номинальной денежной массы в первоначальном варианте модели).

⁵⁴ De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Op. cit.*

6.3.2. Интерпретация неравновесного состояния

Кури с соавторами⁵⁵ также упоминают о значительных вариациях скорости денежного обращения при его высокой частоте. Основная тема их исследования — воздействие относительной корректировки цен на инфляцию в странах с переходной экономикой; они приходят к выводу, что такое влияние было значительным, но его значение изменялось в зависимости от страны или периода времени (особенно важным оно было на ранних стадиях либерализации). Авторы утверждают, что «относительная корректировка цен может оказывать краткосрочное позитивное воздействие на инфляцию посредством повышения скорости денежного обращения... Ценовой шок, по сути дела, временно выводит реальные денежные остатки из равновесия вплоть до того периода, пока агенты не оказываются в состоянии скорректировать свои денежные активы»⁵⁶.

Если исходить из простого предположения, что величина денежной массы может временно отклоняться от равновесного состояния, то необходимость в анализируемых выше моделях отпадает. Более того, более естественно было бы предположить, что сжатие денежной массы на начальном этапе стабилизации в сочетании с инерционным ростом цен приводят к подобному отклонению (подобно тому, как это происходит в случае «чистого» ценового шока).

Во всех анализируемых случаях критическим фактором является инфляционная инерция. Ее причиной могут быть механизмы индексации, «встроенные» в экономическую систему, относительная корректировка цен (при условии их жесткости) или инерция инфляционных ожиданий населения.

Особенно сильная инфляционная инерция, в сочетании с медленным движением денежных остатков к равновесному состоянию, может теоретически привести к длительному нарушению равновесия. Обнаружение «эффекта храповика» свидетельствует о том, что подобное неравновесие может превратиться, по мере того, как экономические агенты разработают методы действий в условиях меньших денежных резервов, в новое равновесие. Таким образом, инфляционная инерция может также оказать влияние на уровень спроса на деньги, формирующийся в средне- и долгосрочной перспективе.

⁵⁵ Coorey S., Mecagni M., Offerdal E., *Op. cit.*

⁵⁶ Coorey S., Mecagni M., Offerdal E., *Op. cit.*, p. 14.

7. Выводы

Бывшие социалистические страны могут отличаться очень высоким, средним и чрезвычайно низким уровнем монетизации относительно среднемировых уровней для данных групп дохода на душу населения. Если решающая роль кумулятивной (за последние годы) инфляции в определении спроса на деньги не подлежит ни малейшему сомнению, ее значение в краткосрочном плане в отдельных случаях может оказаться различным. Демонетизация может продолжаться и при низком уровне инфляции, равно как некоторая ремонетизация может произойти, несмотря на относительно высокую инфляцию, при сходных на первый взгляд условиях.

Сравнительный межстрановой анализ свидетельствует о том, что между уровнем дохода на душу населения и уровнем монетизации существует прямая связь. Однако при рассмотрении кратких временных периодов динамика производства не позволяет судить об изменениях в уровне монетизации. Хотя в большинстве случаев демонетизации сопутствует реальное снижение производства, можно назвать несколько примеров того, когда деградация производства сопровождалась процессом ремонетизации.

Прямое влияние на уровень монетизации оказывает банковский кризис, который вызывает снижение уровня сбережений. Однако это воздействие является краткосрочным. Прогресс в реформировании банковского сектора мало что может объяснить в динамике монетизации, хотя в длительной перспективе его воздействие проследить легче. Внедрение механизмов валютного управления (*currency board*) оказывает воздействие на состав сбережений и увеличивает долю депозитов в национальной валюте. Роль этих механизмов в увеличении спроса на деньги двойственна, поскольку позитивный эффект может в краткосрочном плане оказаться сведенным на нет той напряженностью, которую они вносят в банковскую систему. Оценивать же долгосрочное воздействие пока еще слишком рано.

Очевидно, существует обратная связь между величиной теневой экономики и внутренним спросом на деньги. Однако, учитывая крайнюю приблизительность оценок величины теневой экономики, к этому тезису следует относиться с осторожностью.

Различия в уровнях монетизации между странами, переживающими процесс трансформации, значительны и часто их трудно объяснить, особенно когда страны имеют сходные характеристики. При анализе краткосрочных периодов

нет никаких оснований говорить о движении к среднему уровню монетизации в странах со сходными уровнями доходов на душу населения. Это подтверждается и данными для других стран мира за последние три десятилетия (см. Приложение). Представленная в Приложении картина монетизации является чрезвычайно разнообразной и характеризуется высокой спецификой отдельных стран.

В странах с переходной экономикой, выделяющихся самым низким уровнем монетизации, гиперинфляции сопутствовали другие направления экономической политики, такие, например, как запрещение обращать банковские депозиты в наличную форму, что разрушило спрос на деньги в этих странах. Сформировавшиеся в результате уровни монетизации обладают сходными чертами: они крайне низки, но при этом чрезвычайно мало достоверны (из-за проблем, возникающих с измерением ВВП). В этих странах широкое распространение получают бартерные связи, использование наличных долларов (или другой конвертируемой валюты), применение других способов, позволяющих избежать использования национальной валюты.

Теоретические построения по методу Де Броека с соавторами позволяют говорить о том, что некоторые краткосрочные феномены в скорости денежного обращения могут быть объяснены надежностью программы стабилизации и инфляционной инерцией. Такие факторы, которые увеличивают инфляционную инерцию, как индексационные механизмы, широкое и продолжительное использование механизмов относительной корректировки цен, способствуют поддержанию низкого уровня монетизации сразу же после достижения стабилизации, а также, возможно (при условии некоторых более основательных допущений), и в среднесрочной перспективе.

Литература

Домбровски М., *Причины распада рублевой зоны*, «Исследования и анализы», № 58, CASE – Центр социально-экономических исследований, Варшава 1995.

Antczak R., *Money Supply and Inflation: Components of Reserve Money Creation*, mimeo, CASE – Center for Social and Economic Research, Warsaw 1998.

Conway P., *Ruble Overhang and Ruble Shortage: Were They the Same Thing?*, «World Bank Policy Research Working Paper» No. 1389, 1994.

Conway P., *Sustained Inflation in Response to Price Liberalization*, «World Bank Policy Research Working Paper», No. 1368, 1994.

Coorey S., Mecagni M., Offerdal E., *Designing Disinflation Programs in Transition Economies: The Implications of Relative Price Adjustment*, «IMF Paper on Policy Analysis and Assessment», PPAA/97/1, 1997.

Dąbrowski M., *Different Strategies of Transition to a Market Economy: How Do They Work in Practice?*, «World Bank Policy Research Working Paper», No. 1579, 1995.

De Broeck M., Krajnyák K., Lorie H., *Explaining and Forecasting the Velocity of Money in Transition Economies, with Special Reference to the Baltics, Russia and other Countries of the Former Soviet Union*, «IMF Working Paper», WP/97/108, 1997.

Fischer S., *Maintaining Price Stability*, «Finance & Development», December 1996.

Fleming A., Chu L., Bakker M.-R., *The Baltics — Banking Crises Observed*, «World Bank Policy Research Working Paper», No. 1647, 1996.

Ghosh A., *De-Monetization and Re-Monetization*, mimeo, International Monetary Fund, 1996.

Ghosh A., *Inflation in Transition Economies: How Much? and Why?*, «IMF Working Paper», WP/97/80, 1997.

Horvath B., Thacker N., Ha J., *Achieving Stabilisation in Armenia*, «IMF Working Paper», WP/98/38, 1998.

Republic of Georgia Report of the Multisector Statistics Mission, mimeo, International Monetary Fund, 1997.

Transition Report 1997, EBRD, 1997.

Wellisz S., *Inflacja w Polsce w latach 1990-1995*, notatka, 1995.

Woźniak P., *Relative Prices and Inflation in Poland 1989-97, The Special Role of Administered Price Increases*, «World Bank Policy Research Working Paper», No. 1879, 1998.

Источники данных

База данных CASE по экономике стран, осуществляющих процесс трансформации, созданная на основе *IMF International Statistics*.

Easterly W., M. Kremer L. Pritchett, Summers L. H., *Good Policy or Good Luck? Country Growth Performance and Temporary Shocks*, «Journal of Monetary Economics», No. 32(3), December 1993 (данные доступны на Интернет-сервере Всемирного банка).

IMF International Statistics.

Penn World Table (Mark 5.6).

Social Indicators of Development Database (База данных социальных показателей развития): информация из базы данных Всемирного банка, доступной в режиме он-лайн в CIESIN — Международной информационной сети консорциума наук о Земле.

Transition Report 1997, EBRD, 1997.

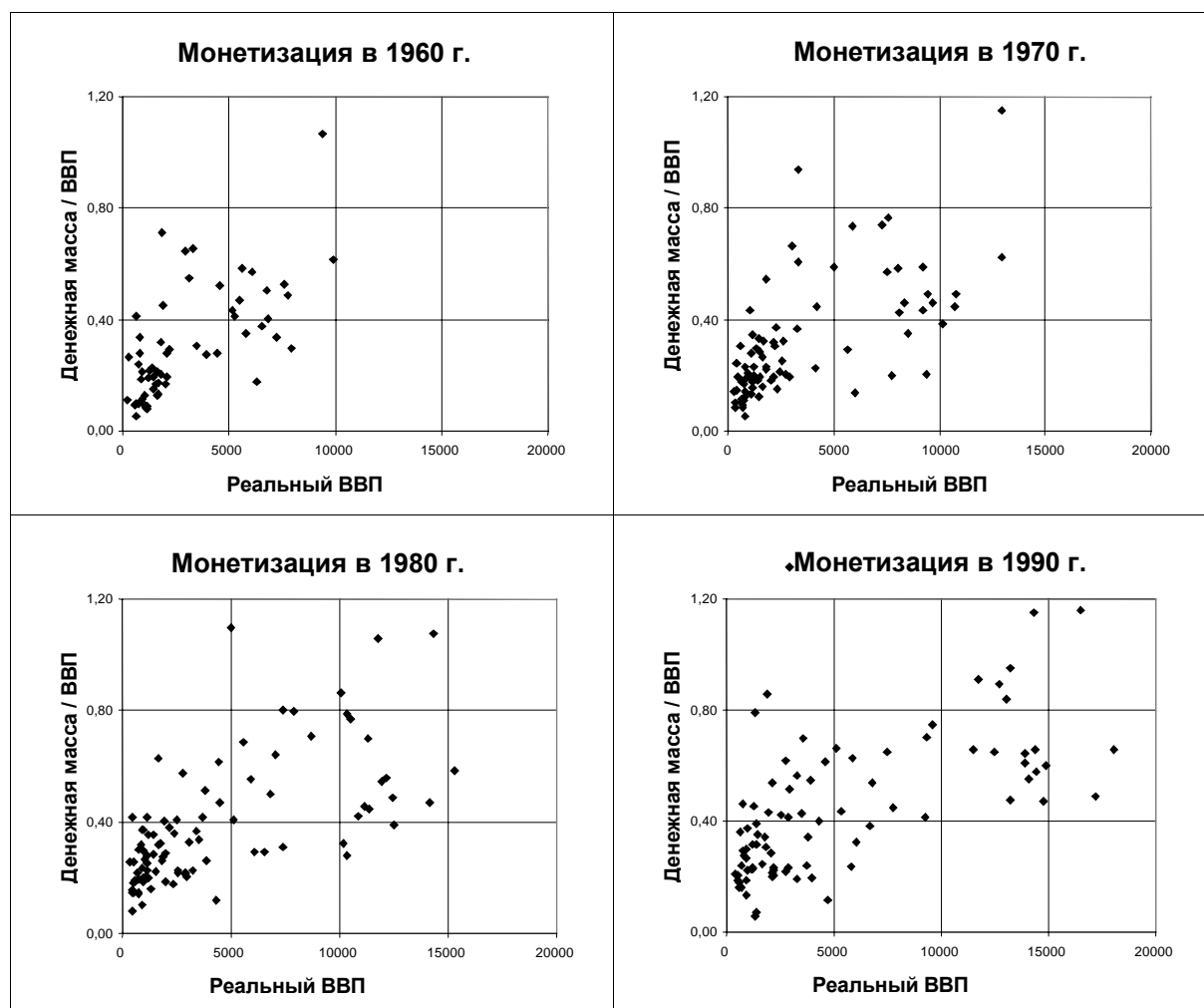
World Development Report 1997, EBRD, 1997.

Приложение

Доход и уровень монетизации в мире в 1960-1990 гг.

На рисунке А.1 показана зависимость между отношением широкого денежного агрегата к номинальной величине ВВП и величиной ВВП на душу населения в постоянных ценах (долларах США 1985 г.) для всех стран (за исключением тех, население которых менее 1 млн. человек) на 1966, 1970, 1980 и 1990 гг.

Рисунок А1. Монетизация в мире в 1960-1990 гг.



Источники: Денежная масса/ВВП 1960, 1970, 1980: Easterly W., M. Kremer L. Pritchett, Summers L. H., *Good Policy or Good Luck? Country Growth Performance and Temporary Shocks*, «Journal of Monetary Economics», No. 32(3), December 1993, переменная M2; денежная масса/ВВП 1990: *IMF International Statistics*; реальный ВВП: *Penn World Table* (Mark 5.6), переменная RGDPCH —

реальный ВВП на душу населения в сопоставимых долларах США (цепной индекс) (выражен в мировых ценах, база — 1985 г.)

В таблице А.1 представлены результаты оценок линейной зависимости OLS между избранными переменными.

Таблица А1. Сводные данные о соотношениях денежной массы и ВВП, результаты линейной регрессии с константой и каузальной переменной (реальный ВВП на душу населения в сопоставимых ценах — РВВПНДСЦ), матрица корреляции регрессионных остатков во времени*

	1960	1970	1980	1990
Широкий денежный агрегат/ВВП:				
медиана	0,24	0,24	0,34	0,41
невзвешенная средняя	0,30	0,31	0,38	0,44
невзвеш. средняя в общей выборке	0,30	0,35	0,43	0,48
среднеквадратическое отклонение	0,20	0,21	0,22	0,26
среднеквадратич. отклонение в общей выборке	0,20	0,22	0,24	0,25
Регрессия с константой и РВВПНДСЦ:				
Число наблюдений	60	84	93	87
а. коэффициенты				
постоянный	0,15	0,17	0,23	0,29
<i>среднеквадратическая ошибка</i>	0,03	0,02	0,03	0,03
коэф. РВВПНДСЦ	0,000051	0,000039	0,000035	0,000031
<i>среднеквадратическая ошибка</i>	0,000008	0,000005	0,000004	0,000004
б. статистика регрессии:				
R²	0,43	0,41	0,43	0,38
Сопряж. R²	0,42	0,41	0,42	0,37
Среднеквадратичная ошибка регрессии	0,15	0,16	0,17	0,21
с. матрица корреляции регрессионных остатков				
1960	1,00	0,91	0,69	0,48
1970	0,91	1,00	0,72	0,45
1980	0,69	0,72	1,00	0,63
1990	0,48	0,45	0,63	1,00

* Размеры выборок отличаются друг от друга из-за недоступности данных. Общая выборка состоит из 59 стран. Регрессии приведены для максимального числа наблюдений. Однако коэффициенты относительно устойчивы к составу выборок, и результаты для одной и той же выборки на различные годы различаются крайне незначительно: для 1970 г. константа равна 0,19, а коэффициент — 0,000038, для 1980 г. — 0,25 и 0,000032 соответственно, а для 1990 г. — 0,27 и 0,000031. Приведенные коэффициенты корреляции рассчитаны для выборок, ограниченных доступностью данных в меньшей выборке для каждой из пар. Если вместо этого использовать общую выборку, то коэффициенты корреляции будут отличаться друг от друга самое большее на 1 процентный пункт.

Источник: расчеты автора на основе тех же данных, что и для рис. А.1.

Прежде чем перейти к интерпретации данных таблицы А.1, необходимо сделать два замечания. Во-первых, представленные результаты могут оказаться не вполне репрезентативными из-за особенностей выборки стран: страны, для которых данные недоступны, возможно, также имеют низкий уровень монетизации. Вторая проблема связана с тем фактом, что нижняя граница уровня монетизации ограничена нулем. Гистограммы остатков свидетельствуют о значительной правосторонней асимметрии такого распределения, что исключает его нормальность. Поэтому в табл. А.1 не приводятся каких-либо статистических данных (например, *t*- или *F*-статистики), которые основываются на предположении о нормальном распределении ошибок.

Приведенные данные подтверждают наличие значительной положительной корреляции между уровнем ВВП на душу населения (в мировых ценах) и уровнем монетизации. Примерно 40% вариации в уровнях монетизации можно объяснить различиями в ВВП на душу населения. По всей видимости, возможности для долгосрочного роста уровня монетизации выше единицы являются ограниченными даже для наиболее богатых стран (Швейцария в этом плане является исключением). Средние уровни монетизации для одних и тех же интервалов ВВП на душу населения (в ценах в долл. США 1985 г.) практически не изменяются со временем (несмотря на рост мировых темпов инфляции: медианная инфляция за 1960-70 гг. составила 4%, а за последующие два десятилетия — 11%).

Одним из наиболее интересных выводов является наличие ярко выраженной прямой корреляции во времени между регрессионными остатками. Независимо от упомянутых выше проблем, связанных с этими регрессиями, они предоставляют некоторые разумные подходы к обеспечению учета различий в уровне ВВП на душу населения. **Страны с низким (высоким) уровнем монетизации относительно их уровня развития имеют тенденцию к тому, чтобы уровень их монетизации сохранялся на низком (высоком) уровне (относительно уровня их общего развития) также и через 10, 20 и даже через 30 лет.**

Таким образом, нет оснований ожидать того, что в странах с переходной экономикой будет происходить приближение уровней монетизации к уровням, средним для групп стран с аналогичным душевым доходом. С другой стороны, уровень монетизации в этих странах может оказаться менее устойчивой величиной, чем в других странах мира, поскольку страны с переходной экономикой стоят перед беспрецедентными по своим масштабам структурными изменениями (и это особенно справедливо для стран в низком уровне монетизации).



-
- 141 **Приватизация за любую цену. Анализ опыта Республики Грузия в 1997-1998 годах**, под редакцией Владзимежа Панькува и Барбары Гончаж
-
- 142 Ирина Синицина, Марек Ярочиньски, **Бюджетно-налоговая система и государственные финансы Грузии в 1997-1998 гг.**
-
- 143 Michał Górczyński, **Privatization of State Sector in Romania**
-
- 144 Роберт Брудзыньски, **Инвестиционный риск в отраслях кыргызской экономики** (также на английском языке)
-
- 145 **Zmiany w polskim systemie finansowym w ramach przygotowań do integracji z Unią Europejską**
-
- 146 Роман Могилевский, **Оценка стоимости социальных льгот в Кыргызской Республике**
-
- 147 Krzysztof Rybiński, Mateusz Szczurek, **Current Account — Inflation Trade-off. Lessons for Poland and Other Transition Economies**
-
- 148 Урбан Гурски, **Украинский межбанковский рынок. Предварительные результаты исследований** (также на английском языке)
-
- 149 Jarosław Neneman, **The Reform of Indirect Taxation in Hungary, the Czech Republic, Poland and Romania**
-
- 150 Małgorzata Antczak, Rafał Antczak, **The Case of Gradualist Approach to Foreign Trade Liberalization in Transition Economies**
-
- 151 Wojciech Maliszewski, **Medium Term Fiscal Projection for Selected Countries in Transition**
-
- 152 Rafał Antczak, **Monetary Expansion in Transition Economies and Their Influence on Inflation Performance**
-
- 153 Роман Могилевский, **Ограничения денежной политики и перспективы финансирования дефицита государственного бюджета Кыргызской Республики**
-
- 155 Jacek Cukrowski, **Financing Budget Deficits by Seigniorage Revenues: the Case of Poland 1990-1997**
-
- 156 Krzysztof Rybiński, Thomas Linne, **The Emerging Financial System of Poland: Institutional Constraints and External Links**
-