

Ф.Ф. Амирбеков

После распада СССР Азербайджан для обеспечения экономического роста и благосостояния своих граждан сделал ставку на развитие экспортно-ориентированного топливно-энергетического комплекса. Прежде всего речь шла о создании условий для наращивания добычи сырой нефти и постройки инфраструктуры для ее экспорта на зарубежные рынки. Успех был достигнут сочетанием умелого государственного управления, наличием национальных кадров в нефтяной отрасли и участием в нефтяных проектах иностранных, прежде всего западных, компаний. Иностранные нефтяные компании и их субподрядчики не только принесли в Азербайджан технологии, знания и оборудование, но также инвестировали свои средства во многие проекты.

С 2012 г., когда началось монотонное убывание добычи сырой нефти, вызванное естественными причинами, Азербайджан вступил в так называемый постнефтяной этап своего развития. И сейчас речь идет о необходимости развития промышленности и аграрного сектора национальной экономики, что потребует роста конкурентоспособности экономики до качественного иного уровня. Являются ли иностранные инвестиции для Азербайджана единственным или по крайней мере доминирующим финансовым источником?

В статье представлен анализ состояния денежного обращения Азербайджана, выявлен ряд существенных проблем, которые не позволяют финансовой элите страны смягчить переход страны от моносырьевой экспортно-ориентированной экономической модели к диверси-

© Амирбеков Ф.Ф., 2018 г.

Амирбеков Фархад Фикрет оглы, президент исследовательского фонда UNEC, Баку, Азербайджан, amirfarkhad@hotmail.com

фицированной модели, в которой существенную долю должна занять перерабатывающая промышленность. Помимо этого, предложен иной способ финансовой политики, который к тому же должен не только стабилизировать денежно-кредитную сферу страны, переживающую постнефтяной этап, но и заложить основу для начала ускоренного экономического роста. Основным финансовым источником такого роста должен стать доступный для предпринимателей и правительства кредит в азербайджанской валюте – манате. Таким образом, речь в статье идет о способе превращения маната в инвестиционный ресурс, который, помимо других факторов, обеспечит экономический рост Азербайджана на современном историческом этапе.

Ключевые слова: Азербайджан, финансы, рынок, стратегия, долларизация, кредит, инвестиции.

JEL: A10, B22, B26, D47.

ВВЕДЕНИЕ

Азербайджанская экономика переживает период перехода от моносырьевой экспортно-ориентированной модели к модели, в которой доля обрабатывающей промышленности должна стать существенно выше, чем в настоящее время. Это потребует значительных инвестиций в экономику. В сущности, имеются два значительных финансовых источника: зарубежные и внутренние инвестиции. В институциональной плоскости инвесторами могут выступать как нерезиденты Азербайджанской Республики, так и резиденты в лице государства и частных компаний, а также население. Некоторые идеи того, как можно было бы организовать работу с иностранными инвесторами, я высказал в материале «Фазы развития III. Актуальные задачи»¹ (агентство «ТРЕНД», 27 ноября 2015 г.). Теперь пришла пора рассмотреть внутренние финансовые источники, которые могут стать ресурсом преобразований. Проще говоря, вопрос стоит так: где взять деньги для развития?

¹ URL: <http://www.trend.az/business/economy/2461876.html>.

ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ ДЕНЕЖНОГО ОБРАЩЕНИЯ, ВАЛЮТНОГО РЫНКА И РЕГУЛИРОВАНИЯ В АЗЕРБАЙДЖАНЕ

Прежде чем найти ответ на этот вопрос, рассмотрим некоторые показатели, характеризующие состояние денежного обращения страны.

На протяжении нескольких лет курс, устанавливаемый Центральным банком Азербайджана (ЦБА), доллара США к манату поддерживался почти на фиксированном уровне. Отклонения происходили в пределах 2–3%. 16 февраля 2015 г. Центральный банк Азербайджана объявил о переходе к бивалютной корзине при определении курса национальной валюты, включающей доллар США и евро. Курс доллара после этого стал медленно ползти вверх. 21 февраля 2015 г. ЦБА провел девальвацию национальной валюты сразу на 33,4%. Правление ЦБА приняло решение установить с 21 февраля 2015 г. официальный курс маната на уровне 1,05 манат за 1 долл. Через 10 месяцев, в декабре 2015 г., Центральный банк Азербайджана ввел плавающий обменный курс и снова девальвировал манат. На этот раз он упал сразу на 47,63%, тем самым превысив масштаб февральской девальвации.

В итоге с момента отказа от неявной привязки маната к доллару и введения бивалютной корзины (16 февраля 2015 г.), когда курс составлял 0,7844 маната за американскую валютную единицу, азербайджанская валюта подешевела к базовой валюте на 97,60%.

Две девальвации, которые провел ЦБА, разбалансировали экономику, большая часть валютных резервов была потеряна в 2,5 раза со значения 14 млрд долл. США.

Произошло снижение денежной массы (рис. 1), что усугубило и без того напряженное состояние банковской системы. Меры, предпринятые ЦБА после девальваций маната, не дали ожидаемого результата. Кроме того, начали разрушаться финансовые институты, и массы просроченных кредитов стали

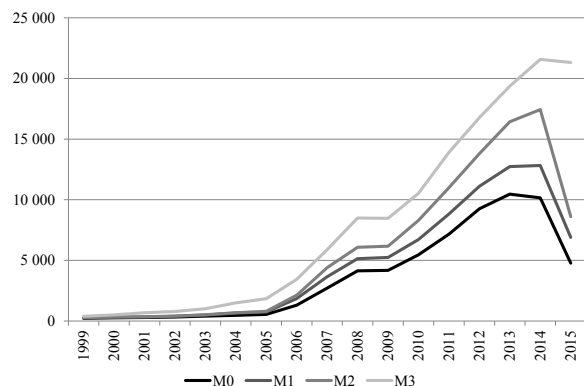


Рис. 1. Динамика и структура денежной массы

Источники: Центральный банк Азербайджана.

стремительно расти. Фактически не работают целые сегменты финансового рынка.

Анализ данных, представленных на рис. 1, показывает прямую зависимость денежной массы от размера валютных резервов ЦБА, что свидетельствует о том, что фактически азербайджанский центральный банк проводит так называемую политику «currency board». Чрезвычайно высокой остается степень долларизации азербайджанской экономики, составляющей по значению «Пассивы» банковской системы около 80%.

Целью данной статьи является попытка сформулировать ряд идей и предложений, которые будет не сложно трансформировать в соответствующие мероприятия и решения. По мнению автора, эти мероприятия помогут восстановить нормальное состояние денежного обращения в стране, укрепить финансовые институты и, соответственно, перестроить финансовую систему для работы в условиях перехода от сырьевой экономической модели к инвестиционно-промышленной.

По мнению автора, необходимо решить *четыре насущные задачи*. Во-первых, необходимо сохранить банки, помочь им адаптироваться к новой реальности. Во-вторых, существенно снизить уровень долларизации в экономике, особенно в финансовой системе. В-третьих, реструктурировать совокупный

банковский кредитный и депозитный портфели, уменьшив долговую нагрузку на экономику и снизить валютные риски. В-четвертых, превратить манат в инвестиционный ресурс экономического роста.

Девальвация подорвала доверие к манату, что привело к уменьшению его доли в валютной структуре вкладов и депозитов, а следовательно, и в кредитном портфеле банковской системы. Если до девальваций большую часть вкладов и депозитов население хранило в национальной валюте, то после них — в иностранной валюте.

Политика ЦБ currency board. Центральный банк Азербайджана осуществляет эмиссию денег тогда, когда он покупает на внутреннем рынке иностранную валюту. Эта зависимость хорошо продемонстрирована на рис. 2.

Политика «таргетирования» инфляции проводится ЦБА путем одновременного сжатия денежной массы и повышения ставки рефинансирования. Таким образом, задачу макроэкономической стабильности в условиях введения плавающего курса маната ЦБА решает через инструменты денежного рынка, проводя в жизнь политику «дорогих» денег.

Данная стратегия неплохо работала в рамках модели монокультурной экспортно-

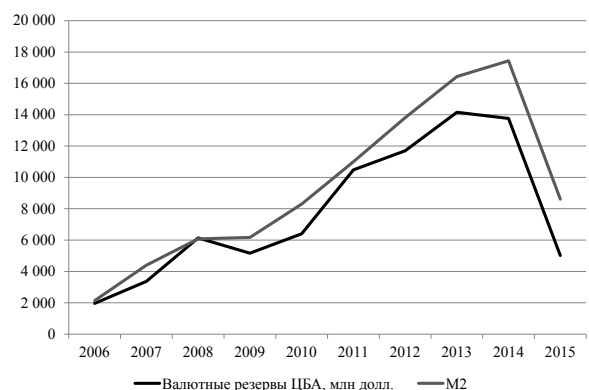


Рис. 2. Динамика валютных резервов ЦБА и денежного агрегата M2

Источники: Центральный банк Азербайджана.

ориентированной экономики, когда доля углеводородов в экспорте составляла более 80%, а их стоимость на внешних рынках позволяла не только наполнять государственный бюджет, но и накапливать резервы. Однако, как известно, в 2014 г. произошло почти трехкратное кратное снижение стоимости нефти, что немедленно «ударил» по наполнению государственного бюджета и потребовало коррекции валютного курса национальной валюты. Устойчиво низкие цены на основной экспортный продукт вместе с убывающим трендом его добычи не оставили Азербайджану иной альтернативы, как только *смену экономической модели* страны. Декларируемые правительством приоритеты свидетельствуют о том, что в качестве новой специализации азербайджанской экономики оно видит развитие аграрной отрасли, перерабатывающей промышленности, специализирующейся на местном сырье и развитии туризма. В таком случае, помимо иных направлений экономических реформ, которые не рассматриваются в данной статье, одним из важнейших аспектов является доступность капитала, причем, что немаловажно, из внутренних источников. В силу того что получение доступа к внешним источникам капитала требует длительной подготовительной работы, а трансформация экономики требует капитал уже сегодня, предлагается рассмотреть возможность использования *внутренних источников*. Одним из них является Центральный банк, его способность «создавать деньги».

В основе рассуждений находится ряд постулатов, которые изложены в следующем порядке.

1. Центральный банк является кредитором в последней инстанции для банков, а через банки – и всей экономики. Следовательно, Центральный банк создан не столько для коммерческих банков, сколько для удовлетворения в рамках установленных законом нужд всех экономических агентов².

² Экономические агенты – субъекты экономических отношений, участвующие в производстве, распределении, обмене и потреблении экономиче-

2. Чтобы выполнить положение первого постулата, Центральный банк должен обладать необходимыми инструментами и механизмами.

3. Чтобы выполнить вышеизложенные положения, Центральному банку прежде всего необходимо изменить правила контроля над валютным рынком страны и денежным обращением.

С чего должен начать свою работу Центральный банк? Прежде всего, ЦБА должен провести кардинальную дедолларизацию экономики страны. В настоящее время уровень долларизации экономики Азербайджана составляет 80%. Это запредельная величина. Фактически это говорит об очень сильной структурной деформации денежного обращения в стране. В частности, М.Ю. Головин отмечает следующие многочисленные экономические последствия долларизации:

- в той части, в какой долларизация отражает замещение валют, она влияет на темп инфляции, поскольку иностранная валюта участвует в процессе обращения;
- долларизация изменяет функцию спроса на деньги, во-первых, делая спрос на деньги чувствительным к динамике валютного курса, во-вторых, увеличивая его эластичность от процентной ставки;
- затрудняется управление денежно-кредитной сферой со стороны Центрального банка, контроль которого за динамикой депозитов в иностранной валюте и в еще большей степени за массой наличной иностранной валюты осложняется;
- увеличивается волатильность валютного курса, поскольку к спросу на иностранную валюту для внешнеэкономических сделок добавляется «внутренний» спрос, сильно реагирующий на изменения ожиданий экономических агентов. В результате фи-

ских благ. URL: http://economic_theory.academic.ru/700/%D0%AD%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D0%BE%D0%BC%D0%B8%D1%87%D0%B5%D1%81%D0%BA%D0%B8%D0%B5_%D0%B0%D0%B3%D0%B5%D0%BD%D1%82%D1%8B/.

нансовые кризисы оказываются более острыми в странах со значительной долларизацией (как это было в России в 1998 г. и в Болгарии в 1996 г.);

- долларизация может косвенно влиять на денежно-кредитную сферу посредством бюджетно-налоговой политики, сокращая инфляционный налог (сеньораж), получаемый государством в результате эмиссии денег. Учитывая, что большинство стран с переходной экономикой сталкивается на начальном этапе трансформации с проблемами в бюджетной сфере, наличие значительной долларизации вынуждает правительство оказывать большее давление на Центральный банк в целях увеличения денежной массы, что ускоряет инфляцию;

- помимо долларизации депозитов, существует долларизация кредитов, степень которой определяет подверженность банковского сектора системному кредитному риску в случае значительных девальваций³. В условиях высокой инфляции с меняющимися темпами, когда кредитование в национальной валюте становится невыгодным, кредиты в иностранной валюте, хотя и вносят дополнительные риски в функционирование национальной финансовой системы, позволяют поддерживать инвестиционный потенциал экономики.

Цель данной работы заключается в том, чтобы показать способ превращения азербайджанского маната в инвестиционный ресурс экономического роста. Национальная валюта должна выполнять инвестиционную функцию, а не использоваться только для фискальных целей и обслуживания денежного обращения.

Для достижения вышеуказанной цели автор разработал соответствующую «дорожную карту». Ключевым показателем в ней является ставка рефинансирования ЦБА, которая призвана выполнять роль своего рода

сигнальной системы, синхронизирующей действия всех экономических агентов.

В нашей стратегии предполагается, что каждый раз, когда ЦБА станет изменять величину ставки, рынок будет получать сигнал о том, что ожидаемые результаты удовлетворительны и начинается переход к следующему этапу реформы. Если результаты окажутся неудовлетворительными, тогда ставка рефинансирования или не меняется, или меняется в небольших пределах.

Необходимо отметить, что данная стратегия неприменима к стационарной экономике, подверженной циклическим колебаниям. Она приспособлена к потребностям и возможностям такого типа экономики, которую В.Н. Костюк (Костюк, 2012) определяет, как «нестационарную экономику второго типа». Вопрос о том, почему азербайджанскую экономику можно отнести к этому типу, был рассмотрен мною в статье «Определение типа экономики Азербайджана» (Амирбеков, 2015).

Актуальность системного решения группы из четырех задач, указанных выше, продиктована сложившейся в стране ситуацией. После двух девальваций 2015 г. структурные диспропорции денежного обращения усилились, была подорвана стабильность национальной валюты, ухудшается качество совокупного банковского кредитного портфеля, началось разрушение финансовых институтов – обанкротилось около 25% банков страны.

Перед изложением стратегии необходимо определить предварительные условия. Они видятся следующим образом.

1. Неукоснительно требовать от банков соблюдения правила целевого использования выделяемых кредитов. Это правило относится как к физическим, так и юридическим лицам – получателям кредитов.

2. Установить регулятивные ограничения по свободному перетоку финансовых средств из одного сегмента финансового рынка на другой (кредитный рынок, валютный рынок, фондовый рынок) с целью выполнения

³ Ize A., Levy-Yeyati E. Dollarization of financial intermediation: Causes and policy implications // IMF Working Paper. WP/98/28. 1998. March.

п. 1; препятствовать обналичиванию денежных средств, выданных в качестве кредита.

3. На время проведения реформы резкие колебания маната к валютам основных торговых партнеров Азербайджана (USD, EURO, RUB, TRY) не допускаются. Колебание курса этих валют возможно в ограниченных пределах, за исключением случаев, когда любая из указанных в списке валют претерпит существенные изменения на международном валютном рынке. Алгоритмом подсчета курсов иностранных валют к азербайджанскому манату может служить формула расчета валютных свопов⁴. Этот алгоритм хорошо известен как регуляторам финансового рынка, так и его участникам.

4. На период реформ модель должна быть защищена от внешних шоков. Для этого необходимо будет использовать накопленные валютные резервы.

5. Стратегию и перечень предстоящих мер ЦБА предварительно должен сообщить рынку и заинтересованным государственным организациям.

6. Экономические агенты сохраняют полную самостоятельность в принятии и осуществлении решений. Никакие конфискационные и дискриминационные меры не применяются.

Положительным эффектом для государственного бюджета и остальных экономических агентов будет увеличение объема доступных денежных средств на внутреннем рынке, что уменьшит потребность во внешнем заимствовании. Важным событием для Центрального банка будет постепенное перемещение рыночной власти от ЦБА к коммерческим банкам.

СТРАТЕГИЯ ПРЕВРАЩЕНИЯ АЗЕРБАЙДЖАНСКОГО МАНАТА В ИНВЕСТИЦИОННЫЙ РЕСУРС ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

Весь процесс реформ по содержанию можно разделить на две фазы. Первая фаза будет более продолжительной по времени и является по своей сути подготовительной. Она призвана стабилизировать и оздоровить финансовую систему, остановить разрушение и ликвидацию банков. Отличительной чертой второй фазы является запуск инвестиционного процесса. Для удобства изложения первая фаза разбита на отдельные этапы.

Итак, рассмотрим так называемые фазы и этапы.

Фаза I, этап 1. Целями первой фазы является реструктуризация накопленных кредитных обязательств как между коммерческими банками, так и между банками, с одной стороны, и предприятиями и населением, с другой. В силу того что в Азербайджане пока еще не сформировался внутренний финансовый рынок (Амирбеков, 2015, с. 134), способный обеспечивать экономических агентов ликвидностью, «донором» в первой фазе выступит ЦБА.

Предварительные меры.

1. ЦБА должен предложить коммерческим банкам в качестве инструмента валютный своп «манат – доллар США» с небольшим спредом (до 2% годовых). Это позволит банкам «выправить» свои балансы для выполнения норматива открытой валютной позиции без дополнительного давления на внутренний валютный рынок.

2. Понадобится предпринять ряд мер, позволяющих компенсировать нехватку капитала у банков. Например, государство в лице государственной инвестиционной компании может приобретать у банков конвертируемые в акции облигации, которые будут учтены на банковских балансах как капитал второго уровня. Процентная ставка по этим облигациям должна быть плавающей и равна ставке ре-

⁴ Сделки «валютный своп» Банка России. Основные характеристики инструмента. URL: http://www.cbr.ru/DKP/print.aspx?file=standart_system/dkp_DOFR_swap.htm&pid=dkp&sid=ITM_42523.

финансирования ЦБА. По сути, эта операция является нечем иным, как выдачей субординированного кредита, позволяющего увеличить капитал посредством заемных средств. Безусловно, это снизит системные отраслевые риски и позволит избежать разрушения банков.

3. Установить правило, согласно которому ЦБА в зависимости от размера совокупного капитала может изменять перечень услуг, предусмотренных банковской лицензией. Иначе говоря, снижение капитала у банка не будет приводить к отзыву лицензии, но перечень услуг в нем сократится. Введение прогрессивной шкалы размера совокупного капитала позволит ранжировать банки по доступным им услугам согласно банковской лицензии. При этом ЦБА сможет исключить из перечня доступных услуг такие, которые являются для банка наиболее рискованными и (или) экономически нерентабельными.

Используем двухмерную модель, в которой на оси X показано время в месяцах, а на оси Y – значение ставки рефинансирования ЦБА в процентах годовых.

ЦБА повышает ставку рефинансирования (далее – ставка) с текущего значения 15 до 19%⁵ годовых, как показано на рис. 3. Ставка 19% является не случайным значением, а итогом аукциона⁶, прошедшего 18 октября 2016 г. по государственным шестимесячным облигациям, в котором эмитентом выступило Министерство финансов Азербайджана.

После этого ЦБА запускает в действие механизм рефинансирования по ставке 19% годовых, что позволит коммерческим банкам получить кредиты под залог части своих активов, выраженных в ранее выданных компаниям и населению кредитов. Кредиты выдаются только в манатах, ЦБА имеет безусловное

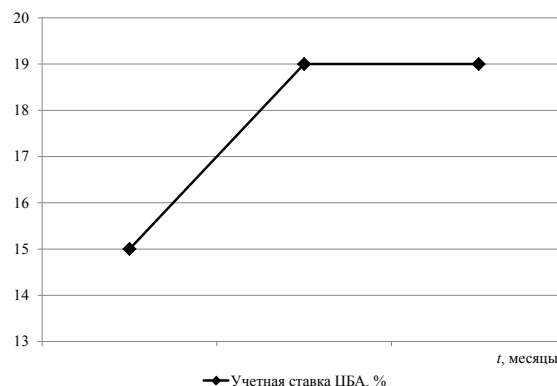


Рис. 3. Фаза I, этап 1

право оценивать риски по любому из кредитов коммерческих банков, дисконтировать его сумму, но не процентную ставку. Большую помощь ЦБА и рынку в оценивании рисков по кредитным портфелям в условиях отсутствия местной рейтинговой компании может предоставить ассоциация коммерческих банков Азербайджана.

Если у ЦБА имеются веские причины считать актив, предоставляемый коммерческим банком в качестве обеспечения, сомнительным, то кредит рефинансирования не выдается или дисконт по нему может оказаться довольно существенным. Если же залоговый актив оценивается как качественный, то дисконт может быть небольшим или отсутствовать полностью. Очевидно, что ЦБА необходимо до начала этих реформ разработать и огласить критерии отбора и оценки залоговых активов. Сроки выдаваемых кредитов рефинансирования не должны превышать 180 дней. Таким образом, ЦБА разделяет с коммерческими банками часть экономических рисков.

В результате проведения первого этапа экономика начинает насыщаться деньгами, прекращается сжатие денежной массы. В силу крайне низкого уровня монетизации экономики (около 15% на начало 2016 г.) рост денежной массы будет способствовать расширению сферы обращения маната, не увеличивая при этом риск вызвать рост инфляции.

⁵ Центральный Банк Азербайджана. URL: https://en.cbar.az/infoblocks/corridor_percent.

⁶ Итоги аукциона по облигациям Министерства Финансов Азербайджана. URL: <http://abc.az/rus/news/main/99480.html>.

Фаза I, этап 2. После того как все мероприятия первого этапа по восстановлению денежного обращения в стране будут выполнены и получены ожидаемые эффекты, ЦБА переходит к реализации второго этапа. На втором этапе ЦБА снижает учетную ставку на 4 до 15% годовых (рис. 4).

При ставке 15% годовых ЦБА объявляет рынку, что фонд страхования вкладов прекращает страховать вклады в иностранных валютах и дает срок в n месяцев на то, чтобы физические и юридические лица на добровольной основе приняли решения в какой валюте хранить вклады и депозиты.

При этом для физических и юридических лиц сохраняется возможность выбора. Никаких конфискационных и дискриминационных мер не вводится. Это означает, что государство не будет оплачивать валютные риски по вкладам в иностранных валютах. Все расчетные операции необходимо вести в национальной валюте. Допущение в сферу денежного обращения иностранных валют, обладающих функциями национальной валюты, приводят к потере управляемости денежной системы в целом.

В результате проведенных указанных мер пассивы банков начнут оздоравливаться. Понятно, что банки не в состоянии реструктуризировать активы, пока их пассивы выражены в основном в иностранных валютах.

На данном этапе ЦБА вводит ограничение величины процентных ставок на депози-

ты в иностранной валюте. Они не могут быть больше ставок по депозитам в манатах, т.е. вводится процентный дисконт на ставки по депозитам в инвалютах, чтобы еще больше стимулировать держателей депозитов и банки в пользу маната.

Предположим, что ставка по депозитам в манатах составляет 12% годовых, то ставка для иностранных валют устанавливается на уровне 3% при сумме не более 10 тыс. у.е. (1 у.е. = 1 долл. или 1 евро).

Фаза I, этап 3. После завершения мероприятий второго этапа ЦБА переходит к третьему этапу – восстановлению денежного обращения в стране. К началу этого этапа иностранная валюта в пассивах банков должна существенно снизиться. Целевым показателем является достижение величины открытой валютной позиции не более чем 5%. В условиях повышенной волатильности рынка форекс опыт Сбербанка РФ 2014–2015 гг. показывает, что оптимальной величиной может быть даже 3%⁷.

На этом этапе ЦБА вновь изменяет учетную ставку, снижая ее с 15 до 10% годовых (рис. 5).

ЦБА вводит запрет на страхование вкладов в иностранных валютах. На этом этапе продолжается процесс выдавливания ино-

⁷ Годовой отчет ПАО Сбербанк за 2015 г. С. 48–49.

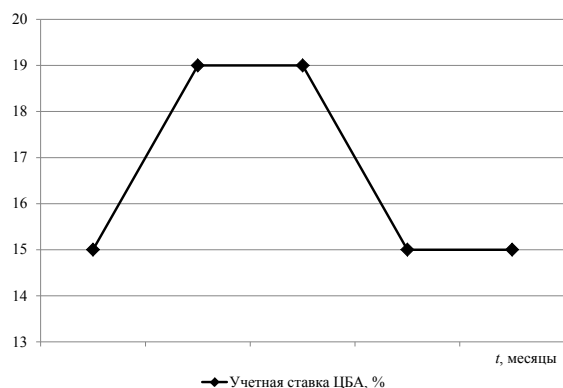


Рис. 4. Фаза I, этап II

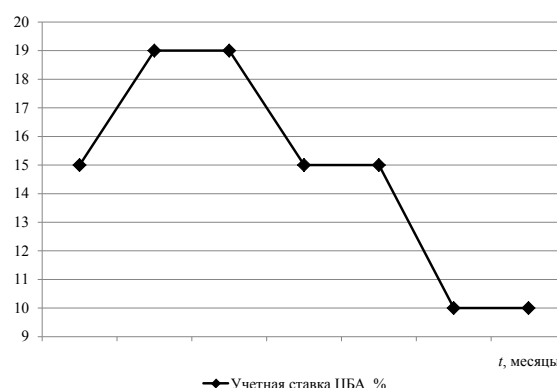


Рис. 5. Фаза I, этап III

странных валют из банковских балансов, что эквивалентно дедолларизации экономики.

Коммерческие банки ускоряют реструктуризацию своих кредитных портфелей по своим заемщикам. После этого банки вновь приступают к процессу рефинансирования.

Банки под более низкую ставку в 10% годовых начинают реструктурировать кредитные портфели, которые были сформированы в иностранных валютах. Таким образом, валюта активной части совокупного банковского баланса также начинает меняться, приходя в соответствие со своей пассивной частью, избавляясь таким образом от валютных рисков. Банки самостоятельно будут воздействовать как на кредиторов, так и на заемщиков с целью оздоровления своих кредитных портфелей. В то же время банки продолжают получать адекватные по срокам и суммам средства от ЦБА для целей рефинансирования.

На этом этапе необходимо запустить рынок межбанковского кредитования (МБК). Видимо, на этом этапе будет наблюдаться наибольший спрос на инструмент «валютный своп», заключаемый банками с ЦБА и между собой, где манат будет выступать в паре с иностранной валютой.

Валютный своп используется как средство управления риском изменения процентных ставок, а также как средство управления риском изменения валютных курсов. Этот рыночный инструмент позволит исправлять перекосы в банковских балансах и снижать валютные риски, не прибегая лишь к административным методам управления. Кстати, валютные свопы не приведут к уменьшению валютных резервов ЦБА.

Азербайджанский финансовый рынок знаком с валютными свопами. 16 июня 2005 г. состоялся запуск своп-инструментов в Валютной секции на Бакинской межбанковской валютной бирже (БМВБ).

БМВБ работала с банками по своп и широко использовала этот сегмент. Заключение сделок своп позволило банкам Азербайджана — участникам торгов более эффективно управлять остатками на корреспондентских счетах в наци-

ональной и иностранной валюте (доллар США) и иметь возможность пролонгации валютных позиций на более поздние сроки расчетов.

Укажем на ожидаемые положительные последствия фазы I.

1. Начало функционирования системы рефинансирования на прозрачной и доступной всем банкам основе.

2. Многократное уменьшение уровня долларизации денежного обращения страны, что не только снизит валютные риски для банков и компаний, но и расширит сферу использования маната в экономической жизни, повысится управляемость экономических процессов. Уменьшение доли валютных кредитов в балансе банков и предприятий, части населения, что приведет к адекватному уменьшению валютных рисков.

3. Одним из положительных следствий п. 2 станет частичное восстановление валютных резервов ЦБА, поскольку только ЦБА в состоянии обеспечить потенциально неограниченный спрос на иностранную валюту. При этом эмиссия маната не приведет к инфляции, поскольку речь идет о замещении иностранной валюты в совокупном банковском балансе национальной валютой.

4. Рост монетизации экономики. Целевым показателем служит величина 40–60%.

5. Начало функционирования межбанковского рынка капитала, формирование рыночных процентных ставок по межбанковским кредитам и валютным свопам, появление рыночных индикаторов на данных сегментах финансового рынка.

6. Строгое следование принципу целевого использования кредита.

7. Рост доли безналичных расчетов в структуре внутренних платежей.

Фаза II. Мероприятия, проводимые в рамках реализации данной фазы, преследуют сразу несколько целей. В первую очередь, придание манату инвестиционных свойств, что, в частности, подразумевает низкую стоимость кредита для экономических агентов, в основном производителей товаров.

Анализ данных таблицы показывает, что целевым показателем проводимой реформы должна стать величина ставки рефинансирования кредита не выше 4% годовых, чтобы сделать кредит доступным для многих отраслей промышленности. В свою очередь, доступность кредита и его целевое использование должны привести к ускорению экономического роста в Азербайджане.

При ставке рефинансирования ниже 10% годовых выпуск многих видов промышленной продукции становится рентабельным и, следовательно, коммерческие банки смогут начать кредитование промышленности. Строгий контроль над целевым использованием выдаваемых кредитов и валютный контроль (О стратегии развития..., 2011, с. 14) должны значительно снизить риск перетока кредитных средств из производственной сферы на финансовый рынок для целей спекуляций и оказания давления на курс маната. Значения

ставок рефинансирования на отрезке от 10 до 4% могут отличаться от указанных на рис. 6 значений, что может быть вызвано как темпом реформ, так и достижением лучшего соотношения между предоставляемой ликвидностью и риском повышения инфляции. Текущая избыточная ликвидность легко иммобилизуется инструментами денежного рынка как самого ЦБА, так и Министерства финансов Азербайджана.

Фаза III. Продолжая рефинансировать банковскую систему и через нее всех экономических агентов по вышеописанному алгоритму и доведя в результате ставку рефинансирования до 4% годовых во второй фазе, ЦБА, Финансовая палата по надзору за финансовым рынком и Министерство финансов Азербайджана должны большее внимание уделять построению внутреннего финансового рынка. Учитывая нарастающую ликвидность бан-

Таблица
Показатели эффективности экономики Азербайджана по отраслям

Сектор экономики	Эффективность использования капитала		
	2010 г.	2012 г.	2015 г.
Промышленность в целом	5,3	4,8	2,2
Добывающая промышленность	6,5	6,4	1,99
Сельское хозяйство	5,0	4,8	8,8
Обрабатывающая промышленность	4,9	н/д	7,1
Электроэнергия	1,2	1,7	5,8
Строительство	21,0	10,9	3
Оптовая и розничная торговля	11,6	6,7	23,2
Транспорт	1,04	1,1	1,4
Гостиницы и общественное питание	2,6	1,2	3,2
Информация и связь (телеком)	4,6	2,9	3
Химическая промышленность	150	н/д	н/д
Пищевая промышленность	30,3	н/д	н/д
Текстильная промышленность	20,3	н/д	н/д
Металлургия	1,9	н/д	н/д
Полиграфия	66,4	н/д	н/д
Производство мебели	15,5	н/д	н/д
Производство нефтепродуктов	68,6	н/д	н/д

И с т о ч н и к: расчеты сделаны автором на основании данных Госкомстата АР.

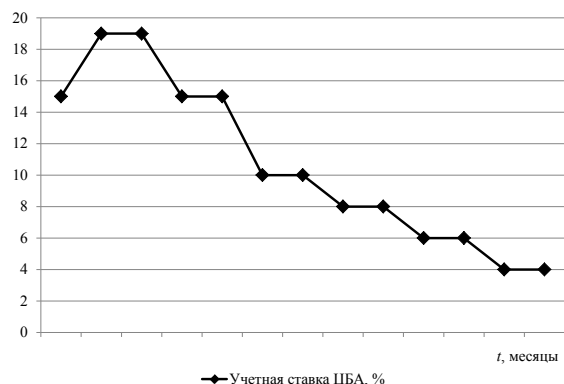


Рис. 6. Фаза I, этап IV

ковской отрасли и ее готовность кредитовать экономику, финансовый рынок должен насыщаться инструментами, в первую очередь государственными ценными бумагами (облигации и векселя Министерства финансов), а также коммерческими ценными бумагами (облигациями) компаний. К тому же, получив ликвидный и глубокий внутренний финансовый рынок, ЦБА сможет разделить с коммерческими банками и иными финансовыми

институтами ношу рефинансирования экономики страны.

Схематически и кратко реализацию предлагаемой стратегии можно изобразить в виде, показанном на рис. 7.

Далее мы будем наблюдать рост доли безналичного обращения относительно платежей в наличной форме. Фактически в зоне Δ уже происходит запуск инвестиционного процесса. Банки уже должны быть готовы самостоятельно рефинансировать бизнес и финансировать правительство через покупку соответствующих ценных бумаг.

Таким образом, в результате реализации предлагаемой стратегии будут достигнуты следующие цели.

1. Укрепление курса маната к валютам стран – основных торговых партнеров Азербайджана. Запуск инвестиционного процесса на базе национальной валюты. Манат становится инвестиционным ресурсом экономического роста.

2. Рост экономической активности приводит к росту спроса на рабочую силу и увеличению поступлений в бюджеты всех уровней.

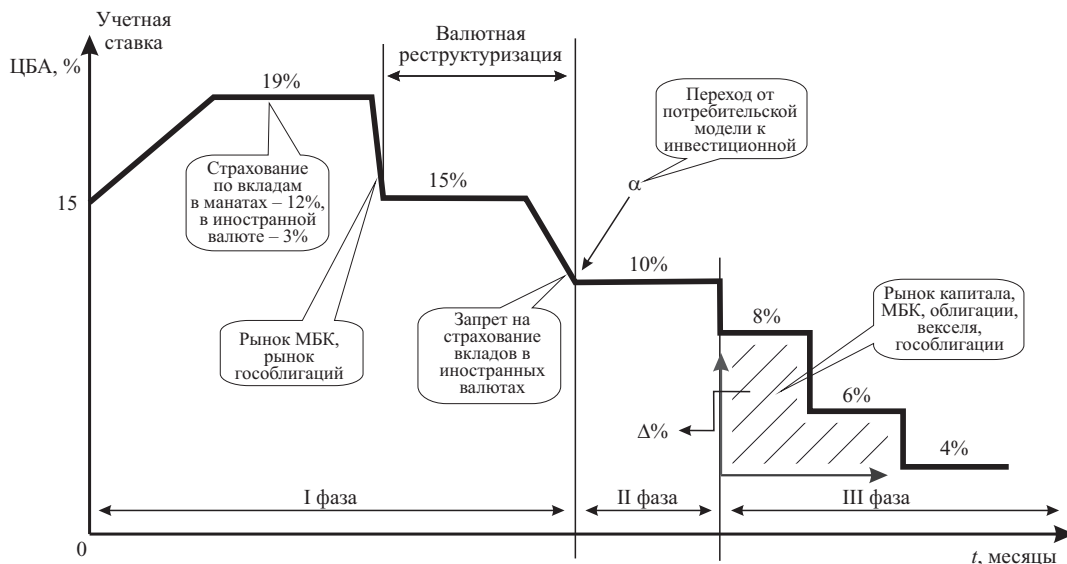


Рис. 7. Краткое изложение предлагаемой стратегии:

Δ – зона преимущественного роста спроса на кредитные ресурсы со стороны производителей товаров и услуг

3. Насыщение экономики деньгами, доведение значения монетизации до 80%. Падение уровня долларизации до неопасных для здоровья денежной системы величин. Уменьшение значения М0, рост безналичных расчетов.

4. Формирование внутреннего высоколиквидного и глубокого финансового рынка.

Все эти меры создают неплохую финансовую основу для экономического роста. Однако процесс реформирования финансового сектора должен быть тесно связан со стратегией развития промышленности, сферы услуг и аграрного сектора Азербайджана.

ний. Обзор. ООН. ЮНИДО, 2013. URL: https://www.unido.org/fileadmin/user_media_upgrade/Media_center/2014/Events/IDR_2013_OVERVIEW_RUSSIAN_EBOOK.pdf.

Рустамов Э.С. Экономическая модернизация Азербайджана: вызовы и решения. М.: Экон-Информ, 2010.

IMF. Regional Economic Outlook. Middle East and Central Asia. October 2016. URL: <https://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/reo/mcd/2016/ccal016r.pdf>.

Ozsoz E. Evaluating the effects of deposit dollarization in financial intermediation in transition economies // Eastern Europe economics. Armonk (N.Y.), 2009. Vol. 47. № 4. P. 5–24.

Список литературы

Амирбеков Ф.Ф. Определение типа экономики Азербайджана // Экономическая наука современной России. 2015. № 2 (69). С. 122–136.

Головнин М.Ю. Долларизация в переходных экономиках России и стран центральной и восточной Европы. // Проблемы прогнозирования. 2004. № 3. С. 124–135.

Костюк В.Н. Нестационарная экономика. Влияние роста сложности на экономическое развитие. М.: URSS, 2012.

Лившиц В.Н., Лившиц С.В. Системный анализ нестационарной экономики России (1992–2010): рыночные реформы, кризис, инвестиционная политика. М.: Марсейка, 2011.

Мамедханов Р.Р. Инфляционные процессы в экономике Азербайджана // Проблемы современной экономики. 2012. Вып. 1. С. 339–341.

Мирошниченко О.С. Субординированный кредит: вопросы теории и банковская практика // Финансы и кредит. 2011. № 19 (451). С. 31–41.

О стратегии развития экономики России: научный доклад / под ред. С.Ю. Глазьева. М.: ЦЭМИ РАН, 2011. URL: <http://www.glazev.ru/upload/iblock/8a6/8a63702e97b94aa7a2142750f8038a8a.pdf>.

Отчет о промышленном развитии, 2013. Устойчивый рост занятости: роль обрабатывающей промышленности и структурных измене-

Рукопись поступила в редакцию 03.04.2017 г.

WHERE TO GET MONEY FOR INVESTMENT IN ECONOMIC GROWTH (USING THE EXAMPLE OF THE AZERBAIJANI ECONOMY)

F.F. Amirbayov

Farhad F. Amirbayov, UNEC Research Foundation, Baku, Azerbaijan, amirfarkhad@hotmail.com

After the collapse of the USSR, to ensure the economic growth and well-being of its citizens Azerbaijan made a bet on the development of export-oriented fuel and energy complex. First of all, it was about creating conditions for increasing the crude oil production and building the infrastructure for its export to foreign markets. Success was achieved by a combination of good governance, availability of national personnel in the oil industry and participation of foreign, primarily western companies, in oil projects. Foreign oil companies and their subcontractors brought in Azerbaijan not only technologies, knowledge and equipment but also invested their funds in many projects.

Since 2012, when caused by natural causes the monotonous decline in crude oil production began Azerbaijan has entered

the so-called “post-oil” stage of its development. And now it's about the need to develop industry and the agricultural sector of the national economy which will require an increase the competitiveness of the economy to another level of quality. Are the foreign investments the only or at least the dominant financial source for Azerbaijan?

In this article the analysis of the state of money circulation of Azerbaijan is carried out, a number of problems which do not allow to accelerate the country's transition from the mono-raw export-oriented economic model to diversified model in which a significant share should take the processing industry is identified.

Besides it, a different way of financial policy which should not only stabilize the monetary sphere of the country experiencing post-oil phase, but also to accelerate economic growth rate is proposed. The main financial source of such growth should be the loan in Azerbaijani currency – manat, which will be available for entrepreneurs and government. So this article is about the strategy of transformation of manat to the investment resource, which will support economic growth of Azerbaijan at the present historical stage.

Keywords: Azerbaijan, finance, market, strategy, dollarization, credit, investment.

JEL: A10, B22, B26, D47.

References

- Amirbekov F.F. (2015). Determining the type of the economy of Azerbaijan. *Economics of Contemporary Russia*, no. 2 (69), pp. 122–136 (in Russian).
- Golovnin M.Yu. (2004). Dollarization in the transition economies of Russia and the countries of central and eastern Europe. *Problems of forecasting*, no. 3, pp. 124–135 (in Russian).
- IMF. Regional Economic Outlook. (2016). Middle East and Central Asia. October. URL: <https://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/reo/mcd/2016/ccal016r.pdf>.
- Kostyuk V.N. (2012). Unsteady economy. The impact of increasing complexity on economic development. Moscow, URSS (in Russian).
- Livshits V.N., Livshits S.V. (2011). System analysis of the Nonstationary Economy of Russia (1992–2010): market reforms, a crisis, investment politics. Moscow, Maroseika (in Russian).
- Mamedkhanov R.R. (2012). Inflation processes in the economy of Azerbaijan. *Problems of the modern economy*, vol. 1, pp. 339–341 (in Russian).
- Miroshnichenko O.S. (2011). Subordinated loan: questions of theory and banking practice. *Finance and credit*, no. 19 (451), pp. 31–41 (in Russian).
- On the strategy for the development of the Russian economy (2011). Ed. by S.Yu. Glazyev. Moscow, CEMI RAS (in Russian). URL: <http://www.glazev.ru/upload/iblock/8a6/8a63702e97b94aa7a2142750f8038a8a.pdf>.
- Ozsoz E. (2009). Evaluating the effects of deposit dollarization in financial intermediation in transition economies. *Eastern Europe economics*. Armonk, vol. 47, no. 4, pp. 5–24.
- Rustamov E.S. (2010). Economic modernization of Azerbaijan: challenges and solutions. Moscow, Econ-Inform (in Russian).
- UNIDO (2013). Industrial Development Report, 2013. Sustainable employment growth: the role of manufacturing industry and structural changes. Overview. URL: https://www.unido.org/fileadmin/user_media_upgrade/Media_center/2014/Events/IDR_2013_OVERVIEW_RUSSIAN_EBOOK.pdf.

Manuscript received 03.04.2017