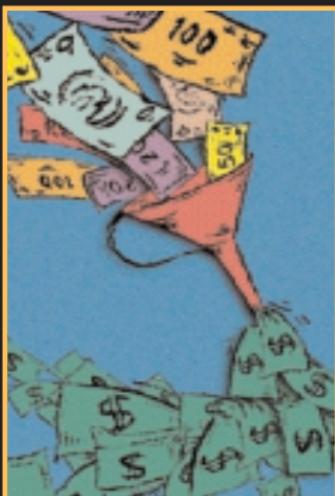


Полная долларизация

Преимущества и недостатки

Эндрю Берг
Эдуардо Боренштейн



Полная долларизация *Преимущества и недостатки*

Эндрю Берг
Эдуардо Боренштейн



МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД
ВАШИНГТОН, ОКРУГ КОЛУМБИЯ

©2000 Международный Валютный Фонд

Редактор серии Джереми Клифт

Оформление и дизайн обложки

М. Этемади, Д. Федеричи

при участии секции графических работ МВФ

Опубликовано в декабре 2000 года

Издание на русском языке:

Русский отдел, Бюро переводов МВФ

Перевод: Пивоваров О. О.

Корректура и техническая редакция: Точилина Ю. Б.

Компьютерная верстка: Гершон Т. Е.

ISBN 1-55775-998-7

ISSN 1020-8402

Издания МВФ можно заказать по адресу:

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, D.C. 20431, U.S.A.

Тел.: (202) 623-7430 Факс: (202) 623-7201

Электронная почта: publications@imf.org

Интернет: <http://www.imf.org>

Предисловие

Серия «Вопросы экономики» призвана ознакомить широкие круги читателей-неспециалистов с результатами некоторых исследований по актуальным вопросам экономики, проводимых сотрудниками Международного Валютного Фонда. В качестве основы публикаций этой серии используются главным образом материалы рабочих документов МВФ, технических документов, подготовленных сотрудниками МВФ и приглашенными исследователями, а также исследовательских работ по вопросам экономической политики.

Настоящая публикация основана на материалах, первоначально содержавшихся в рабочих документах МВФ 00/50 и 00/29, озаглавленных, соответственно, «Преимущества и недостатки полной долларизации» и «Выбор валютного режима и денежно-кредитного цевого показателя в условиях высоко долларизованной экономики» [“The Pros and Cons of Full Dollarization” и “The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies”]. Оба документа подготовлены Эндрю Бергом и Эдуардо Боренштейном. Эти документы можно приобрести в Секции публикаций МВФ по цене 10 долларов США за каждый. Настоящая версия была подготовлена Чарлзом Гарнером.

Преимущества и недостатки полной долларизации

С тех пор как почти тридцать лет тому назад прекратила свое действие Бреттонвудская система фиксированных валютных курсов, перед странами еще острее встала старая дилемма создания работоспособных валютных механизмов, а диапазон возможных средств значительно расширился.

С возросшей интеграцией мировой торговли и рынков капитала стало труднее принимать решения о выборе надлежащей валютной системы. Возникли новые проблемы, которые требуют новых ответов на вопрос о том, какой валютный режим наиболее полно соответствует задачам развития каждой конкретной страны. Новейшим решением служит полная долларизация, при которой страна официально отказывается от своей валюты и принимает более устойчивую валюту другого государства — чаще всего доллар США — в качестве своего законного платежного средства.

С точки зрения любой страны со свободно конвертируемой валютой полная долларизация может представляться более радикальным шагом, чем он есть на самом деле: использование доллара США или какой-либо другой ведущей валюты уже стало достаточно распространенным явлением в большинстве развивающихся стран, особенно в области финансовых контрактов (см. вставку 1, «Что та-

Вставка 1. Что такое долларизация?

В настоящей брошюре основное внимание уделяется *полной долларизации*, при которой какая-либо страна официально принимает валюту другой страны для целей совершения всех финансовых операций, за исключением, возможно, обращения монет. При рассмотрении возможности выбора данного валютного режима необходимо учитывать два момента:

- Термин «долларизация» упрощенно означает использование каким-либо государством любой иностранной валюты. Поднимаемые вопросы столь же актуальны для других стран региона, использующих, например, южноафриканский *рэнд*, и они будут в одинаковой мере затрагивать любую другую страну, скажем, страны Восточной Европы, которые изучают возможность принятия впоследствии *евро*.
- Большинство развивающихся стран — равно как стран с переходной экономикой, которые только вводят рыночные механизмы, — уже имеют определенную ограниченную неофициальную долларизацию. Резиденты этих стран в той или иной мере уже держат иностранную валюту или имеют вклады в иностранной валюте в отечественных банках. В странах с высокой инфляцией доллар или иная твердая валюта уже могут широко применяться в повседневных сделках наряду с национальной валютой.

Такая неофициальная долларизация возникла в результате экономической нестабильности и высокой инфляции, а также стремления резидентов диверсифицировать и защитить свои активы от угрозы, которую им несет обесценение их собственной валюты. Целесообразно различать две причины спроса на активы в иностранной валюте: *валютное замещение и замещение активов*.

В случае *валютного замещения* иностранные активы используются в качестве денег, главным образом как средство платежа и учетная единица, что обычно имеет место в условиях сильной инфляции или гиперинфляции.

Вставка 1. Что такое долларизация?). Полная долларизация означает лишь сделать следующий шаг, то есть перейти от неофициальной, ограниченной долларизации к полному, официальному использованию иностранной валюты во всех операциях.

Главной привлекательной стороной полной долларизации служит устранение риска внезапной резкой девальвации валютного

фляции, когда высокая стоимость использования национальной валюты для совершения сделок побуждает население искать альтернативные варианты. После того как будет допущено применение иностранной валюты для совершения сделок, быстро отказаться от нее может не удастся. Следует отметить, что в последние годы в некоторых странах Латинской Америки и Азии долларизация продолжала усиливаться и даже ускоряться, несмотря на успешно проведенную стабилизацию.

Замещение активов связано с аспектами риска и прибыли по внутренним и иностранным активам. Исторически активы, выраженные в иностранной валюте, служили средством защиты от макроэкономических рисков, связанных, например, во многих развивающихся странах с нестабильностью цен и продолжительным застоем. Даже в условиях текущей стабильности активы, выраженные в иностранной валюте, могут служить этой цели, если резиденты полагают, что существует даже минимальная угроза возобновления инфляции.

Существует важное различие между неофициальной и полной долларизацией, вследствие которого на переходном этапе могут возникать проблемы для правительства, рассматривающих возможность такой меры. При полной долларизации все государственные и частные долги должны быть выражены в долларах, и поэтому как государственные, так и частные счета, должны быть переведены в доллары. Для этого страна должна определить курс, по которому старые долги, контракты и финансовые активы будут пересчитаны в доллары.

Наконец, стабильность за счет долларизации сама по себе является относительной, учитывая, что курс доллара США — или любой другой твердой валюты, которую решает использовать страна, — будет колебаться по отношению к другим широко обращающимся валютам. В постбреттонвудский период такие колебания иногда были значительными.

курса страны. Таким образом, страна может сократить премию за риск при осуществлении ею внешнего заимствования. Страны с долларизованной экономикой могут пользоваться более высоким доверием у международных инвесторов, иметь более низкий спред процентных ставок на их внешние займы, сокращать бюджетные издержки и добиваться больших инвестиций и роста.

Вопрос валютной привязки

Могут ли эти преимущества компенсировать стране издержки, связанные с отказом от собственной валюты? Ответ на этот вопрос представляется сложным и, в конечном итоге, зависит от конкретных условий в каждой стране. Однако все большее число стран начинает серьезно рассматривать возможность полной долларизации, сталкиваясь с изменениями, происходящими в мировой экономике, особенно в течение последних 20 лет.

В 80-е годы, охарактеризовавшиеся проблемами инфляции, в центре внимания многих дискуссий по вопросу о надлежащем валютном режиме для развивающихся стран находилась роль валютных «привязок». Страны обычно располагают широким выбором возможностей, включая привязку национальной валюты к корзине других валют (например, валют своих торговых партнеров), определенную индексацию национальной валюты по темпам инфляции внутри страны и даже формирование групп стран, как это сделали многие франкововоряющие африканские страны, создав валютные союзы с привязкой к французскому франку.

В 90-е годы глобальная инфляция сократилась, а мобильность капитала и масштабы потоков капитала резко возросли. В то время как страны приветствовали приток инвестиций, они столкнулись с новой угрозой, поскольку участились и усилились спекулятивные атаки на валюты, которые рынки капитала считали незащищенными от девальвации.

Обычно жертвы таких валютных кризисов имели режим определенной валютной привязки. Следовательно, стало складываться мнение, что в мире высокой мобильности капитала валютная привязка может сама по себе вызывать спекулятивные атаки и только крайние средства, такие как режим свободного плавания или валютного управления, являются жизнеспособными. Режим валютного управления, при котором национальная валюта полностью обеспечивается международными резервами, является самой сильной формой валютной привязки.

Сторонники полной долларизации критикуют оба этих варианта. Режим свободного плавания, как они утверждают, не является жиз-

неспособным для многих развивающихся стран, поскольку они рискуют столкнуться с чрезмерными колебаниями валютного курса. До сих пор только самые крупные развивающиеся страны с относительно развитыми финансовыми системами, такие как Корея, Бразилия и Мексика, пытались применить свободное плавание. Хотя опыт ограничен, эти эксперименты до сих пор работали без особых нарушений.

Тем временем системы валютного управления подвергались до-рогостоящим спекулятивным атакам. Аргентина и Гонконг (САР)¹, успешно применяя режим валютного управления, в последние годы, тем не менее, испытали резкое повышение процентных ставок и спад в экономике под воздействием спекулятивных атак, которые распространялись на них из других стран.



Привлекательные стороны долларизации

В этих условиях в 1999 году бывший в то время президентом Аргентины Карлос Менем предложил принять доллар США в качестве окончательного решения давних проблем с выбором правильной денежно-кредитной и валютной политики. В январе 2000 года Эквадор, находясь в состоянии глубокого экономического и политического кризиса, принял доллар США в качестве своего законного платежного средства.

Видные экономисты стали утверждать, что по сути всем развивающимся странам следует долларизироваться, и даже некоторым промышленно развитым странам было настоятельно рекомендовано рассмотреть такую возможность. Отчасти руководствуясь примером европейских стран, которые отказываются от своих валют в

¹Специальный административный район Китайской Народной Республики.

пользу евро, некоторые предлагали, чтобы и Канада, по мере развития Североамериканского соглашения о свободной торговле (НАФТА), приняла доллар США.

Сопоставление всех преимуществ и недостатков полной долларизации осложняется почти полным отсутствием исторического опыта. Панама — единственная достаточно крупная страна, имеющая определенную историю использования иностранной валюты (доллара США) в качестве законного платежного средства, — но ее размеры относительно невелики, и, кроме того, она имеет тесные исторические, политические и экономические связи с Соединенными Штатами. И даже если бы мы могли проанализировать опыт большего числа стран, он должен был бы охватывать более длительные периоды времени, чем это обычно необходимо для оценки различных вариантов денежно-кредитной и валютной политики. Это объясняется тем, что долларизация будет носить почти перманентный характер, а некоторые выгоды могут быть достигнуты только в долгосрочной перспективе.

В настоящем анализе полная долларизация сопоставляется с ближайшим к ней режимом валютного управления. При этом будут отражены основные последствия долларизации и то, как они отличаются от последствий просто очень жесткой валютной привязки. Кроме того, если издержки и выгоды валютного управления оказываются, по крайней мере, эквивалентными долларизации, то валютное управление будет проще и предпочтительней для страны, стремящейся к режиму жесткой валютной привязки.

Различия между валютным управлением и долларизацией немногочисленны, но имеют большое значение. Главная отличительная особенность долларизации заключается в том, что она носит перманентный или почти перманентный характер. Отказаться от долларизации значительно труднее, чем изменить или отменить режим валютного управления. Действительно, наибольшие предположительные выгоды от долларизации обусловлены тем доверием, которое проявляется к ней *именно в силу того*, что долларизация практически необратима. В то же время для некоторых стран необратимость долларизации в определенных условиях может привести к весьма существенным издержкам.

Государство, идущее на полную долларизацию, теряет эмиссионный доход (см. вставку 2, «Что такое эмиссионный доход?»), но это не происходит в стране, имеющей механизм валютного управления. В то же время при долларизации страна полностью устраняет риск обесценения валюты и получает иностранные займы под более низкий процент.

В нижеследующем анализе эти вопросы будут рассмотрены более подробно. Определение суммы потенциальных сбережений от более низких процентных ставок оказалось более сложным делом, чем

Вставка 2. Что такое эмиссионный доход?

Древняя концепция эмиссионного дохода как прибыли государства от выпуска монет, стоимость чеканки которых меньше их номинальной стоимости, по сути применима и к бумажным деньгам: если абстрагироваться от небольших затрат на печатание бумажных денег, то эмиссионный доход просто равен увеличению массы национальной валюты.

Валюту иначе можно назвать беспроцентным долговым инструментом, который органы денежно-кредитного регулирования выпускают для получения дохода. Кроме того, банковские нормативные резервы могут также быть беспроцентными (или проценты по ним могут выплачиваться по ставкам значительно ниже рыночных) и, следовательно, служить элементом эмиссионного дохода. Таким образом, годовой объем эмиссионного дохода часто измеряют как увеличение денежной массы (сумма валюты плюс банковские резервы).

В качестве противовеса выпуску валюты центральный банк приобретает активы, по которым уже выплачиваются проценты, такие как резервы в иностранной валюте, государственные ценные бумаги и ссуды частным банкам. При системе валютного управления, например, центральный банк обязан приобретать иностранные резервы в сумме, равной объему выпуска национальной валюты. В результате выпуска беспроцентных долговых инструментов (валюты) и владения активами, по которым выплачиваются проценты (иностранные резервы и т.д.), центральный банк получает валовую прибыль, которая в центральных банках часто также именуется эмиссионным доходом.

вначале представлялось, но издержки от утраты эмиссионного дохода поддаются грубому подсчету. Важные последствия для экономической стабильности и глобальной финансовой интеграции не поддаются никакому количественному определению. Отказ от какой-либо возможности девальвации валюты оборачивается высокими издержками для одних стран, но пренебрежительно малыми издержками в случае других. И во всех случаях необходимо учитывать умаление роли национальных органов как кредитора последней инстанции и поддержки банковской системы.

Так является ли долларизация более эффективным валютным режимом, особенно для развивающихся стран? В случае каждой страны ответ, в конечном итоге, зависит от ее особых условий, но более тщательное рассмотрение всех преимуществ и недостатков долларизации позволяет выделить некоторое общие принципы.



Премия за риск

Непосредственная выгода от устранения риска девальвации заключается в сокращении премии за риск по иностранным займам страны и получении более низких процентных ставок для правительства и частных инвесторов. Более низкие процентные ставки и большая стабильность международных потоков капитала позволяют сократить стоимость обслуживания государственного долга и способствуют более высоким инвестициям и экономическому росту.

Масштабы этой потенциальной выгода трудно измерить. Об этом наглядно свидетельствует пример Аргентины, имеющей в настоящее время режим валютного управления, при котором курс peso фиксирован в отношении один к одному к доллару США. В этой стране сохраняются более высокие процентные ставки для займов в

песо в сравнении с займами в долларах США, что свидетельствует о том, что кредиторы опасаются отмены валютной привязки. В то же время процентные ставки по аргентинским государственным и частным ценным бумагам, выраженным в долларах, также превышают процентные ставки по долгам промышленно развитых стран, что указывает на риск дефолта страны, или суверенный риск, по данным ценным бумагам.

При долларизации процентная премия, связанная с риском девальвации, исчезает, но премия, связанная с суверенным риском, остается. Поскольку правительство и частный сектор могут по своему усмотрению осуществлять заимствование как в иностранной, так и национальной валюте в условиях высоко долларизованной экономики Аргентины, то издержки, связанные с риском девальвации, уже могут быть устранены за счет заимствований в долларах. Таким образом, ключевой вопрос представляется следующим образом: позволит ли полная долларизация путем устранения валютного риска существенно снизить премию, связанную с риском дефолта, по долгам, выраженным в долларах?

Изучая доходность различных типов облигаций, можно лучше понять, как рынки воспринимают суверенный риск, или риск дефолта, в отличие от риска девальвации. Суверенный риск может быть измерен как спред ставок по аргентинским долларовым государственным облигациям и облигациям Казначейства США. Этот спред со временем имел тенденцию к уменьшению, но тем не менее в период 1997-1998 годов в среднем оставался на уровне 3,3 процентных пункта. Риск девальвации может быть измерен как спред ставок по еврооблигациям в песо и долларах, который в тот же период в среднем составлял 2,5 процента.

Оппонентами ведутся споры о том, в какой мере риск девальвации может быть обусловлен суверенным риском, или риском дефолта. Хотя динамика изменения суверенного риска и риска девальвации весьма близка, это не позволяет установить между ними причинно-следственной связи. В действительности вполне возможно, что во многом спреды как в долларах, так и в песо, объясняются общими факторами. Например, глобальный «отток в более качественные инструменты» вызовет повышение замеренного риска и де-

фолта, и девальвации. В этом случае долларизация не особо поможет в сокращении долларового спреда.

В полностью долларизованной Панаме, например, отсутствие валютного риска не ограждает страну от колебаний в рыночных настроениях в отношении стран с формирующимиися рынками в целом. Более того, поскольку изменения спреда в Панаме не могут быть связаны с риском девальвации, можно сделать вывод, что, по крайней мере, часть спреда в Аргентине также нельзя объяснить только валютным риском.

Риск девальвации может привести к усилению суверенного риска по ряду причин. Например, правительства, принимая меры к предотвращению валютного кризиса, могут повышать риск дефолта. Именно это имело место в Мексике в 1994 году, когда было выпущено слишком много облигаций, выраженных в долларах или индексированных по доллару, в попытке защитить песо. Или же правительство может ввести контроль за капиталом, что вынудит других должников объявить дефолт по долгам в долларах, как это было сделано в России в 1998 году, когда был блокирован доступ частных должников к иностранной валюте и они не могли обслуживать свои внешнедолговые обязательства. Напротив, девальвация может сократить риск дефолта за счет улучшения положения в экономике, а также бюджетных позиций, как это имело место в европейской валютной системе. Даже девальвация, которая вначале ведет к замедлению экономики, может обеспечить улучшение долгосрочных перспектив и, таким образом, уменьшение риска суверенного дефолта.

Только путем анализа исторических данных о процентных ставках в конкретных странах можно получить представление о масштабах сокращения премии за риск в случае долларизации, то есть сделать какой-либо вывод о том, как рынки оценивают вероятность дефолта по внешнему долгу в отсутствии риска валютного кризиса.



Эмиссионный доход

Страна, принимающая иностранную валюту в качестве законного платежного средства, жертвует своим эмиссионным доходом, то есть прибылью, получаемой органами денежно-кредитного регулирования и определяемой их правом выпускать валюту. Немедленные издержки этого могут быть значительными и будут оставаться таковыми из года в год.

Долларизация предполагает потерю двух видов эмиссионного дохода. Во-первых, это потеря «накопленного дохода»: с введением доллара и выводом национальной валюты из обращения органы денежно-кредитного регулирования должны выкупить запасы национальной валюты на руках у населения и в банках, то есть по сути вернуть весь ранее полученный эмиссионный доход. Во-вторых, органы денежно-кредитного регулирования теряют будущий эмиссионный доход от выпуска новой валюты, которая печатается каждый год для удовлетворения растущего спроса на деньги.

Для Аргентины в случае первого вида, т.е. «накопленного», дохода долларизация означает необходимость выкупа национальной валюты на сумму приблизительно 15 млрд долларов США, которая находится вне центрального банка, что составляет порядка 4,0 процента валового внутреннего продукта (ВВП). Кроме того, потеря эмиссионного дохода, связанного с ростом спроса на деньги, составит дополнительно около 1,0 млрд долларов США в год или приблизительно 0,3 процента ВВП.

В случае стран, которые не имеют достаточных иностранных резервов для выкупа национальной валюты и, таким образом, проведения долларизации, изначальная покупка валюты может привести к возрастанию косвенных издержек. Если страна не обладает достаточной кредитоспособностью для заимствования резервов, она должна будет накопить их за счет поддержания положительного сальдо по счету текущих операций. Издержки могут быть значительными в виде утраченных инвестиций, если, как это обычно бывает в случае развивающихся стран, более эффективной является политика сохранения некоего допустимого уровня дефицита по счету текущих операций.

Соединенные Штаты получат дополнительный эмиссионный доход от долларизации других стран. Таким образом, есть основания для того, чтобы власти США поделились частью или всем дополнительным эмиссионным доходом со странами, которые примут доллар США. Прецедент существует во взаимоотношениях между Южной Африкой и тремя другими государствами, которые используют рэнд (Лесото, Намибия и Свазиленд). Хотя Соединенные Штаты не имеют договоренности о разделе эмиссионного дохода с Панамой или какой-либо другой страной с законодательно оформленной долларизацией, в Сенате США выдвигались предложения рассмотреть закон, предусматривающий компенсацию потерь эмиссионного дохода.



Стабильность

При всей важности аспектов спреда процентов по риску и эмиссионного дохода долларизация может обеспечить преимущества, которые могут немедленно не проявиться, но в перспективе обернуться большей выгодой. Кроме того что валютные кризисы ведут к увеличению стоимости заимствования развивающимися странами, они дезорганизуют их национальную экономику. В Мексике ВВП сократился в 1995 году на 7 процентов, а страны Азии, затронутые валютным кризисом, пережили экономический спад в 1998 году в пределах 7–15 процентов ВВП. Большинство стран, которые были серьезно затронуты последним кризисом, девальвировали свои валюты и перешли к их свободному плаванию, но даже страны, имеющие режим валютного управления, такие как Гонконг (САР) и Аргентина, подверглись жестоким спекулятивным атакам, которые, хотя с ними удалось успешно справиться, причинили сильный ущерб экономике.

Долларизация не устраниет риск кризисов, вызванных внешними факторами, поскольку инвесторы могут покинуть страну из-за проблем, вызванных слабостью бюджетных позиций страны или недостаточной прочностью финансовой системы. Такого рода «долговые кризисы» могут причинить не меньший ущерб, чем все остальные, и Панама действительно пережила несколько таких кризисов.

Тем не менее долларизация дает основания надеяться на большую стабильность в поведении участников рынка, так как с устранением валютного риска уменьшаются как количество и масштабы кризисов, так и угроза распространения кризисов из других стран. Более того, сильные колебания международных потоков капитала вызывают резкую смену циклов деловой активности в странах с формирующимиися рынками, даже если они не связаны с кризисами платежного баланса.

Последствия для торговли и финансовых связей

Сильным, хотя имеющим и более долгосрочное значение доводом в пользу полной, законодательно оформленной долларизации служит то, что она упрощает экономическую интеграцию с остальным миром, в то время как изоляция внутренней финансовой системы, соответственно, ее усложняет. Долларизация может служить прочной основой для создания надежного финансового сектора и, таким образом, содействовать устойчивому сильному экономическому росту. Доводом здесь служит то, что долларизация воспринимается как необратимое институциональное изменение в направлении более низкой инфляции, ответственной налогово-бюджетной политики и транспарентности.

Кроме того, долларизация может способствовать большей экономической интеграции с Соединенными Штатами или другой страной, валюта которой принимается, чем это возможно в противном случае. Ряд исследований показывают, что провинции Канады по объемам торговли и уровню цен больше интегрированы между собой, нежели с географически близлежащими штатами США, и объем торговли между ними приблизительно вдвадцать раз превышает объем торговли с соседними американскими штатами. Использование единой валюты, таким образом, может быть одним из

важнейших факторов рыночной интеграции, учитывая относительно низкую стоимость операций и невысокие ограничения на торговлю через американо-канадскую границу.

Долларизация может также привести к большей интеграции финансовых рынков. Одним из наиболее важных последствий долларизации Панамы стала тесная интеграция ее банковской системы с банковской системой Соединенных Штатов, а в действительности, и остальных стран мира, особенно после проведения серьезной либерализации в 1969–1970 годах.



Варианты политики обратных мер

При полной долларизации страна полностью отказывается от контроля за денежно-кредитной и валютной политикой. Это может представляться идентичным принятию режима валютного управления, при котором страна также не может девальвировать валюту. Однако имеются некоторые возможности отказа от валютной привязки при режиме валютного управления, хотя это и возможно только в чрезвычайных обстоятельствах. Действительно, устранение риска девальвации и служит главной целью полной долларизации.

Выгоды девальвации. Серьезные потрясения, например, резкий скачок мировых цен на нефть или падение цен на важный экспортный продукт, могут потребовать от страны проведение девальвации. В противном случае страна должна принять на себя такие потрясения, согласившись на снижение номинальной заработной платы и корректировку внутренних цен. После этого существенный экономический спад может быть неизбежен, особенно в случае страны с жестким рынком труда.

Опыт таких событий, как отказ от золотого стандарта и девальвация франка КФА в 1994 году, показывает, что в случае особо сильных неожиданных потрясений возможность принятия обратных мер может иметь огромное значение. Во время Великой депрессии, например, в наилучшем положении были те промышленно развитые страны, которые раньше других отказались от режима фиксированного курса того времени, то есть от золотого стандарта. Аргентина была одной из них и пережила лишь относительно небольшой экономический спад, быстро отказавшись от конвертируемости валюты, а затем активно стимулируя экономику путем проведения денежно-кредитной политики, призванной нивелировать дефляционные последствия оттока капитала.

Страны зоны франка КФА в Западной и Центральной Африке служат недавним примером государств, которые имели жесткую валютную привязку, но успешно провели девальвацию для преодоления серьезных внешних потрясений и вялых темпов роста. Четырнадцать государств зоны франка КФА напоминают валютный совет, имея полностью конвертируемую валюту, курс которой был фиксирован по паритету к французскому франку с 1948 до 1994 года. Со второй половины 80-х годов по начало 90-х годов производство в зоне франка КФА находилось в состоянии застоя, так как по мере повышения курса французского франка к доллару США происходил соответствующий рост франка КФА, условия торговли ухудшались, и резко возросла стоимость рабочей силы. В 1994 году эти 14 стран прибегли к 50-процентной девальвации, обеспечив более высокие темпы производства, экспорта и инвестиций.

Наконец, страны, разработчики политики которых пользуются высоким доверием, могут также находиться в положении, позволяющем им извлечь выгоды от девальвации, так как инфляционные ожидания в них будут расти медленнее, чем в странах, известных своей мягкой налогово-бюджетной и денежно-кредитной политикой. Например, девальвация в зоне франка КФА не вызвала большой инфляции, поскольку проводилась после очень длительного периода применения исключительно мер внутренней корректировки для преодоления экономических потрясений.

Девальвация с высокими издержками. Вышеприведенные примеры дают основание предположить, что страны, не воспользовавшиеся возможностью выхода из режима фиксированного валютного

курса, могут понести высокие издержки. Обратное столь же спрятано в случаях, когда не проводилась надлежащая денежно-кредитная политика и инфляционные ожидания весьма чувствительны к валютному курсу. В таких странах девальвация может привести к резкому росту внутренних цен, что сильно затруднит изменение реального обменного курса. Аналогично, в странах, которые стали настолько долларизованными, что зачастую доллар де facto служит счетной единицей, девальвация быстро ведет к повышению внутренних цен, что также снижает эффективность девальвации. В действительности это были основные причины для принятия Аргентиной режима валютного управления.

Страны с высокой степенью долларизации финансовых активов имеют еще одну причину избегать девальвации. Если банки или корпорации страны получают большой объем кредитов, выраженных в долларах, девальвация резко ухудшает их баланс. Даже если банки перекредитуют средства отечественным фирмам в долларах, проводя соответствующие риски с точки зрения валюты по своим книгам, они тем не менее подвергаются существенному валютному риску. Резкое обесценение национальной валюты вызовет сильное падение доходов в долларовом выражении для клиентов банков, что сузит их возможности обслужить долги в долларах.

Как показали валютные кризисы в Мексике в 1994 году и в Восточной Азии в 1997 году, при слабой банковской системе и крупных открытых валютных позициях частного сектора финансовое благополучие банков и фирм подвергается такому риску, что после девальвации экономическая активность оказывается резко нарушенной. Таким образом, девальвация как вариант политики может быть сопряжена с недопустимо высокими издержками для стран с сильно долларизованной экономикой, и переход к полной долларизации не означает утраты важного инструмента политики.



Функция кредитора последней инстанции и финансовая стабильность системы

Хотя полная долларизация защищает банковскую систему от риска девальвации, она не устраниет все факторы, которые могут вызывать банковские кризисы. Когда такие кризисы начинаются, полная долларизация может препятствовать выполнению функции кредитора последней инстанции и, следовательно, ограничивать возможности центрального банка реагировать на чрезвычайные ситуации в финансовой системе.

При этом роль центрального банка как оператора дисконтного окна, через которое предоставляется краткосрочная ликвидность, следует отличать от его роли главного гаранта стабильности финансовой и платежной систем в случае массового изъятия вкладов из системообразующих банков. Долларизация не должна слишком сильно ограничивать возможности властей предоставлять системе краткосрочную ликвидность или оказывать помощь отдельным банкам, попавшим в трудное положение. Такие механизмы возможны в случаях, когда центральный банк (или его эквивалент) заранее откладывает необходимые средства или, возможно, открывает специальные кредитные линии в международных банках.

В противном случае правительство теряет некоторые возможности реагировать на внезапное массовое изъятие вкладов из банков по всей системе. В случае общей потери доверия власти будут не в состоянии гарантировать работу всей платежной системы или полностью поддержать банковские депозиты. В конечном счете именно возможность печатать деньги в соответствии с потребностями позволяет центральному банку гарантировать вне всякого сомнения полное удовлетворение всех требований (в национальной валюте) при любых обстоятельствах. Как только исчезает возможность печатать деньги, функция кредитора последней инстанции подвергается ограничениям. Полностью долларизованная страна, истратившая резервы иностранной валюты для выкупа национальной валюты в обращении, может уже не иметь ресурсов для принятия ответных мер.

«Буфер» для механизмов валютного управления. При механизме валютного управления денежная база может создаваться только на сумму накопленных резервов, и поэтому органы денежно-кредитно-

го регулирования оказываются почти столь же ограниченными в своих действиях, сколь и при долларизованной экономике. Однако в ряде важных случаев власти стран с механизмом валютного управления позволяли себе определенную гибкость, создавая денежные запасы, которые не полностью обеспечены резервами, что отчасти делалось для преодоления возможных банковских кризисов. Например, в Аргентине при массовом отзыве депозитов в песо во время «текильского» кризиса 1995 года органы денежно-кредитного регулирования смогли отчасти удовлетворить требования о преобразовании депозитов песо в долларовые депозиты за границей или в долларовую наличность.

Временно сократив покрытие денежной базы резервами, власти смогли предоставить больший объем долларовой наличности и долларовых кредитов, которые были необходимы банкам чтобы избежать банкротства. После атаки на гонконгский доллар в 1997 году денежно-кредитные органы Гонконга создали в сентябре 1998 года дисконтное окно, через которое банки могли получать краткосрочную ликвидность на более гибких условиях и под меньший процент, чем в рамках предыдущих механизмов. Новая система, как ожидается, позволит сократить колебания краткосрочных внутренних процентных ставок. Однако максимальный объем переучета ограничивается, и денежно-кредитные органы Гонконга полностью покрывают операции переучета иностранной валютой.

Возможности противостояния массовому отзыву вкладов из банков при режиме валютного управления неизбежно ограничены. Действительно, даже в отсутствии ограничений, налагаемых системой валютного управления, возможности преодоления финансового кризиса только за счет печатания денег центральным банком не беспредельны. Выпуск ликвидности в банковскую систему во избежание ее дефолта по депозитам может привести только к еще большему давлению на иностранные резервы или валютный курс.



Выводы

Итак, основными преимуществами и недостатками долларизации являются следующие:

Преимущества

- Долларизация позволяет избегать валютных кризисов и кризисов платежного баланса. В отсутствии национальной валюты невозможно ее резкое обесценение или неожиданный отток капитала из-за опасений девальвации.
- Снижение стоимости операций и гарантированная стабильность долларовых цен обеспечивают более тесную интеграцию с глобальной экономикой и экономикой США.
- Принимая долларизацию и полностью отрицая возможность инфляционного финансирования, страны могут также усилить свои финансовые учреждения и создать положительный климат для инвестиций, как внутренних, так и международных.

Недостатки

- Страны зачастую не желают отказываться от своей валюты, символа государственности, особенно в пользу валюты другой страны. На практике политическое сопротивление этому почти неизбежно, и скорее всего оно будет сильным.
- С экономической точки зрения право выпуска национальной валюты обеспечивает правительство эмиссионным доходом, который центральный банк получает в виде прибыли и передает своему правительству. Этот доход может быть утрачен долларизованными странами в пользу Соединенных Штатов, если они не согласятся поделиться им.
- Долларизованная страна теряет всякую возможность проводить независимую денежно-кредитную и валютную политику, в том числе возможность использования кредитов центрального банка для предоставления ликвидности банковскому сектору в чрезвычайных обстоятельствах.

Каково сальдо издержек и выгод полной долларизации? Ответ может показаться обескураживающим, что неизбежно, учитывая сложность вопроса и имеющуюся по нему информацию. Потенциальные выгоды более низких процентных ставок и стоимость утраченного эмиссионного дохода, по крайней мере, под-

даются оценке. Но многие из наиболее важных аспектов, такие как стоимость сохранения возможности принятия обратных мер и обеспечения защиты посредством функции кредитора последней инстанции, не поддаются практически никакому количественному определению.

Какие страны скорее всего могут выгадать от долларизации? Наиболее очевидно, что те, которые уже высоко интегрированы с Соединенными Штатами в плане торговли и финансовых отношений. В то же время большинство стран Латинской Америки весьма отличается от Соединенных Штатов по своей экономической структуре и, вероятно, не получит особых выгод от долларизации, если она не будет сопровождаться глубокой рыночной интеграцией, как это имеет место в Европейском союзе.

В центре настоящего обсуждения находится совершенно иная группа стран: страны с формирующимиися рынками, сталкивающиеся с резкими переменами в потоках капитала, но в экономическом смысле не обязательно близкие к Соединенным Штатам. Для этой группы, чем шире доллар США уже используется на их внутренних товарных и финансовых рынках, тем меньше преимущества от сохранения национальной валюты. В случае крайне высоко долларизованных стран эмиссионный доход будет низким (и одинаково низкими будут затраты на выкуп сохраняющейся денежной массы в национальной валюте), открытые позиции банков и корпораций таковы, что девальвация становится финансово рискованным предприятием, а валютный курс не может служить инструментом политики, потому что в долларовом выражении цены тяготеют к постоянству. В таких условиях долларизация может нести большие выгоды, чем издержки.



Полный текст изначального рабочего документа с сопутствующими таблицами и графиками может быть найден на странице МВФ в Интернете по адресу:

<http://www.imf.org/EXTERNAL/PUBS/CAT/shortres.cfm>

Серия «Вопросы экономики»

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer.* Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits.* 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work.* C. John McDermott and Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets.* Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows.* Jang-Yung Lee. 1997.
8. *Why Is China Growing So Fast?* Zuliu Hu and Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protecting Bank Deposits.* Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications.* Robert Rowthorn and Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter and Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth.* Vito Tanzi and Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s.* Francesco Caramazza and Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring.* Claudia Dziobek and Ceyla Pazarbaşoğlu. 1998.

-
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy*. Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma. 1998.
 16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* IMF Fiscal Affairs Department. 1998.
 17. *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues*. Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell'Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, and Andrew Tweedie. 1999.
 18. *Privatization in Transition Countries: Lessons of the First Decade*. Oleh Havrylyshyn and Donal McGettigan. 1999.
 19. *Hedge Funds: What Do We Really Know?* Barry Eichengreen and Donald Mathieson. 1999.
 20. Пьетро Гарибальди и Паоло Мауро «Создание рабочих мест: причины успеха некоторых стран», 2000 год.
 21. Томас Вульф и Эмине Гюрген «Совершенствование управления и борьба с коррупцией в странах Балтии и СНГ: роль МВФ», 2000 год.
 22. Эндрю Берг и Кэтрин Паттилло «Задача прогнозирования экономических кризисов», 2000 год.
 23. Анупам Басу, Эвенджелос А. Каламитис и Данешвар Гура «Содействие экономическому росту в странах Африки к югу от Сахары: изучение действенных методов», 2000 год.
 24. Эндрю Берг и Эдуардо Боренштейн «Полная долларизация: преимущества и недостатки», 2000 год.

Эндрю Берг является старшим должностным лицом Министерства финансов США по странам Латинской Америки и Восточной Азии. В период проведения исследований для данной брошюры работал в Исследовательском управлении МВФ. Он имеет степень доктора экономики от Массачусетского института технологии и является ведущим экономистом и главой Целевой группы по Мексике в Министерстве финансов США во время кризиса мексиканского песо.



Эдуардо Боренштейн является начальником Отдела исследований по развивающимся странам Исследовательского управления МВФ, в котором он руководил рядом исследований по вопросам долларизации. Он имеет степень доктора философии в экономике от Массачусетского института технологии и является сотрудником МВФ с 1984 года. Кроме Исследовательского управления, он также работал в Управлении стран Азиатско-тихоокеанского региона и Управлении стран Африки. До этого он работал в Центральном банке Аргентины, а также являлся старшим экономистом Латиноамериканского фонда экономических исследований в Буэнос-Айресе.

