

УДК 336.7 (575.2)

**МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКИ:  
РЕЗУЛЬТАТЫ ДВАДЦАТИЛЕТНЕЙ ЭВОЛЮЦИИ**

*А.Ю. Краснов*

Анализируются эффективность монетарной политики Кыргызской Республики, факторы, ее определяющие, приводится динамика и структура денежной массы.

*Ключевые слова:* денежная масса; денежная база; денежный мультипликатор; коэффициент монетизации; коэффициент долларизации.

---

**MONETARY POLICY OF THE KYRGYZ REPUBLIC:  
THE RESULTS OF THIRTY YEARS OF EVOLUTION**

*A.Yu. Krasnov*

Analyzed the effectiveness of monetary policy of the Kyrgyz Republic and its determining factors, given the dynamics and structure of the money supply.

*Keywords:* money supply; the monetary base; the money multiplier; monetization ratio; the ratio of dollarization.

Насыщенность экономики денежной массой непосредственно определяет уровень ее развития. В долгосрочном периоде уровень монетизации тесно коррелирует с показателем уровня дохода на душу населения, отражающим экономическое развитие страны. При этом значительная монетизация необязательно несет инфляционную нагрузку, поскольку избыточная, вновь вовлекаемая и генерируемая в процессе мультипликации денежная масса поглощается финансовой системой, характерными чертами которой должны быть развитые финансовые рынки и банковская система, посредством которых обеспечивается эффективная передача финансовых ресурсов хозяйствующим субъектам и финансовым посредникам. Обязательным условием при этом является преобладание в структуре денежной массы безналичных денег.

Однако, как показывает анализ, на данный момент наличные деньги, включая иностранную валюту, являются основным средством сбережения и расчетов, что обуславливается в том числе значительной долей теневого сектора.

Недоверие населения к национальной валюте ввиду ее постоянной девальвации, теневой сектор, слабое развитие финансового сектора обуславливают значительный удельный вес наличных денег в структуре денежной массы, которая в силу развития лишь банковского сектора не может быть

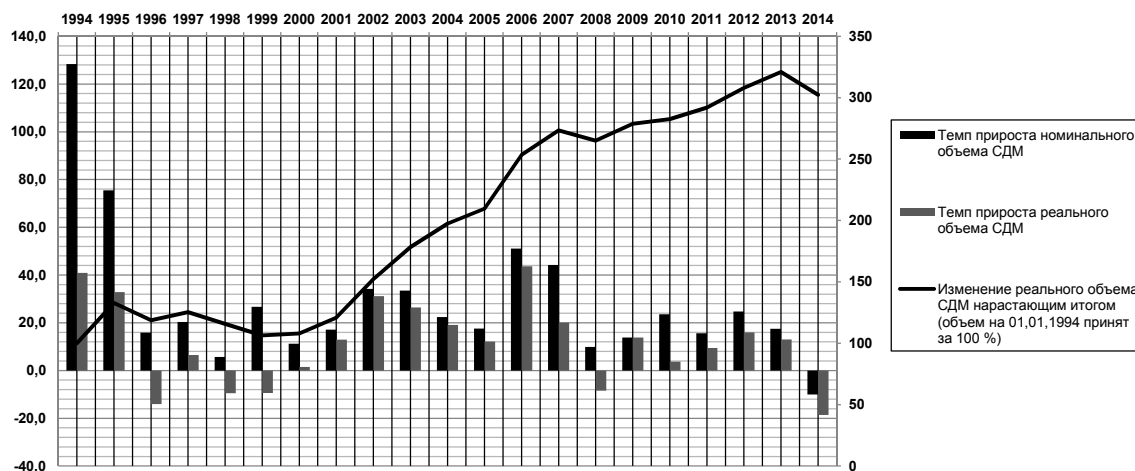
поглощена полностью и несет инфляционную нагрузку.

Данное обстоятельство вынуждает Национальный банк проводить ограничительную денежно-кредитную политику, направленную на сдерживание денежной массы. Однако ее реализация привела к увеличению стоимости ссудного капитала и как следствие – низкой экономической активности хозяйствующих субъектов. Недостаточность денежной массы сдерживает развитие производства, а также становится причиной неплатежеспособности предприятий.

Адекватное представление о процессах, происходивших в денежно-кредитной сфере, и причинах, определивших их развитие, можно получить на основе анализа системы показателей, характеризующих динамику и структуру денежных агрегатов.

На рисунке 1 приведены статистические данные, показывающие изменение номинальных и реальных объемов денежной массы за анализируемый период. Анализ реальной динамики среднегодовых объемов денежной массы осуществлен с учетом дефлятора ВВП, а объемов на конец года – на основе дефлирования по индексу потребительских цен.

В процессе характеристики анализируемых показателей необходимо отметить цикличность формирования денежной массы, обусловленную



Источник: Рассчитано автором по данным Бюллетеня Национального Банка Кыргызской Республики за 1995–2015 гг.

Рисунок 1 – Динамика сомовой денежной массы в 1994–2014 гг.

прежде значительным влиянием на денежно-кредитную сферу закономерности переходного периода, которая заключается в поэтапном развитии экономики. Так, согласно проведенным расчетам, номинальный объем денежного агрегата M2 к концу анализируемого периода (2014 г.) увеличился в 129,7 раза по сравнению с началом 1994 г., а среднегодовой темп его роста за указанный период составил 128,5 %. Несмотря на столь значительные темпы роста денежного предложения, реальная покупательная способность сомовой денежной массы возросла в гораздо меньшей степени – в 7,76 раза (среднегодовой темп роста – 111,6 %). Значительные темпы роста денежной массы приходятся на период с 1994 по 1995 г., когда прирост денежной массы составил 128,4 и 75,5 % соответственно, однако реальные темпы роста денежной массы были значительно меньше, составив 40,9 и 32,8 %.

Основной причиной столь значительного падения стоимости является накопленный инфляционный потенциал, сохранявший свое влияние и в последующие годы, что привело на фоне кризиса 1998 г. к формированию отрицательной динамики реальной денежной массы. Данная тенденция сохранялась в течение достаточно длительного периода времени, отрицательные темпы прироста достигали -14 % в 1996 г., -9,5 и 9,4 % в 1998–1999 гг. Однако, начиная с 2001 по 2006 г., в динамике денежной массы устанавливается определенная стабильность, характеризующаяся значительным приростом денежной массы, который в последующем существенно сократился на фоне мирового экономического кризиса.

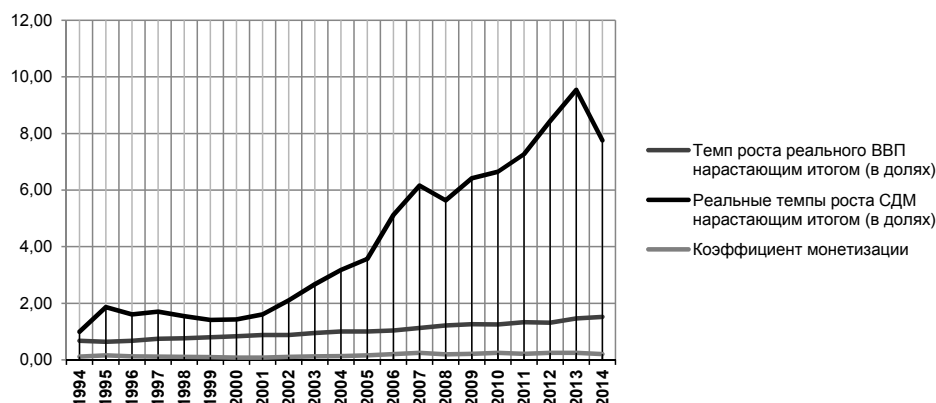
Представленная на рисунке 2 динамика демонстрирует ситуацию, которая кажется парадоксальной: ускорение темпов изменения номинальной денежной массы не оказывает значительного негативного воздействия на темп изменения ее реальной покупательной способности, несмотря на крайне низкие или отрицательные значения прироста ВВП.

В связи с этим возникает вопрос о правомерности утверждения монетарной теории относительно взаимосвязи прироста денежной массы и ВВП, по крайней мере в условиях трансформирующейся экономики, согласно которой темп роста денежной массы не должен превышать темп роста ВВП более чем на 3 %.

В процессе анализа динамики денежной массы можно выделить два компонента, определяющих изменения денежных показателей: прирост, обусловленный увеличением предложения резервных денег, то есть изменением денежной базы, а также прирост, который можно объяснить мультипликативным эффектом расширения денежного предложения коммерческими банками. Такое разложение позволяет идентифицировать вклад каждого из двух уровней банковской системы – Национального банка и коммерческих банков – в объем денежного предложения. По мнению В. Комкова, методологической основой для определения количественных оценок, формирующих указанное разложение, может служить следующая формула [1, с. 8]:

$$\Delta M2 = k * \Delta B + B * \Delta k.$$

Приведенный показатель является результатом дифференцирования формулы, определяющей



Источник: Рассчитано автором по данным Бюллетеня Национального Банка Кыргызской Республики за 1995–2015 гг.

Рисунок 2 – Динамика реального ВВП, реальной среднегодовой СДМ и коэффициент монетизации в 1994–2014 гг.

денежную массу (денежный агрегат М2) как произведение денежной базы (В) на денежный мультипликатор (к).

На рисунке 3 приведены данные о годовых приростах денежной массы в период с 1994 по 2014 г. и их разложении на две части, размеры которых отражают зависимость динамики денежного предложения от изменения денежной базы и денежного мультипликатора. Определен также удельный вес отдельных компонент в приросте сомовой массы, изображено изменение в течение того же периода (дефлированных по индексу потребительских цен) объемов денежной массы и денежной базы, а также график изменения денежного мультипликатора.

Согласно проведенным расчетам, в пределах рассматриваемого периода ежегодные приросты денежного предложения были в основном обусловлены интенсивным расширением денежной базы и в незначительной мере денежного мультипликатора. Приведенный на рисунке 3 график реального изменения денежной базы практически совпадает с графиком денежной массы, тем самым подтверждая практически полную зависимость изменения последней от объема резервных денег в экономике.

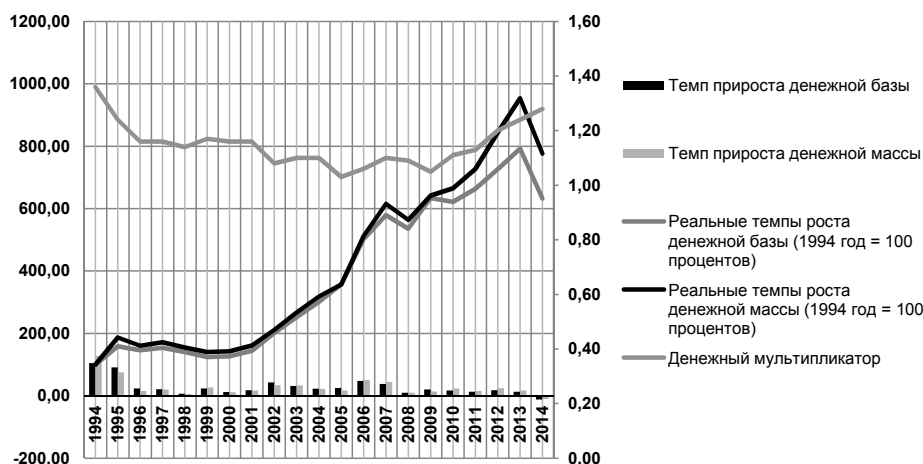
Как отмечалось ранее, в общей сложности за год сомовая денежная масса увеличилась в 129,3 раза, за это же время денежная база возросла в 123,2 раза, а реальные объемы этих показателей увеличились за данный период в 7,8 и 6,4 раза соответственно. Относительно небольшая разница в темпах изменения указанных показателей объясняется незначительным приростом денежного мультипликатора.

Наблюдающаяся длительное время тенденция к сокращению денежного мультипликатора,

а следовательно, усилению роли Национального банка в процессе формирования денежной массы свидетельствует об уменьшении мультипликативного эффекта в процессе расширения денежной базы за счет деятельности коммерческих банков и сохранения за Национальным банком роли основного источника увеличения денежной базы, что говорит о неэффективной работе банковского сектора. В результате этого возникает необходимость разработки политики стимулирования последнего, элементами которой на первоначальном этапе может стать снижение норм обязательных резервов, а также уменьшение ставки рефинансирования.

Характер развития денежно-кредитной системы, а также характеристика проблем управления монетарной составляющей экономики могут быть получены на основе анализа структурных сдвигов в составе денежной массы.

Согласно проведенной оценке, структура денежной массы представлена преимущественно наиболее ликвидными составляющими, наличными деньгами, доля которых в отдельные периоды достигает 85 %, а также расчетными счетами и депозитами до востребования, доля которых составляет в среднем 12,8 %, доля срочных депозитов занимает наименьшую долю, ее среднее значение 9,7 %. Столь значительная доля денег вне банков может быть обусловлена, с одной стороны, недоверием граждан к банковской системе. Население, наученное опытом прошлых лет, когда в результате банкротства банков вклады были безвозвратно утрачены, стремится хранить свои сбережения дома, предварительно обменяв на иностранную валюту. С другой стороны, формированию столь значи-



Источник: Рассчитано автором по данным Бюллетеня Национального Банка Кыргызской Республики за 1995–2015 гг.

Рисунок 3 – Динамика денежной массы, денежной базы и денежного мультипликатора в 1994–2014 гг.

тельного объема анализируемого денежного агрегата способствует процветание в нашей республике теневой экономики, обслуживаемой наличностью, возникновение и функционирование которой во многом обусловлено коррупционной составляющей, а также несовершенством существующего законодательства.

Необходимо отметить наметившуюся тенденцию к увеличению в структуре денежных агрегатов доли расчетных счетов и депозитов до востребования, данное обстоятельство может быть объяснено разработкой и реализацией в последние годы зарплатных проектов, предусматривающих перевод расчетов по заработной плате в государственных структурах на безналичную основу.

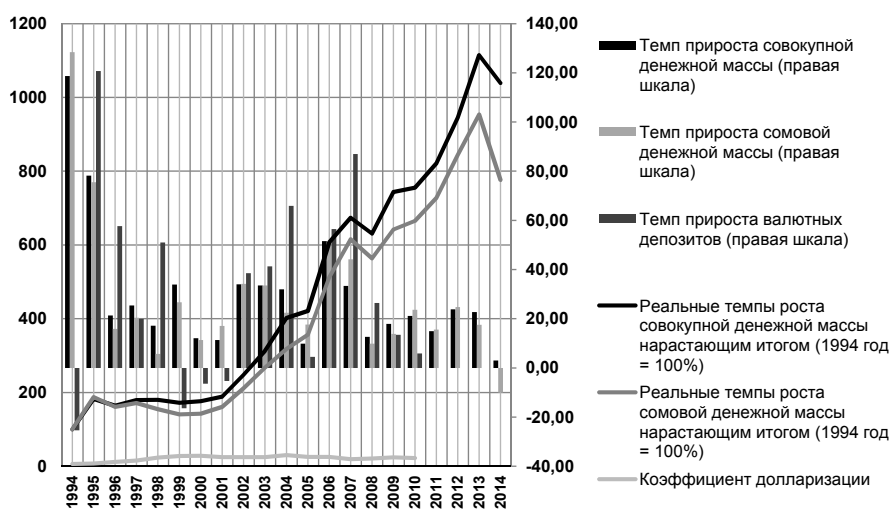
В целом указанное обстоятельство представляет собой существенный недостаток реализуемой денежно-кредитной политики. Негативными аспектами в данном случае являются отсутствие возможностей управления, характеризуемой имеющимися у Национального банка инструментами, а также бесконтрольность осуществляемых денежных расчетов. В процессе решения названной проблемы необходимо помнить, что ускорение темпов роста срочных сбережений свидетельствует об отвлечении с потребительского рынка денежных средств и сокращении инфляционного давления на цены.

Немаловажное значение приобретают вопросы, связанные с возможностью замещения валют, и, в частности, проблема зависимости спроса на деньги от изменения реального курса сома. В целях успешного решения указанных проблем необходимо понимание процессов, происходящих в денежно-кредитной сфере под воздействием отдельных

факторов, которые оказывают существенное влияние на формирование совокупной денежной массы (денежного агрегата M2X) и взаимодействие ее сомовой и валютной составляющих. На рисунке 4 представлены данные, характеризующие динамику совокупной денежной массы и ее основных структурных компонентов – сомовой денежной массы и валютных депозитов, а также график изменения коэффициента долларизации, характеризующий удельный вес валютной составляющей в общем объеме совокупной денежной массы.

Увеличение объема валютных депозитов, по сравнению с началом анализируемого периода, составило 214,1 раза, значительно превзойдя тем самым рост сомовой денежной массы, увеличившейся к 2014 г. в 129,7 раза. Отмеченная разница в темпах роста объясняется опережающим ростом агрегата M2X, увеличение к 2014 г. составило 175,93 раза, а также увеличением коэффициента долларизации отечественной экономики, максимальные значения которого достигали в отдельные периоды 30 %.

На рисунке также видна разнонаправленная динамика структурного соотношения сомовой и валютной частей совокупной денежной массы. В течение первой пятилетки валютные депозиты, выраженные в сомах по официальному обменному курсу, возросли в 16,1 раза, в то время как сомовая масса увеличилась всего в 5,9 раза, то есть рост валютной части был в 2,7 раза интенсивней. В последующие пять лет преобладание темпов роста валютной компоненты сохранилось, увеличение составило 3,1 раза, в то время как сомовая денежная масса увеличилась в 2,9 раза. Последняя



Источник: Рассчитано автором по данным Бюллетеня Национального Банка Кыргызской Республики за 1995–2015 гг.

Рисунок 4 – Динамика и структура совокупной денежной массы и коэффициента долларизации

пятилетка характеризовалась обратной динамикой увеличения сомовой денежной массы и составила 3,4 раза, а валютная – 2,8 раза.

Отмеченные особенности изменения структурных компонент совокупной денежной массы нашли свое отражение в динамике коэффициента долларизации, который за период с 1994 по 1998 г. увеличился на 17,5 процентного пункта. В следующее периоды увеличивался до 28,3 и 30,0 % соответственно.

Значительный интерес представляют также данные, которые характеризуют абсолютный и относительный вклад отдельных структурных факторов в формирование прироста совокупной денежной массы. Данные об абсолютном вкладе факторов получены на основе разложения указанного прироста по формуле [1, с. 14]:

$$\Delta M2X = \Delta M2 + r * \Delta L + L * \Delta r;$$

где  $r$  и  $\Delta r$  – абсолютная величина и прирост официального обменного курса доллара США по отношению к сому;  $L$  и  $\Delta L$  – общий объем и прирост валютных депозитов (в долларах США).

Данные об относительном вкладе рассчитаны как выраженные в процентах отношения абсолютных пофакторных приростов к общему приросту совокупной денежной массы.

Результаты проведенного факторного анализа показали, что за период с 1994 по 2014 г. изменение денежного агрегата M2X в среднем на 76,6 % было обусловлено приростом сомовой денежной массы, на 13,9 % – приростом объема валютных депозитов (в долларах США) и на 9,5 % – изменением официального обменного курса доллара США к сому. При этом в пределах рассматриваемого пе-

риода структура влияния указанных факторов на годовые приросты совокупной денежной массы значительных изменений не претерпевала. В период с 2004 по 2008 г. вклад относительного изменения валютного курса в структуру денежной массы носил отрицательный характер, что свидетельствует о достаточно длительном периоде укрепления курса сома по отношению к доллару США.

Необходимо отметить существенную роль долларизации в процессе смягчения негативных для денежного оборота последствий инфляции. Однако долларизация не является простым следствием инфляции, ее интенсивность зависит от множества факторов: сравнительной динамики темпов инфляции и темпов обесценивания национальной валюты. Опыт многих стран показывает: чем менее предсказуемы темпы инфляции и чем более предсказуема динамика валютного курса, тем больше стимулов имеют финансовые посредники для долларизации своих операций.

Приведенные на рисунке 4 графики наглядно показывают нестабильность номинальных и реальных темпов прироста совокупной денежной массы и ее компонент, объясняемую систематическими всплесками инфляции, а также изменением роли доллара в процессе осуществления расчетно-платежных операций. Определенную роль в наблюдаемых изменениях сыграл также нестабильный валютный курс.

#### Литература

1. Комков В. Монетарная политика и денежная масса: итоги десятилетней эволюции / В. Комков // Банковский вестник Республики Беларусь. 2006. № 6. С. 5–15.