



## ДОЛЛАРИЗАЦИЯ В ПЕРЕХОДНЫХ ЭКОНОМИКАХ РОССИИ И СТРАН ЦЕНТРАЛЬНОЙ И ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ

*В статье анализируется проблема утраты национальными валютами в переходных экономиках части своих функций в пользу иностранной валюты. Рассматриваются проблемы измерения долларизации, исследуются причины ее возникновения и развития, выделяются факторы долларизации. Даются рекомендации по борьбе с долларизацией мерами экономической политики.*

### **Воздействие долларизации на денежно-кредитную сферу при переходе к рынку.**

Общей особенностью переходных экономик стала долларизация денежно-кредитной сферы. Принято считать, что с помощью замещения валют и замещения активов экономические агенты получили возможность сохранять покупательную способность своих средств в период высокой инфляции. Однако воздействия долларизации на денежно-кредитную сферу имеют многочисленные экономические последствия:

– 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 [1, с. 14];

– 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 финансовые 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 оказывать косвенное влияние 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. Хотя в ходе проведенного исследования по странам Восточной Европы авторы [2, с. 12] приходят к противоположному выводу: максимизирующий доходы от сеньоража темп инфляции ниже в ситуации с замещением валют, чем в ситуации без него;

– помимо долларизации депозитов существует долларизация кредитов, степень которой определяет подверженность банковского сектора системному кредитному риску в случае значительных девальваций [3, с. 5]. 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.

Анализ воздействия долларизации на денежно-кредитную сферу показывает, что она представляет собой в большей степени негативное явление. Для борьбы с долларизацией может применяться комплекс мер экономической политики.

**Проблемы измерения долларизации.** Долларизация экономики означает процесс замещения иностранной валютой ряда (или всех) функций отечественной: средства накопления, меры стоимости и средства обращения. В зависимости от того, какая из них замещается в первую очередь (хотя установить это в большинстве случаев достаточно сложно), проводится классификация долларизации. Выделяются два типа долларизации: в широком и узком смысле слова. Первый связан с процессом замещения иностранной валютой *большинства* (всех) функций отечественной. Второй охватывает лишь выполнение функции *средства обращения* [4, с. 6]. Такая классификация в большей степени акцентирует внимание на ликвидности иностранной валюты, которая, на наш взгляд, становится производной от приобретения функции средства сбережения.

Наиболее распространено, по крайней мере среди западных исследователей, деление долларизации на замещение валют (*currency substitution*) и замещение активов (*asset substitution*) [3, с. 5]. Термин «замещение валют» относится к использованию иностранной валюты в качестве средства обращения (в этом он сходен с долларизацией в узком смысле по терминологии, принятой в работе [4]), тогда как «замещение активов» – средства сбережения. Понятие «замещение валют» часто используется как синоним долларизации, однако это не совсем верно. Большая часть известных случаев долларизации экономики относится к замещению активов. Оно тесно связано с понятием «портфельных мотивов» в кейнсианской теории спроса на деньги.

Долларизация получила значительное распространение во многих переходных экономиках сразу после начала экономической трансформации. Это, однако, не означает, что она не наблюдалась в рамках предшествовавшей системы. Наиболее яркие примеры этого – бывшая СФРЮ и Польша, где данное явление даже подлежало официальному учету. В конце 80-х годов в Польше иностранная валюта для предприятий играла роль меры стоимости [5, с. 81]. В других странах из-за жесткого регулирования государством денежно-кредитной сферы замещение валют было распространено гораздо меньше и ограничивалось, главным образом, наличным обращением на теневом рынке.

Оценка значимости долларизации требует рассмотрения вопроса об его измерении. Если принять за основу определение долларизации в широком смысле, то в анализ должны включаться все достаточно ликвидные активы в иностранной валюте, которые держат резиденты страны: наличные деньги, средства на депозитах в отечественной банковской системе и средства на депозитах за рубежом.

Поясним, почему важен именно принцип резидентства, а не территории. Согласно портфельной концепции спроса на деньги, важно проследить принятие решений экономическими агентами, действующими на территории рассматриваемой страны. Отдельный вопрос возникает в отношении хранения депозитов в иностранной валюте в зарубежных банках. В ситуации, когда доходы получены за границей (например, в форме экспортной выручки), их размещение за пределами страны не оказывает влияния на внутреннюю денежно-кредитную сферу. Однако показатели денежно-кредитной сферы изменяются, если имеет место прямой вывод средств с территории страны. В целом эта проблема, на наш взгляд, больше относится к оттоку капитала, с позиции исследования, долларизация играет важную роль, когда депозиты в иностранной валюте за рубежом

рассматриваются экономическими агентами в качестве заменителя аналогов в национальной банковской системе.

Проблема измерения долларизации связана с серьезными ограничениями статистического характера. Для переходных экономик практически не существует надежных сведений относительно объемов наличной иностранной валюты, обращающейся внутри страны, и депозитов за рубежом. Имеются данные Казначейства и Таможенной службы США о вывозе наличных долларов за пределы страны, но они касаются лишь сумм, превышающих 10 тыс. долл. (т. е. оценки оказываются заниженными). Кроме того, известно, что в странах Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) в отличие от России экономические агенты в большей степени используют не американскую наличную валюту, а европейские валюты (в последнее время – евро)<sup>1</sup>. Кроме того, некоторые объективные процессы находят статистическое отражение в форме долларизации, хотя по сути своей ею не являются. Речь идет об усилении участия переходных экономик в мирохозяйственных связях и процессах глобализации. Для ведения внешнеторговых операций и операций с движением капитала необходимо открытие счетов в иностранной валюте как в национальной, так и в зарубежных финансовых системах.

Учитывая статистические ограничения, в качестве основного измерителя долларизации обычно применяется показатель, представляющий собой отношение депозитов в иностранной валюте в отечественной банковской системе к денежной массе в широком смысле<sup>2</sup>. Этот показатель степени долларизации вполне доступен, но, на наш взгляд, далек от оптимального. В ситуации замещения валют, т. е. когда иностранная валюта используется в качестве средства обращения<sup>3</sup>, более оправданным было бы использование отношения наличной иностранной валюты к денежной массе М1, включающей эту наличную валюту. Однако недостаток статистических данных или их фрагментарность не позволяют построить такой показатель, пригодный для межстрановых сопоставлений.

**Масштабы и динамика долларизации.** Рассмотрим значения показателя степени долларизации в переходных экономиках России и некоторых стран ЦВЕ за прошедшие более чем 10 лет их трансформации (табл. 1).

Таблица 1

Степень долларизации в России и некоторых странах ЦВЕ  
в 1991 – I полугодии 2003 г., %\*

Страна	1991 г.	1992 г.	1993 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г. I-е полугодие
Россия	16,8	42,7	27,0	19,1	17,7	24,0	30,2	29,1	27,0	25,9	23,9
Польша**	24,7	24,8	27,0	18,2	17,6	15,6	15,5	15,6	15,5	...	...
Словения	48,4	42,9	41,7	35,0	30,8	26,7	26,0	29,2	31,5	31,4	30,1
Словакия	3,1	6,3	9,7	10,6	10,7	12,9	15,1	15,6	16,8	16,0	13,0
Албания	1,3	23,6	20,2	20,2	20,2	17,1	18,4	19,5	21,6	21,9	21,9

<sup>1</sup> Под термином «долларизация» автор подразумевает замещение функций национальной валюты не только долларом, но и евро.

<sup>2</sup> Понятие денежной массы в широком смысле включает наличные деньги за пределами банковской системы, депозиты до востребования, срочные и сберегательные депозиты в национальной валюте, депозиты в иностранной валюте.

<sup>3</sup> Обычно это имеет место при гиперинфляции, а также в дорогостоящих сделках (покупка квартир, автомобилей) или в рамках теневой экономики.

*\* Расчет по [6]. Значения степени долларизации являются средними за период.*

*\*\* В Польше в 2002 г. изменилась методология расчета денежных агрегатов, не позволяющая выделить объем депозитов в иностранной валюте.*

Исходя из значений степени долларизации в 2002 г. в странах ЦВЕ можно классифицировать переходные экономики по роли замещения активов в денежно-кредитной сфере. К странам с наиболее высокими значениями (свыше 40%) относятся Румыния, Сербия и Хорватия (последняя характеризуется рекордным показателем среди рассматриваемых стран с переходной экономикой<sup>4</sup>) и с небольшим отставанием Болгария. В Албании, Македонии, России и Словении степень долларизации варьирует от 20 до 30%. Значения ниже 20% характерны для Чехии, Польши и Словакии. Однако не следует забывать о том, что в странах с относительно низким уровнем развития финансовых систем большую роль играет масса наличной иностранной валюты, находящаяся в обращении и тезаврированная населением.

Если рассматривать долларизацию в динамике, то ее пик приходится на период, следующий за либерализацией цен и всплеском инфляции. Для Польши и Словении это не так очевидно (см. табл. 1), поскольку ухудшение макроэкономической обстановки в этих странах наблюдалось уже в конце 80-х годов, когда значения степени долларизации достигали 70-80% [8, с. 36]. Это позволяет сделать общий вывод, что наступление периода высокой инфляции в сочетании с отменой ограничений на внутреннюю конвертируемость иностранной валюты выступает в качестве импульса процесса долларизации. Исключением среди стран, приведенных в табл. 1, является лишь Словакия – в рамках бывшей Чехословакии либерализация цен не привела к существенной и продолжительной инфляции.

Однако наступление финансовой стабилизации и прекращение инфляции не приводят автоматически к резкому снижению степени долларизации. Иногда (например в Польше) наблюдается тенденция ее плавного снижения, иногда (как в России или Словакии) после тенденции к снижению изменение ситуации в экономике и денежно-кредитной сфере влечет за собой рост долларизации. Таким образом, степень долларизации, как и ряд других макроэкономических переменных, испытывает эффект гистерезиса, после которого она очень медленно возвращается в первоначальное положение.

На примере России можно проследить разницу в динамике различных показателей долларизации на примере степени долларизации и динамики покупки населением наличной иностранной валюты. Дж. Туллио и Н. Иванова, аккумулируя объемы чистой покупки иностранной валюты домохозяйствами (при предположении, что на конец 1991 г. объем наличной иностранной валюты был равен нулю), рассчитали, что на конец 1996 г. в России обращалось 86 млрд. долл. При этом оценки показателя обращения наличной иностранной валюты Центробанком России составляли на этот период всего 20-22 млрд. долл. [9, с. 163]. С 1997 по август 2003 г., согласно данным банковской статистики, чистая покупка иностранной валюты населением составила 46,8 млрд. долл.

Таким образом, накопленная в России за период трансформации наличная долларовая масса должна составить от 67 до 133 млрд. долл. Однако не следует забывать, что значительная доля наличной иностранной валюты вывозится из

<sup>4</sup> Директор исследовательского департамента Хорватского Национального банка И. Крафт оценивает долю иностранной валюты (включая находящуюся в наличном обращении) в денежной массе, равной 74%. См. [7].

страны по каналам «челночного» импорта, туристическим, и за счет реэкспорта в страны СНГ. Но если принять во внимание даже нижнее значение покупки наличной иностранной валюты, то на конец I полугодия 2003 г. наличная долларовая масса почти в 1,2 раза превышала денежный агрегат М1.

Кроме того, динамика различных составляющих долларизации может оказаться разнонаправленной. Это особенно ярко видно на примере России до финансового кризиса 1998 г., когда депозитная долларизация стабилизировалась со II полугодия 1996 г., а чистая покупка наличной иностранной валюты продолжала расти, достигнув 28,9 млрд. долл. в 1997 г.

На протяжении 1998-2003 гг. динамика различных показателей долларизации в целом была сходной, но имела свои особенности (рис. 1).

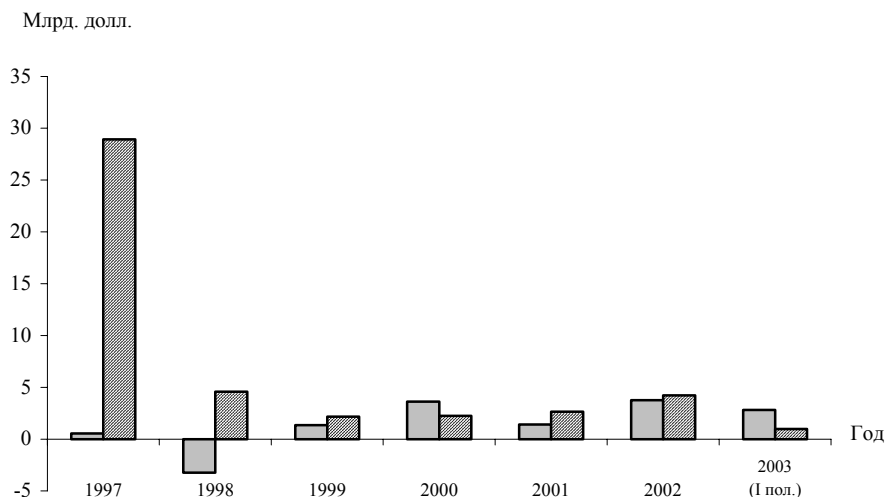


Рис. 1. Показатели долларизации российской экономики в 1997 – I полугодии 2003 гг.:  
 ▨ чистая покупка наличной иностранной валюты □ изменения общего объема выраженных в долларах депозитов в иностранной валюте

Кризис 1998 г. существенно повлиял на обе составляющие долларизации в сторону снижения абсолютных объемов. Однако показательно, что начиная с 2000 г., когда наблюдалось активное восстановление российской банковской системы, нельзя признать однозначно замещение наличной долларизации депозитной. Это замещение прослеживается лишь с 2003 г. Чистая покупка наличной иностранной валюты населением за первые восемь месяцев 2003 г. составила 1975 млн. долл., или 46,7% от уровня 2002 г.<sup>5</sup> Показатель степени долларизации, как видно из табл. 1, начал снижаться в России в посткризисный период уже с 2000 г.

Для выявления причин отмеченной выше динамики проанализируем подробнее факторы долларизации.

**Факторы долларизации.** В исследованиях наиболее часто выделяют следующие факторы долларизации.

**Темпы инфляции** – наиболее очевидный фактор, поскольку именно в периоды высокой инфляции падают доверие к национальной валюте и спрос на нее. Однако наличие гистерезиса показывает, что этот фактор не единственный,

<sup>5</sup> Рассчитано по [10, с. 58-59].

и требуется искать другие объясняющие переменные. В то же время сам эффект гистерезиса может объясняться в ряде случаев психологическими факторами, например, недоверием населения к политике стабилизации, проводимой правительством и центральным банком.

*Реальные ставки процента по депозитам в национальной валюте.* Учитывая, что долларизация во многом представляет собой портфельное решение, особенно в той части, которая измеряется объемом депозитов в иностранной валюте, представляется логичным для объяснения ее динамики воспользоваться нормой доходности инструментов в иностранной валюте. Относительно наличной национальной валюты, норму доходности которой можно принять равной нулю<sup>6</sup>, норма доходности наличной иностранной валюты равняется темпу падения курса национальной валюты, а депозитов в иностранной валюте – суммарному значению ставки процента по ним и темпу падения курса. Однако построить длинный ряд для процентных ставок по депозитам в иностранной валюте достаточно сложно из-за недостатка статистических данных. Поэтому можно воспользоваться показателем альтернативных издержек: динамикой доходности основного заменителя депозитов в иностранной валюте – срочных депозитов в национальной валюте.

*Темпы падения валютного курса* – еще один параметр доходности инструментов в иностранной валюте. Поэтому чем выше темпы внешнего обесценения национальной валюты, тем большей должна быть степень долларизации. Помимо собственно темпов падения на долларизацию влияет волатильность валютного курса. А. Изе и Э. Леви-Йейати считают, что долларизация отрицательно связана с вариацией валютного курса, поскольку увеличение вариации ограничивает страховые преимущества долларовых активов. Поэтому в качестве объяснения гистерезиса они рассматривают ситуацию, когда ожидаемая волатильность инфляции оказывается высокой по отношению к волатильности реального валютного курса [3, с. 8]. Подобная ситуация весьма вероятна при использовании той или иной разновидности фиксации валютного курса для борьбы с инфляцией.

Кроме того, существует статистический эффект воздействия динамики валютного курса на степень долларизации. Для целей сопоставимости депозиты в иностранной валюте учитываются в денежной массе в широком смысле с помощью пересчета по обменному курсу в национальную валюту. При резких изменениях курса динамика показателей денежной сферы, выраженных в национальной валюте, как правило, запаздывает, в то время как объем депозитов в иностранной валюте пересчитывается автоматически.

Среди наиболее ярких примеров указанного статистического феномена можно назвать следующие. В ноябре 1995 г. в Союзной республике Югославия в ходе реализации пакета стабилизационных мер произошло падение курса национальной валюты с 1 до 3,3 динаров за немецкую марку. Результатом стало увеличение степени долларизации в этом месяце по сравнению с предшествовавшим почти на 15 проц. п. (до 90,6%). В Болгарии в 1996 г. обесценение лева в 5,8 раза сопровождалось увеличением доли депозитов в иностранной валюте почти в 2 раза, при этом соответствующий показатель превысил 50-процентную отметку. Наконец, девальвация рубля в августе 1998 г. в России увеличила степень долларизации за квартал сразу на 14 проц. п.

<sup>6</sup> Напомним, что речь идет о портфельных теориях, и здесь автор абстрагируется от того, что наличные деньги обладают премией за ликвидность.

*Динамика основных внешнеэкономических показателей.* Отслеживание динамики внешнеторгового оборота, экспорта, притока иностранного капитала и других показателей позволяет определить динамику предложения иностранной валюты. Если в России основным источником поступления иностранной валюты является выручка от экспорта, то для большинства стран ЦВЕ – приток иностранного капитала. Соответственно для развития долларизации в терминах потока (а не запаса<sup>7</sup>) есть больше возможностей при благоприятной для увеличения экспорта или притока капитала в страну конъюнктуре. Кроме того, иностранная валюта требуется для оплаты импорта, поэтому при росте спроса на импорт растет спрос и на средства в иностранной валюте, хранящиеся на счетах предприятий. Это явление отражается статистически, хотя не представляет собой часть процесса долларизации.

Из числа прочих факторов, относящихся, главным образом, к институциональной базе национальной экономики, отметим выбор режима валютного курса и состояние внутренней финансовой системы.

Программы стабилизации, проводившиеся в наиболее успешных в продвижении по пути трансформации странах ЦВЕ, сопровождались, за исключением Словении, установлением какой-либо разновидности фиксированного валютного курса. Дело в том, что плавающий валютный курс сопряжен с большей неопределенностью ожиданий экономических агентов. Выбор режима валютного курса на ранней стадии преобразований может также оказывать косвенное влияние на феномен замещения валют через сокращение темпов инфляции. Заметим, что подобное объяснение входит в противоречие с упомянутым выше предположением А. Изе и Э. Леви-Йейати, однако представляется более логичным и подкрепляется статистическими данными.

Сопоставление коэффициентов корреляции степени долларизации и волатильности валютного курса<sup>8</sup> пяти стран (России, Польши, Словении, Словакии и Албании), проведенное автором, показало, что практически нигде корреляция не была значимой. В Польше и Словении коэффициент корреляции равнялся соответственно - 0,04 и 0,05, в России и Словакии – 0,18 и 0,15 и лишь в Албании – 0,37. Однако необходимо помнить о том, что взаимосвязь волатильности валютного курса и степени долларизации может изменяться со сменой режима валютного курса (особенно заметными были изменения в режиме валютного курса в России и Словакии). Вместе с тем на основе межстрановых сопоставлений подтверждается вывод о более низкой степени долларизации при разновидностях режима фиксированного валютного курса.

Относительная значимость долларизации, при прочих равных условиях, находится в обратной зависимости к уровню финансового развития экономики. Экономика с хорошо развитыми финансовыми рынками в состоянии быстро адаптироваться к ситуации высокой инфляции, поскольку имеет большой набор достаточно ликвидных инструментов, номинированных в отечественной валюте, приносящих высокий процент [4, с. 2]. Из всех переходных экономик на раннем этапе трансформации лишь экономики бывших Чехословакии и СФРЮ отличались относительно высоким уровнем развития банковской системы, но и в этих случаях набор предлагаемых ликвидных инструментов в национальной валюте был крайне ограничен.

Состояние национальной финансовой системы также является фактором, определяющим степень замещения между различными формами долларизации. Если уровень развития финансовой системы низок, то при прочих равных условиях

<sup>7</sup> Степень долларизации – это показатель запаса.

<sup>8</sup> В качестве показателя волатильности валютного курса использовалась разница между темпом прироста обменного курса иностранной валюты (доллара США – для России, Польши, Албании и немецкой марки – для Словакии и Словении) по отношению к национальной и средним значением этого темпа за два года.

экономические агенты будут держать большую долю инструментов в иностранной валюте в наличной форме или в виде депозитов за рубежом.

Ключевым фактором, помимо уровня доходности и положения национальной финансовой системы, для хранения иностранной валюты на депозитах за рубежом является вероятность ее конфискации внутри страны. Одна из наиболее распространенных форм такой конфискации – замораживание депозитов в иностранной валюте (как это имело место в бывшей СФРЮ в 1991 г.) или конвертация депозитов по заниженному курсу (как в России после кризиса 1998 г.).

Эмпирически зависимость динамики степени долларизации в России и Словении от динамики основных факторов, выделенных теоретически, демонстрируют диаграммы на рис. 2 (для России приведены натуральные логарифмы соответствующих значений).

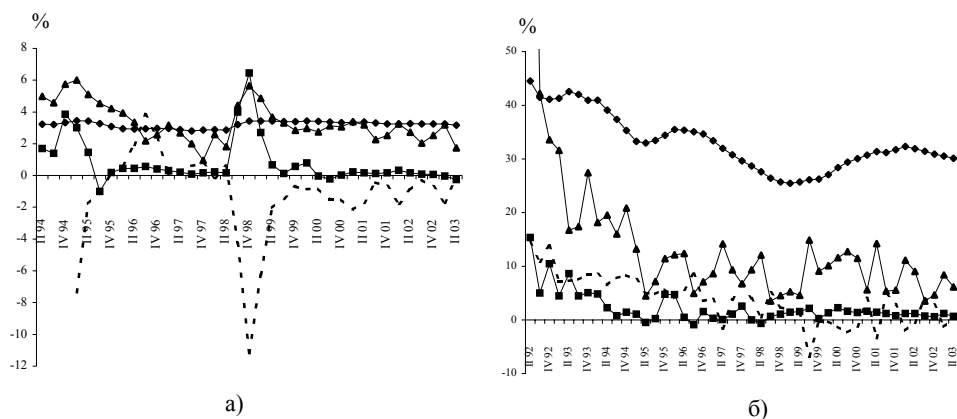


Рис. 2. Факторы долларизации в России (а) и Словении (б)

—◆— степень долларизации; —■— темп снижения обменного курса национальной валюты к доллару США (в России) и немецкой марке (в Словении); —▲— годовой темп инфляции; - - - реальная ставка процента по депозитам

Для выявления действия основных факторов долларизации в отдельных переходных экономиках (России, Польши, Словении, Словакии, Албании) были проведены эконометрические исследования<sup>9</sup>. Оценивались уравнения регрессии, отражающие зависимость степени долларизации от ключевых факторов (темпа инфляции, динамики валютного курса, реальной ставки процента, динамики внешнеторгового оборота, трендового показателя)<sup>10</sup>. Значимые уравнения регрессии для пяти рассматриваемых стран приведены в табл. 2.

Данные табл. 2 показывают, что для большинства стран (за исключением Словакии) значимой переменной, объясняющей динамику долларизации, является реальная ставка процента по депозитам в национальной валюте. Однако здесь необходимо отметить следующие особенности.

<sup>9</sup> Они охватывают следующие временные интервалы: для России – со II кв. 1994 г. по II кв. 2003 г. (для реальной ставки процента по депозитам – с I кв. 1995 г.); для Польши – со II кв. 1993 г. по IV кв. 2001 г. (после этого изменилась методология расчета денежных агрегатов, не позволяющая вычислить степень долларизации); для Словении – со II кв. 1992 г. по II кв. 2003 г.; для Албании – с I кв. 1995 г. по II кв. 2003 г.; для Словакии – со II кв. 1993 г. по II кв. 2003 г.

<sup>10</sup> Значения всех перечисленных показателей были рассчитаны на основе данных сборника *International Financial Statistics*. Степень долларизации в Польше и Словении рассчитывалась на основе данных национальной статистики, полученных с сайтов национальных банков ([www.nbp.pl](http://www.nbp.pl) и [www.bsi.si](http://www.bsi.si)).



Во-первых, в России и в Албании изменения в реальной ставке процента объясняют изменения долларизации далеко не в полной мере (50 и 17% вариации показателя степени долларизации соответственно).

Во-вторых, в Польше и Словении коэффициент в уравнении при реальной ставке процента принимает положительное значение, что не согласуется с теоретическими предположениями. Возможно несколько объяснений подобного феномена. Например, реальная ставка процента может «нести на себе» влияние другой переменной. В случае со Словенией, где на протяжении большей части рассматриваемого периода действовала индексация реальной ставки процента, подобной переменной может быть ожидаемый темп инфляции.

Результаты исследования по России подтверждают, в частности, выводы, полученные в Центре развития, о том, что для периода стабильного валютного курса реальные процентные ставки играли важную роль в объяснении процесса долларизации [11, с. 7-8].

Таблица 2

Результаты оценки факторов долларизации для России и некоторых стран ЦВЕ\*

	C	RDEPR	INFL	ERCH	NUMBER	R <sup>2</sup>	F	N
<b>Россия</b>	23,62	-0,17				0,5	31,82	34
C.O.	(0,65)	90,03					(4,17)	
t-stat	36,16	-5,64						
t-crit	(2,04)	(2,04)						
<b>Польша</b>	8,02	0,55	0,57			0,91	152,48	35
C.O.	(0,81)	(0,06)	(0,03)				(3,32)	
t-stat	9,92	8,81	16,86					
t-crit	(2,04)	(2,04)	(2,04)					
<b>Словения</b>	29,17	0,62		0,65		0,66	40,34	45
C.O.	(0,63)	(0,13)		(0,19)			(3,23)	
t-stat	46,04	4,79		3,36				
t-crit	(2,02)	(2,02)		(2,02)				
<b>Албания</b>	20,23	-0,06				0,17	6,29	34
C.O.	(0,36)	(0,03)					(4,17)	
t-stat	56,86	-2,51						
t-crit	(2,04)	(2,04)						
<b>Словакия</b>	10,26				0,14	0,53	44,17	41
C.O.	(0,51)				(0,02)		(4,17)	
t-stat	19,96				6,65			
t-crit	(2,04)				(2,04)			

\* Условные обозначения:

C – константа;

RDEPR – реальная ставка процента по депозитам;

INFL – годовой темп инфляции;

ERCH – темп снижения обменного курса национальной валюты к доллару и евро в зависимости от страны;

NUMBER – трендовый показатель, равный 1 для первого наблюдения, 2 – для второго и т. д.;

F – (в скобках) критические значения F-статистики при уровне значимости 5%;

N – число наблюдений;

C.O. – стандартная ошибка коэффициента регрессии;

t-crit – критическое значение t-статистики для двустороннего интервала при уровне значимости 5%.

Отметим также значимую переменную темпа инфляции в объяснении динамики долларизации в Польше и темпа снижения валютного курса в Словении.

Относительно переменной валютного курса следует отметить, что ее влияние может быть различным при разных режимах этого курса. Так, расчеты для России показали, что до введения валютного коридора снижение валютного курса вело к значительному увеличению спроса на долларовые банкноты, а после введения приводило к его существенному сокращению [9, с. 180]. Одна из интерпретаций

состоит в том, что ожидания относительно валютного курса были «экстраполирующими» до июня 1995 г., т. е. обесценение рубля приводило к прогнозу его дальнейшего обесценения, тогда как после июня 1995 г. эти ожидания стали «регрессивными», т. е. обесценение рубля приводило к прогнозу дальнейшего роста курса.

Влияние режимов валютного курса также может быть различным на разных стадиях их введения. Так, страны ЦВЕ, применявшие разновидности фиксированного валютного курса в начале экономической трансформации, постепенно от них отказались на стадии стабилизации динамики инфляции и валютного курса. Противоположная ситуация имела место в России во время финансового кризиса 1998 г., когда переход к режиму плавающего курса рубля был вынужденным, поскольку власти уже не могли поддерживать валютный коридор. Соответственно в развитых странах ЦВЕ при введении режима плавающего валютного курса степень долларизации продолжала постепенно снижаться (за исключением Словакии и Чехии, где переход к плавающим валютным курсам также был во многом вынужденным). В этом отношении характерен пример Словении, где смены режима валютного курса не происходило – в течение всего рассматриваемого периода там действовал режим управляемого плавания.

Таким образом, можно сделать общий вывод о наличии нескольких моделей долларизации в переходных экономиках: «классической» (степень долларизации отрицательно связана с реальной ставкой процента по депозитам в национальной валюте) в России и Албании, «неклассической» (изменения реальной ставки процента положительно влияют на динамику долларизации) в Польше и Словении и «нейтральной» в Словакии (долларизация зависит лишь от трендового показателя).

**Пути преодоления долларизации.** Самым простым решением проблемы долларизации является запрет на открытие депозитов в иностранной валюте как внутри страны, так и за рубежом. Однако оно имеет существенный недостаток, связанный с тем, что попытки обойти это жесткое ограничение приведут к распространению наименее желательной формы долларизации – обращения наличной иностранной валюты. В большинстве переходных экономик действует иное административное ограничение – запрет на осуществление расчетов между резидентами в иностранной валюте, но его недостаточно для устранения долларизации.

При выборе мер по преодолению долларизации следует ориентироваться на устранение причин, а не следствий. Это означает, что основными направлениями проведения экономической политики должны быть: увеличение процентных ставок по инструментам в национальной валюте (с учетом возможных последствий для экономического роста), а также снижение темпов инфляции (если они высоки), уменьшение темпов внешнего обесценения национальной валюты.

Здесь остается дискуссионным вопрос о выборе режима валютного курса. Исследователи МВФ (Балино, Беннетт и др.) считают, что гибкий валютный курс при долларизации позволяет увеличить степень автономии в управлении денежно-кредитной сферой [1, с. 15]. Вместе с тем различные формы фиксации валютного курса позволяют стабилизировать ожидания экономических агентов в отношении динамики курса и, тем самым, бороться с долларизацией.

Кроме того, выбор между управлением инфляцией и валютным курсом может привести к тому, что повысится волатильность второй переменной. В этой ситуации некоторые исследователи, например Р. Пионтковский [12, с. 5], отдают

предпочтение контролю за инфляцией. Однако необходимо помнить, что валютный курс в России является не менее важным индикатором при принятии решений экономическими агентами, особенно в части распространения наличной долларизации.

Некоторые западные экономисты предлагают варианты введения полной долларизации в отдельных переходных экономиках, узаконив обращение иностранной валюты на территории страны. С подобным предложением для России после кризиса 1998 г. выступил, в частности, известный экономист Н. Мэнкью [13]. Но полная долларизация вызывает существенные потери для экономики страны: отказ от сеньоража, ограничение функции кредитора в последней инстанции и потерю инструмента валютного курса при проведении экономической политики. При решении проблем важно не сразу обращаться к наиболее радикальным средствам, о чем свидетельствует, в частности, опыт России, которой удалось преодолеть многочисленные негативные последствия кризиса 1998 г., не прибегая к полной долларизации.

Некоторые меры денежно-кредитной политики могут оказывать непосредственное влияние на долларизацию. Эти меры, главным образом, призваны увеличить издержки приобретения и хранения инструментов в иностранной валюте. Так, по депозитам в иностранной валюте могут устанавливаться более высокие резервные требования, чем по депозитам в национальной валюте. На покупку наличной иностранной валюты может вводиться налог, повышающий издержки проведения соответствующей операции. В России действует первая мера<sup>11</sup>, вторая, на наш взгляд, была не совсем необоснованно отменена. Оставаясь основным владельцем Сбербанка – монополиста на рынке вкладов населения, государство получает дополнительные рычаги для воздействия на уровень процентных ставок по депозитам. Кроме того, расширение финансового инструментария, номинированного в национальной валюте, в результате содействия развитию финансовых рынков также будет способствовать снижению уровня долларизации.

Постепенная дедолларизация экономики России отражает позитивные изменения – рост реальных процентных ставок, стабилизацию и рост курса национальной валюты. Однако возникает вопрос, насколько устойчивы эти тенденции – они во многом зависят от состояния банковской системы и экономики страны в целом. Кроме того, ухудшение экономической конъюнктуры и, прежде всего, падение цен на нефть, которое прогнозируется в 2004 г. многими аналитиками, способно вновь вызвать падение курса национальной валюты, а тенденция к росту процентных ставок постепенно исчезает. Показательно, что уже в сентябре 2003 г. чистый спрос населения по сравнению с августом увеличился почти в 1,5 раза и составил 1,4 млрд. долл. [14]. Таким образом, без выхода на траекторию устойчивого экономического роста и окончательной стабилизации денежно-кредитной сферы процесс дедолларизации национальной экономики России не может быть завершен.

### *Литература*

1. Balino T., Bennett A., Borensztein E. et al. *Monetary Policy in Dollarized Economy // IMF Occasional Paper. 1999. № 171.*
2. Budina N., van Aarle B. *Currency Substitution, Seignorage and Reform: the Case of Bulgaria, Poland and Romania // Bank Review, National Bank of Bulgaria. 1995. № 2.*
3. Ize A., Levy-Yeyati E. *Dollarization of Financial Intermediation: Causes and Policy Implications // IMF Working Paper, WP/98/28, 1998, March.*

<sup>11</sup> Норматив обязательного резервирования по депозитам в иностранной валюте равен 10%, тогда как по вкладам физических лиц в национальной валюте – 7%.

4. Savastano M. *Dollarization in Latin America: Recent Evidence and Some Policy Issues* // IMF Working Paper, WP/96/04, 1996, January.
5. Ростовский Я. *Макроэкономическая нестабильность в посткоммунистических странах*. М.: Ad Marginem, 1997.
6. *World Economic Outlook*. October 1997. IMF, Washington D.C., 1997, p. 112; *International Financial Statistics*.
7. Kraft E. *Monetary Policy Under Dollarization: The Case of Croatia*. Paper presented at the 8-th Dubrovnik Conference on Monetary Policy and Currency Substitution in the Emerging Markets, 2002, June 27-29. Draft version (<http://www.hnb.hr/dub-konf/8-konferencija-radovi/kraft-case-of-croatia.pdf>).
8. Sahay R., Vegh C.A. *Dollarization in Transition Economies* // *Finance&Development*, 1995, March.
9. Tullio G., Ivanova N. *The demand for money and currency substitution in Russia during and after hyperinflation: 1992-1996* // *Экономический журнал Высшей школы экономики*. 1998. Т. 2. № 2.
10. Бюллетень банковской статистики // Центральный банк Российской Федерации. 2003. № 10.
11. Алексашенко С., Клепач А., Осипова О., Пухов С. *Куда «плывет» рубль?* // *Вопросы экономики*. 1999. № 8.
12. Пионтковский Р.В. *Долларизация, изменчивость инфляции и неразвитые финансовые рынки в переходных экономиках*. Консорциум экономических исследований и образования. Научный доклад № 03/02. М.: EERC, 2003.
13. Mankiw N.G. *Let's Pass the Buck to Russia*. *Fortune*, 1998, November 9.
14. РБК, 2003, 12 ноября.