

## ИССЛЕДОВАНИЯ СОВРЕМЕННЫХ РЫНКОВ

*Т. Г. Тумарова, С. Г. Корнилович*

### ПРОЦЕССЫ ЗАМЕЩЕНИЯ ВАЛЮТ И АКТИВОВ В СТРАНАХ ЕВРАЗИЙСКОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО СООБЩЕСТВА

В статье рассматриваются процессы замещения валют и активов в экономиках стран Евразийского экономического сообщества. Проблема долларизации в этой группе государств в настоящее время остается малоработанной и в отечественной литературе преимущественно анализируется на примере Российской Федерации. В связи с этим в статье предпринимается попытка охарактеризовать воздействие факторов, определяющих условия и особенности развития долларизации в государствах Сообщества, а также их значение для развития бизнеса в этих странах.

#### ВВЕДЕНИЕ

Актуальность данной темы исследования связана со значительной распространенностью замещения валют и активов в экономиках стран Евразийского экономического сообщества (ЕврАзЭС), которая во многом влияет на принятие бизнес-решений при осуществлении взаимной торговли, движении инвестиций между хозяйствующими субъектами из этих стран, а также при реализации совместных межгосударственных программ.

Страны Евразийского экономического сообщества характеризуются схожими экономическими предпосылками развития процессов долларизации, к которым можно отнести период гиперинфляции, либерализации национальных экономик, введения новых национальных валют и т. д. Но даже в 2000-х гг. уровень замещения валют и активов по ряду стран Сообщества остается высоким.

Развитие процесса долларизации приводит к тому, что хозяйствующие субъекты сталкиваются со значительными транзакционными издержками при принятии решений о развитии торговли с контрагентами из стран

---

© Т. Г. Тумарова, С. Г. Корнилович, 2007

ЕврАзЭС, заключении контрактов, открытии филиалов в этих странах. Кроме того, вошедшее в деловой обычай использование в расчетах между контрагентами из стран ЕврАзЭС валют третьих стран (преимущественно доллара США и евро) связано с дополнительными издержками конвертации валют, что также не способствует активизации развития взаимной торговли и формированию единого валютного пространства и платежного союза.

Проблема замещения валют и активов в значительной степени затрагивает и решения экономических субъектов по формированию портфеля их активов, а также вопросы кредитования деятельности предприятий и организаций этих стран.

На макроэкономическом уровне доминирование иностранной валюты в структуре денежной массы и расчетах, преобладание инвалютных активов на финансовом рынке становится препятствием для монетарных властей при определении целей денежно-кредитной политики в связи со сложностью учета инвалютных компонентов. Одним из очевидных негативных результатов долларизации является сокращение возможности правительств для инфляционного финансирования бюджетного дефицита. Так, согласно исследованиям специалистов Банка России, «10%-е увеличение уровня долларизации приводит к 50%-му уменьшению отношения сеньоража к ВВП» [Фридман, Вербецкий, 2001, с. 4].

Существующие политические договоренности на уровне глав государств — членов ЕврАзЭС предусматривают последовательную унификацию в валютной сфере. В этой связи замещение национальных валют с точки зрения введения единой валюты можно рассматривать как позитивное обстоятельство, поскольку в перспективе оно будет способствовать сокращению транзакционных издержек экономических субъектов стран ЕврАзЭС при осуществлении взаимной торговли.

Несмотря на актуальность рассматриваемого вопроса для стран Сообщества, число экономических исследований в этой области остается незначительным. Существующие работы в большинстве своем посвящены анализу замещения валют и активов в странах Латинской Америки, Центральной и Восточной Европы. Достаточно обширный анализ проблем долларизации в латиноамериканском регионе представлен в [Feige et al., 2002]. Оценки уровня и динамики долларизации и евроизации в странах Центральной и Восточной Европы представлены в [Feige, 2002b; Головин, 2004]. Исследования по странам ЕврАзЭС носят разрозненный характер и в большинстве своем посвящены анализу долларизации в Российской Федерации [Фридман, 2001; Головин, 2004; Navrylyshyn, 2003; Dorbec, 2005], поскольку достоверные исходные статистические данные по развитию денежно-кредитной сферы в начале — середине 90-х гг. XX в. аккумулированы преимущественно по России. Среди исследований по другим странам,

входящим в ЕврАзЭС, отдельные попытки анализа процессов замещения валют и активов были предприняты по Кыргызской Республике в [Mongardini, Mueller, 2000] и Республике Беларусь [Tsesliuk, 2002]. Иными словами, можно говорить об определенном недостатке аналитической информации об уровне замещения валют и активов в исследуемой группе стран.

Для установления потенциальных путей преодоления высокого уровня долларизации в рамках настоящей статьи представляется необходимым:

- ♦ проанализировать развитие теоретических взглядов на проблему долларизации;
- ♦ рассмотреть основные факторы замещения валют и активов в странах ЕврАзЭС для определения возможных мер по снижению уровня долларизации и формированию предпосылок для более активного развития взаимовыгодных отношений между странами.

#### **ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ПРОЦЕССОВ ЗАМЕЩЕНИЯ ВАЛЮТ И АКТИВОВ В ЭКОНОМИКЕ**

Достаточно полный обзор теоретической модели долларизации и характеристика работ по этой проблеме представлены в [Chang, Velasco, 2002], в связи с этим мы только обозначим ключевые теоретические позиции, исходя из которых будет строиться дальнейший анализ проблемы замещения валют и активов в странах Евразийского экономического сообщества.

В настоящей статье авторы рассматривают термин долларизации в широком смысле, синонимом которого выступает понятие замещения валют и активов. Последнее, на наш взгляд, является более корректным, отражающим суть рассматриваемого явления, поскольку в его основе находится замещение иностранной валютой трех основных функций национальной валюты: средства платежа, меры стоимости, средства сбережения.

Исходя из этих функций денег, замещение валют предполагает использование иностранной валюты в качестве меры стоимости и средства платежа. Такое замещение возникает в ответ на высокий уровень инфляции или гиперинфляцию, когда высокие издержки использования национальной валюты для проведения трансакций побуждают экономических агентов искать доступные альтернативы. Практика показывает, что если использование иностранной валюты для проведения трансакций становится распространенным, то от этого явления очень сложно избавиться. Так, во многих развивающихся странах Латинской Америки, Азии, Центральной и Восточной Европы и на постсоветском пространстве неофициальная долларизация сохраняется до настоящего времени, несмотря на общую макроэкономическую стабилизацию.

В свою очередь, замещение активов предполагает использование активов, номинированных в иностранной валюте, в качестве средства сбереже-

ния с целью страхования от макроэкономических рисков, которые могут привести к обесцениванию накоплений. Учитывая, что валюта тоже является активом, уместнее далее также уточнить рассматриваемое понятие как «замещение валют и других финансовых активов».

Таким образом, замещение валют и замещение других финансовых активов — два элемента долларизации. Следовательно, их совместное употребление в качестве синонима долларизации представляется, на наш взгляд, оправданным.

Однако, несмотря на определенную внешнюю схожесть, процессы замещения валют и активов, происходившие и происходящие сейчас в мировой экономике, имеют различные причины и механизм проявления. В связи с этим можно различать официальное и неофициальное замещение валют и других финансовых активов или долларизацию.

Официальная долларизация (или полная долларизация) — законодательно оформленное признание правительством страны исключительного или преобладающего статуса иностранной валюты в качестве законного платежного средства по отношению к национальной валюте. Официально долларизированными являются экономики таких стран, как Эквадор, Панама, Лихтенштейн и др.

Неофициальная долларизация охватывает как законное, так и незаконное владение иностранными активами. Например, в ряде стран законом разрешается держать депозиты в иностранной валюте в отечественных банках, но в то же время нельзя иметь иностранные активы, такие как банковские счета в зарубежных банках, без специального разрешения.

В настоящей работе применительно к странам ЕврАзЭС, нас прежде всего интересует анализ неофициальной долларизации.

Характеристика уровня неофициальной долларизации экономики складывается из расчета ранее выделенных элементов долларизации: замещения валют и замещения активов. Замещение активов рассчитывается как отношение объема депозитов в иностранной валюте к агрегату M2. Замещение валют — как отношение объема наличной иностранной валюты в обращении к агрегату M1. Но, учитывая сложность статистического определения объема наличной иностранной валюты в обращении, при исследовании долларизации используют в качестве показателя уровня долларизации только данные о доле инвалютных депозитов в M2, иными словами, уравнивают долларизацию и замещение активов, например, в [Honohan, Anqing, 2002; Головин, 2004].

Попытка сопоставить показатели замещения валют и замещения активов была предпринята в [Feige, 2002a]. Основные выводы по уровню замещения валют, представленные в этой работе по странам Центральной и Восточной Европы и ряду стран СНГ, были получены автором на основе данных таможенных служб США, которые систематизировали информа-

цию о валютных потоках через границу страны на основе информации, содержащейся в Отчете о международной перевозке валюты и денежных инструментов (CMIR — Report of International Transportation of Currency or Monetary Instruments). Значительные различия в уровне показателей замещения валют и замещения активов по итогам указанного исследования отмечаются в странах постсоветского пространства, в особенности в России, Беларуси, Украине и Латвии.

#### ИССЛЕДОВАНИЯ И МОДЕЛИ

Тематика исследований по изучению долларизации достаточно разнообразна и включает вопросы влияния замещения валют и активов на деятельность финансовых организаций [Ize, Levy-Yeyati, 1998; Broda, Levy-Yeyati, 2003], развитие финансовых кризисов [Powell, Sturzenegger, 2000], выбор режима валютного курса [Arteta, 2002], проблемы потери сеньоража для страны-реципиента иностранной валюты [Фридман, 2001], анализа факторов, влияющих на выбор валюты замещения в рамках долларизационных процессов [Dorbec, 2005].

В исследованиях причин долларизации указываются различные факторы. Например, в [Piontkovsky, 2003; Головин, 2004] исследуется взаимосвязь инфляции, волатильности валютного курса, динамики реальной ставки процента, слабости внутреннего финансового рынка и развития замещения валют и активов. Ряд других специалистов [Caballero, Cowan, Kearns, 2004] указывают в качестве причин долларизации уровень доверия экономических субъектов к денежно-кредитной политике и банковской системе страны. Здесь же необходимо отметить работы, посвященные «эффекту храповика» в развитии процесса замещения валют и активов [Shinkevich, Oomes, 2002].

Всю совокупность представленных в экономической литературе моделей долларизации можно разделить на следующие виды:

1. *Ранние модели* долларизации, рассматриваемые, в частности, в работах [Calvo, Rodriguez, 1977; Liviatan, 1981]. В этих моделях не различаются мотивы замещения валют и замещения активов, поскольку предполагается выбор только из двух валют: национальной и иностранной (что являлось логичным допущением, так как в то время мобильность капитала была существенно ограничена).

2. Второй тип моделей обозначают как *модели последовательной балансировки портфелей*. На первом этапе распределения активов экономические агенты выбирают оптимальное соотношение между валютой и неденежными активами в портфеле, а на втором этапе — соотношение между национальной и иностранными валютами в портфеле. Подобная модель рассматривается в [Miles, 1978]. Однако опыт применения таких моделей показал, что замещение валют и замещение активов в них эмпирически неотличимы.

3. Еще одним подходом к моделированию замещения валют и активов стала *оптимизационная модель долларизации*, реализованная в [Thomas, 1985]. В ней выбор аргументов функции спроса на валюту не произволен. При этом отношение национальной валюты к иностранной валюте отрицательно зависит от номинальной внутренней процентной ставки и положительно — от номинальной иностранной процентной ставки. Дальнейшее развитие оптимизационной модели происходит на основе включения в нее условия многопериодности.

Таким образом, большинство моделей долларизации базируется прежде всего на микроэкономических предпосылках, в частности на выборе одного экономического агента между несколькими видами активов, номинированных в национальной или иностранной валюте. В то же время построение макроэкономической модели долларизации, на наш взгляд, неоправданно и малореализуемо, поскольку, во-первых, не позволяет в полной мере учесть влияние всех факторов, а во-вторых, из-за невозможности проверки ее адекватности, связанной с отсутствием достоверных статистических данных относительно объема наличной иностранной валюты, находящейся в обращении в стране.

В связи с этим в настоящей работе динамика уровня долларизации во взаимосвязи с основными факторами замещения валют и активов исследуется на основе эконометрического анализа, который, в свою очередь, позволяет выделить ряд закономерностей в исследуемой проблеме, которые мы условно назовем моделями долларизации.

#### ФАКТОРЫ ДОЛЛАРИЗАЦИИ

При анализе замещения валют в качестве иницирующего фактора называют *высокие темпы инфляции*. Однако дальнейшее исследование этого вопроса определяется наличием эффекта гистерезиса или «эффекта хруповика», суть которого заключается в сохранении достигнутого уровня долларизации даже после сокращения темпов инфляции. Данное обстоятельство может свидетельствовать о наличии еще нескольких факторов, влияющих на развитие процессов долларизации:

- ♦ *реальные ставки процента по активам в национальной и иностранной валюте*. Влияние данного фактора связано с принятием экономическим агентом решения о форме сбережения денежных средств между депозитами, номинированными в национальной или иностранной валюте. В качестве ориентира при межстрановом сопоставлении, на наш взгляд, можно использовать средние ставки коммерческих банков по срочным депозитам в национальной и иностранной валюте;
- ♦ *темпы изменения курса национальной валюты и уровень его волатильности*.

В качестве показателя волатильности используется коэффициент вариации CV:

$$CV = \frac{\sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (X_i - X_{\text{сред.}})^2}{n}}}{X_{\text{сред.}}},$$

где  $X_i$  — курс национальной валюты по отношению к иностранной на конец периода;  $X_{\text{сред.}}$  — средний курс национальной валюты к иностранной за анализируемые периоды;  $n$  — количество периодов.

Теоретически можно предположить, что долларизация и колебания курса национальной валюты находятся в прямой зависимости, поскольку увеличение изменчивости курса стимулирует экономических субъектов к выбору инвалютных активов для хеджирования рисков, что было отмечено в [Ize, Levy-Yeyatis, 1998].

М. Ю. Головин подчеркивает статистическую особенность расчета уровня замещения активов на основе данных о структуре депозитов [Головин, 2004]. Поскольку для расчета уровня замещения активов используются данные об инвалютных депозитах, пересчитанные в национальную валюту по курсу Центрального банка на конкретную дату, то при значительных колебаниях валютного курса фактический уровень замещения активов будет сильно отличаться от расчетного. Примером данного явления может служить рост уровня замещения активов в Российской Федерации в течение трех месяцев на 14% в результате падения курса рубля после дефолта 17 августа 1998 г.

- ♦ *Структура внешней торговли и инвестиций.* Влияние этого фактора объясняется преобладанием притока или оттока иностранного капитала в/из экономики страны, что в итоге сказывается на предложении и спросе на иностранную валюту. В частности, в исследовании [Dorbes, 2005] отмечается несоответствие между структурой внешней торговли и структурой финансовых потоков России. Так, значительная доля внешнеторговых операций России приходится на страны ЕС и СНГ, при этом в структуре расчетов, депозитов и наличной валюты в обращении отмечается доминирование доллара США.
- ♦ *Уровень развития финансового рынка страны.* В данном случае рост замещения валют связан с потребностью экономических агентов диверсифицировать портфель своих активов. И в случае недостаточного предложения инструментов на финансовом рынке в национальной валюте прибегают к вложению средств в иностранные активы.

Таким образом, рассмотренную совокупность факторов замещения валют и активов можно распределить по уровням в зависимости от степени

воздействия на уровень долларизации. Это позволяет представить схему трансмиссии воздействия факторов на замещение валют и активов (рис. 1).

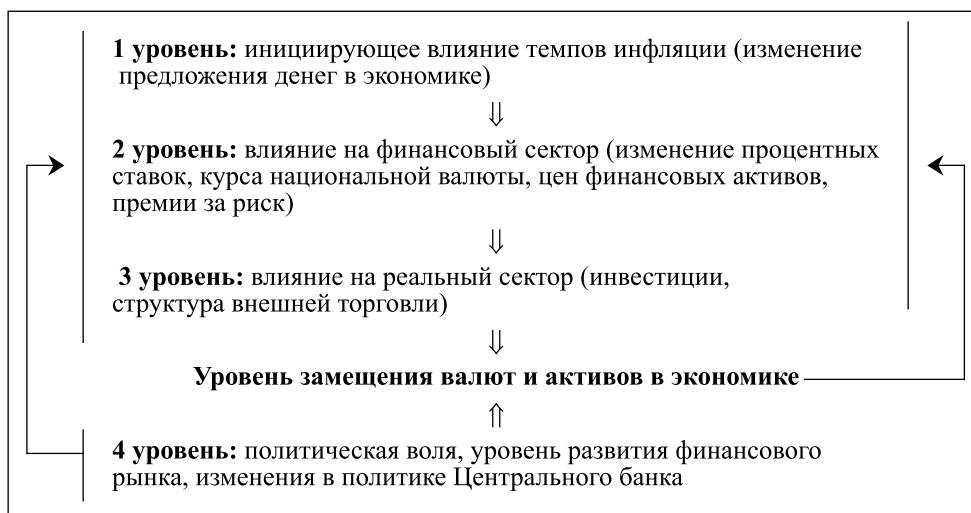


Рис. 1. Схема трансмиссии воздействия факторов на замещение валют и активов

Опираясь на данную схему трансмиссии воздействия факторов на долларизацию, можно высказать предположение, что страны отличаются преобладанием факторов либо 1–3-го уровней, воздействие которых можно статистически охарактеризовать, либо 4-го уровня, чье измерение затруднено. В первом случае модель долларизации экономики в стране, по нашему мнению, может носить название традиционной, во втором — производной. Рассмотрение этой гипотезы на примере стран ЕврАзЭС будет представлено далее.

#### МАСШТАБЫ ДОЛЛАРИЗАЦИИ В СТРАНАХ ЕВРАЗЭС

Основным источником долларизации в странах ЕврАзЭС стали высокая инфляция, нестабильность валютно-финансового законодательства в начале 1990-х гг. Но, несмотря на резкий спад производства и высокие темпы инфляции в этот период, государства — члены ЕврАзЭС сегодня демонстрируют устойчивые темпы экономического роста. Так, по данным Межгосударственного статистического комитета СНГ, в 2005 г. в Республике Беларусь рост ВВП составил 9,2%, в Республике Казахстан — 9,4, в Киргизии — 2,4, в России — 6,4, в Таджикистане — 6,7%.

Кроме того, учитывая унификацию таможенных тарифов между странами на 60% (между Россией и Беларусью — на 90%), структура взаимной торговли стран Сообщества характеризуется определенной степенью стабильности и стремлением к росту по ряду стран.



Тем не менее в рамках настоящего исследования особое значение имеет не только динамика взаимной торговли, но и применение национальных валют при совершении сделок между экономическими агентами из стран Сообщества. По оценкам Международной ассоциации бирж стран СНГ [Захаров, 2002], национальные валюты обслуживают всего лишь от 5 до 15% взаимного товарооборота. Иными словами, в этой части денежные единицы государств ЕврАзЭС выполняют свои функции не в полной мере, исключением является российский рубль, который, в частности, используется как валюта контракта при поставке военного оборудования в эти страны.

При этом в товарной структуре внешней торговли стран преобладают поставки продукции топливно-энергетической отрасли, цены на которую, согласно международным обычаям делового оборота, устанавливаются в долларах США, что также может являться фактором высокого уровня долларизации экономик стран Сообщества.

В исследовании [Feige, 2002b] отмечается, что наиболее высокий уровень долларизации среди государств — членов ЕврАзЭС приходится на Беларусь, Киргизию, Таджикистан.

При этом для большинства стран Сообщества, несмотря на политику стабилизации, проводившуюся с середины 1990-х гг., уровень долларизации экономик, рассчитанный на основе данных о структуре депозитов, остается высоким и по ряду стран продолжает расти (табл. 1).

Таблица 1

**Уровень замещения активов в странах ЕврАзЭС за период с 1993 по 2005 г. как отношение объема инвалютных депозитов к М2, %**

| Страна                 | Год  |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                        | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
| Республика Беларусь    | 37,7 | 56,5 | 23,5 | 24,2 | 27,3 | 55,6 | 43,7 | 58,7 | 52,0 | 53,1 | 55,2 | 57,0 | 58,3 |
| Республика Казахстан   | 54,6 | 26,2 | 24,3 | 20,5 | 10,5 | 19,4 | 29,5 | 37,4 | 46,6 | 48,0 | 48,7 | 36,9 | 37,3 |
| Кыргызская Республика  | 11,5 | 6,7  | 7,9  | 8,7  | 15,4 | 23,9 | 27,8 | 28,1 | 25,1 | 26,3 | 32,7 | 39,5 | 44,2 |
| Российская Федерация   | 29,5 | 28,8 | 20,0 | 19,4 | 18,5 | 29,9 | 29,2 | 26,9 | 24,5 | 25,4 | 26,5 | 24,8 | 25,3 |
| Республика Таджикистан | —    | —    | 33,2 | 16,1 | 13,5 | 20,6 | 21,0 | 31,0 | 41,3 | 40,1 | 58,5 | 65,6 | 50,0 |

С о с т а в л е н о п о: [Банк России; Национальный банк Республики Беларусь; Национальный банк Республики Казахстан; Национальный банк Кыргызской Республики; Национальный банк Таджикистана].

Существующие тенденции роста доли инвалютных депозитов в структуре денежной массы М2 во многом связаны также и с низким уровнем развития финансовых рынков и возможностей для диверсификации портфеля активов, когда выбор формы сбережения средств распределяется между депозитами или наличными деньгами в национальной или иностранной валюте. Поэтому развитие сектора паевых инвестиционных фондов в России и рост возможностей для доступа к нему частных лиц, на наш взгляд, сыграли позитивную роль в наблюдаемом в настоящее время постепенном снижении уровня долларизации российской экономики.

#### **АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ ИЗМЕНЕНИЯ ОСНОВНЫХ ФАКТОРОВ НА ДИНАМИКУ УРОВНЯ ДОЛЛАРИЗАЦИИ В СТРАНАХ ЕВРАЗЭС**

До настоящего времени в странах ЕврАзЭС существует значительный недостаток достоверной статистической информации об объеме наличной иностранной валюты в обращении, а также об объеме инвалютных депозитов в период с 1990 по 1994 г. В связи с этим мы следуем принятому в экономической литературе подходу, который предполагает использование в качестве основной характеристики уровня долларизации экономики данных о доле инвалютных депозитов в денежном агрегате М2 за 1995–2005 гг. Таким образом, в условиях отсутствия адекватной информации об уровне замещения валют мы используем показатели замещения активов как составной части долларизации.

На основе анализа ряда исследований [Piontkovsky, 2003; Головин, 2004] нами выделены следующие факторы, которые могут оказывать влияние на уровень долларизации:

- ◆ темп инфляции;
- ◆ реальная ставка процента по срочным депозитам в национальной валюте;
- ◆ темп изменения номинального курса национальной валюты;
- ◆ уровень волатильности курса национальной валюты.

С целью определения влияния указанных факторов на уровень замещения валют и активов в странах ЕврАзЭС был проведен корреляционно-регрессионный анализ.

Основной рост уровня долларизации пришелся на период с 1991 по 1994 г., который характеризовался высокими темпами инфляции. Дальнейшая динамика уровня долларизации определялась действием «эффекта храповика», что достаточно хорошо видно на рис. 2–6.

Как следует из приведенных графиков, ситуация в странах является схожей на всем временном интервале. Действие «эффекта храповика» особенно заметно в 1998–2002 гг., когда сокращение колебаний иницирующих факто-

ров осуществляется в течение одного года, в то время как снижение уровня долларизации происходит только с отставанием на 2–3 года.

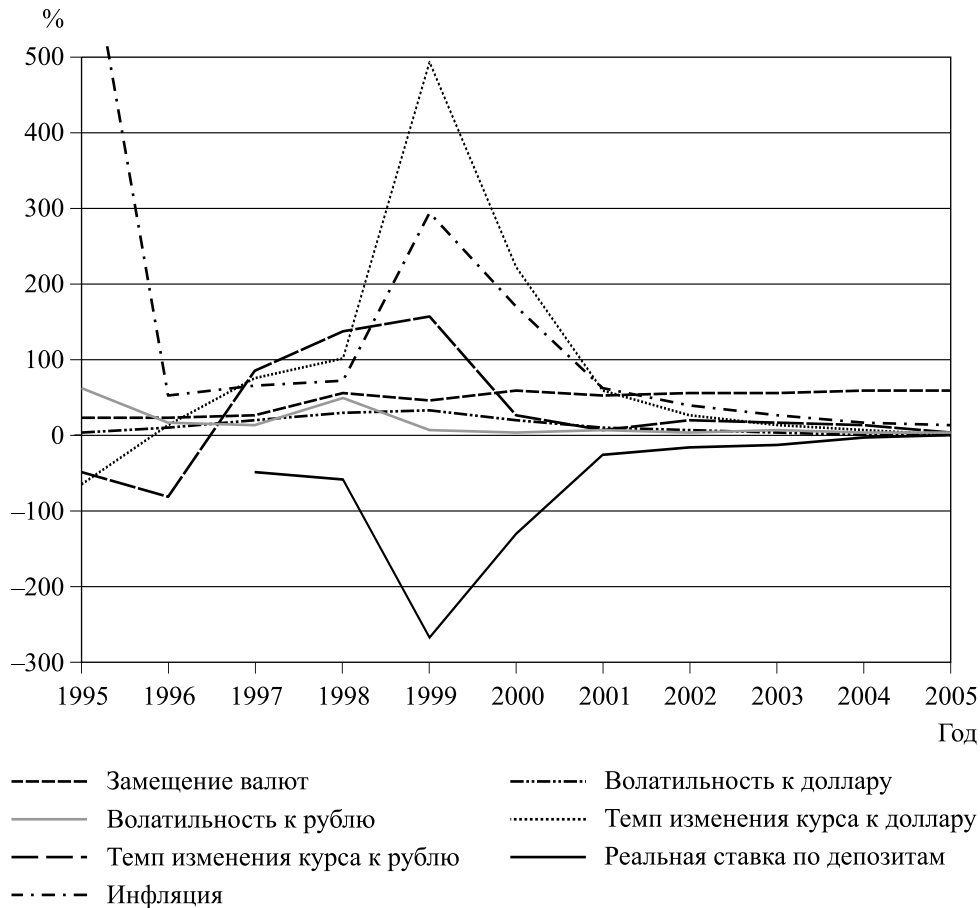


Рис. 2. Динамика факторов замещения активов в Республике Беларусь

С о с т а в л е н о п о: [Банк России; Национальный банк Республики Беларусь; International Financial Statistics].

Проведенный эмпирический анализ подтверждает обратную зависимость между уровнем долларизации и реальной ставкой процента по депозитам в национальной валюте и прямую зависимость от уровня инфляции и волатильности национальных валют к доллару и рублю. Как видно из рис. 2–6, снижение реальной ставки процента по срочным депозитам в национальной валюте сопровождается ростом уровня долларизации, в то же время рост волатильности курса национальной валюты приводит к увеличению спроса на долларовые и рублевые депозиты.

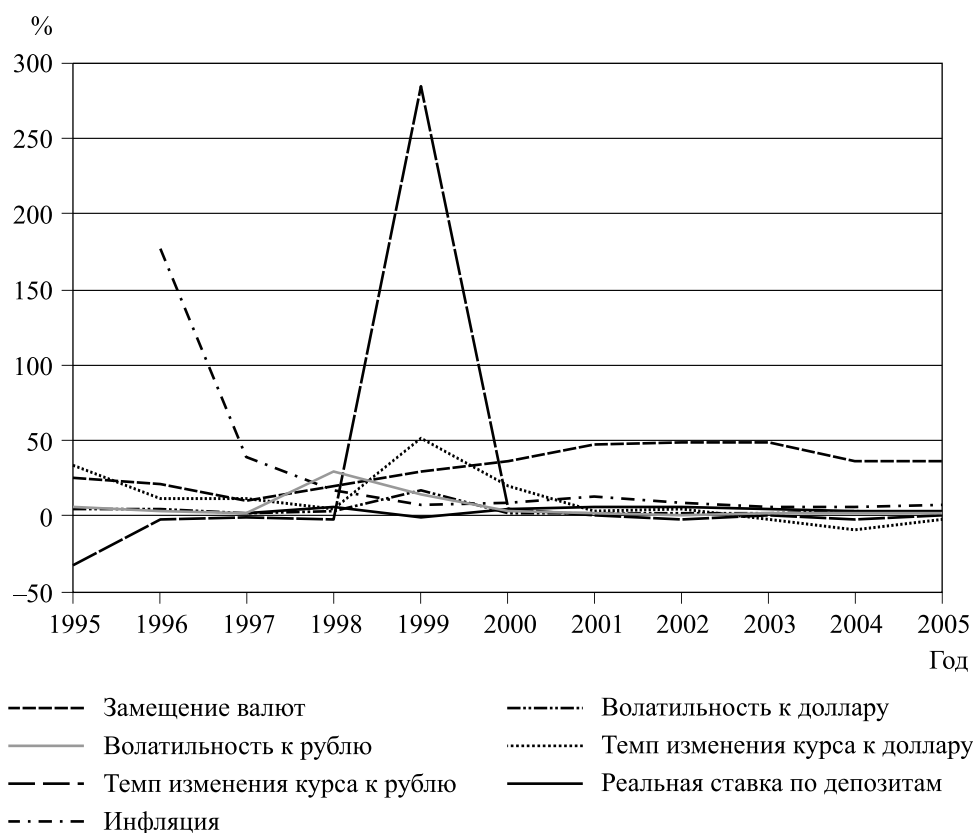


Рис. 3. Динамика факторов замещения активов в Республике Казахстан

С о с т а в л е н о п о: [Банк России; Национальный банк Республики Казахстан; International Financial Statistics].

Таким образом, можно считать, что высокие темпы инфляции в сочетании с отсутствием ограничений на внутреннюю конвертируемость иностранной валюты являются основными иницирующими факторами долларизации и в странах ЕврАзЭС.

Эмпирический анализ взаимосвязи уровня долларизации и выделенных ранее факторов на основе расчета коэффициента детерминации позволил сделать вывод о неоднозначном влиянии факторов на уровень долларизации по странам.

Так, в Беларуси и Казахстане колебания уровня долларизации на 20–25% объясняются изменением волатильности национальной валюты к рублю РФ и инфляцией. В Киргизии и России на уровень долларизации оказывают влияние реальные ставки по срочным депозитам в национальной валюте, определяя 41 и 25% колебаний.

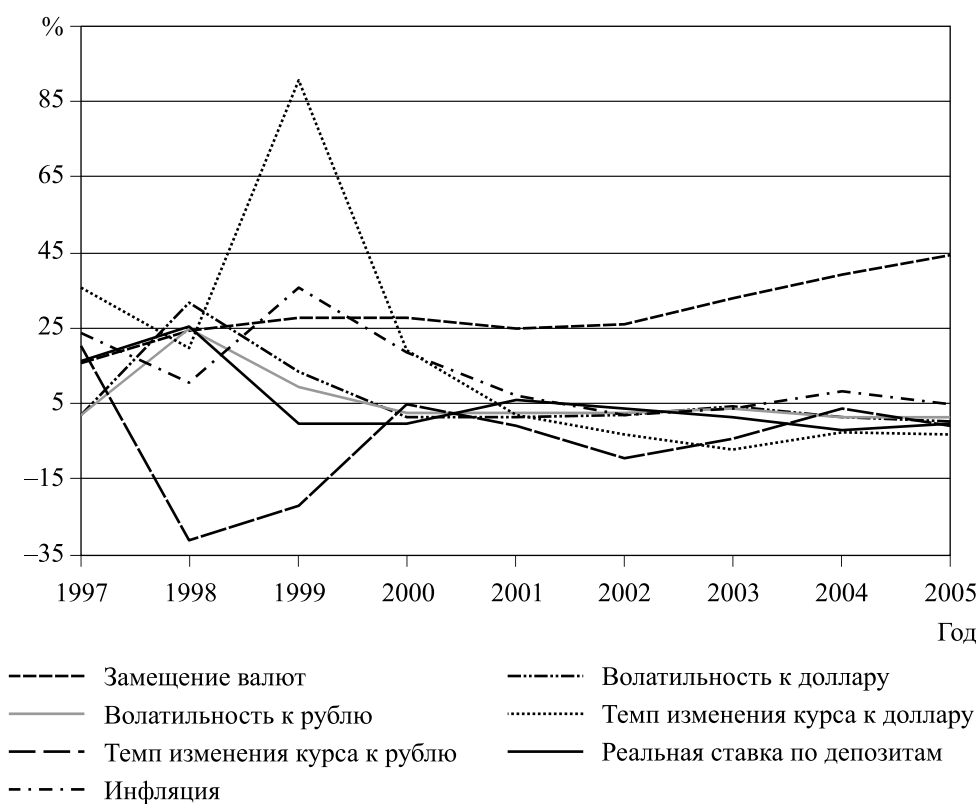


Рис. 4. Динамика факторов замещения активов в Кыргызской Республике  
 Составлено по: [Банк России; Национальный банк Кыргызской Республики; International Financial Statistics].

Особо выделяется Республика Таджикистан, где уровень долларизации на 70% определяется волатильностью курса сомони к доллару США, что может объясняться низким уровнем развития финансового рынка страны, недоверием экономических агентов к национальной валюте, в результате чего в экономике постоянно поддерживаются негативные ожидания относительно динамики курса национальной валюты.

Очевидно, что значения коэффициента детерминации по четырем первым странам нельзя считать значимыми, но это, в свою очередь, может свидетельствовать о ранее отмеченном действии «эффекта храповика», а также объясняться наличием других факторов, таких как степень доверия к национальной валюте или изменения в законодательстве и политике Центрального банка, которые сложно выразить статистически.

Примером воздействия такого фактора, как политика Центрального банка, может служить выбор режима валютного курса.

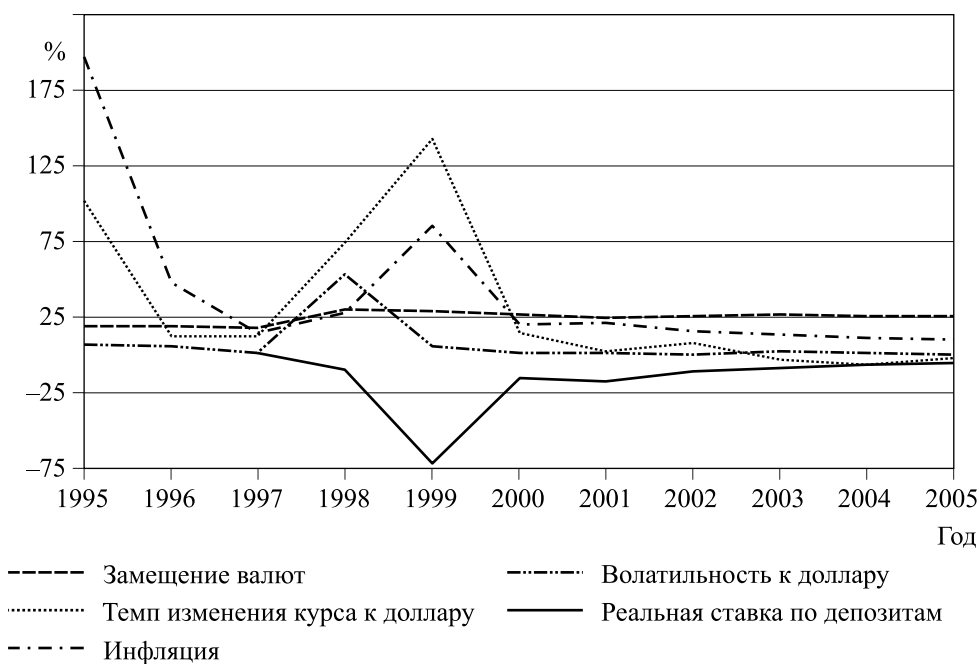


Рис. 5. Динамика факторов замещения активов в России

С о с т а в л е н о п о: [Банк России; International Financial Statistics].

Так, в 1995 г. в рамках борьбы с инфляцией и проведения жесткой денежно-кредитной политики в России было принято решение о переходе к режиму валютного коридора, что позволило экономическим агентам определять ожидания относительно перспективной динамики курса рубля. В результате нетто-спрос на иностранную валюту стал сокращаться. Особенности долларизации экономики России более подробно рассмотрены в работе [Корнилович, 2005].

В то же время в Республике Казахстан в рамках перехода к режиму плавающего обменного курса с 5 апреля 1999 г. физическим лицам — вкладчикам банков, которые не снимают в течение девяти месяцев средства с депозитов в национальной валюте, была предоставлена возможность по истечении указанного срока депозита полностью конвертировать их в доллары США по курсу 88,3 тенге за доллар США [Экономические новости России и Содружества, 1999]. Данное решение позволило снизить негативное влияние перехода к плавающему валютному курсу на динамику курса тенге и, соответственно, на уровень замещения валют и активов в экономике Казахстана. Для сравнения отметим, что по состоянию на 5 января 2000 г. (т. е. через девять месяцев после 5 апреля 1999 г.) официальный курс доллара по Национальному банку Казахстана составил 138,2 тенге за доллар.

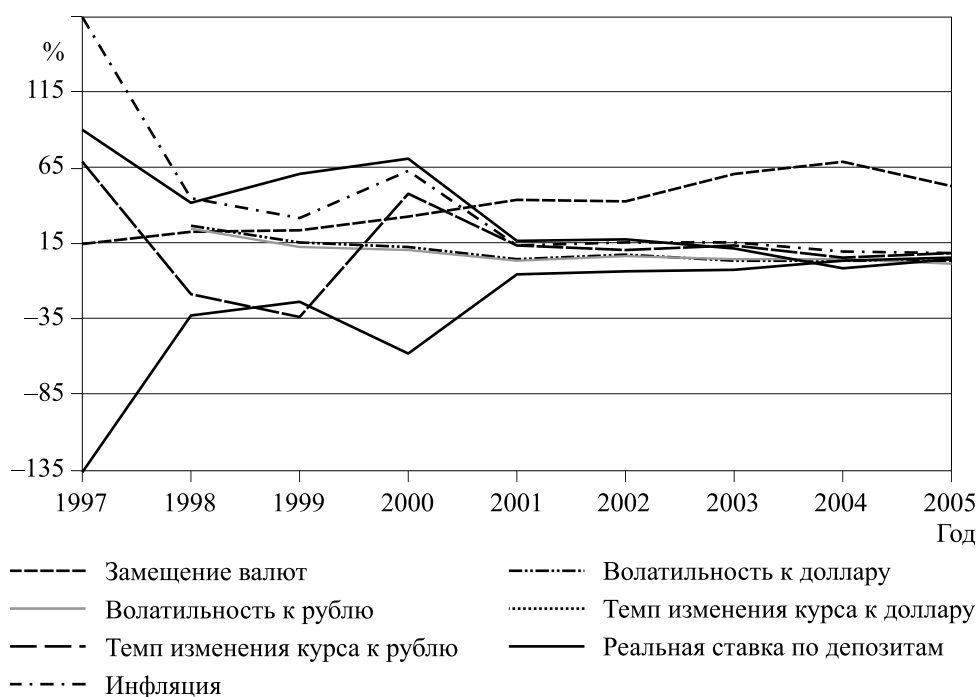


Рис. 6. Динамика факторов замещения активов в Республике Таджикистан

Составлено по: [Банк России; Национальный банк Таджикистана; International Financial Statistics].

Особое значение при анализе влияния факторов замещения валют и активов приобретает вопрос уровня финансового развития экономики страны, в частности возможности диверсификации портфеля активов экономических агентов с помощью инструментов национального рынка. Теоретически взаимосвязь долларизации и уровня финансового развития является обратной, что подтверждается историей становления валютно-финансовых рынков государств — членов ЕврАзЭС. В итоге страны Сообщества имеют различные условия и возможности привлечения ликвидных финансовых инструментов для снижения негативного влияния того или иного фактора долларизации.

Данное утверждение может также являться обоснованием отмеченного ранее различия коэффициентов корреляции уровня долларизации и выделенных факторов в государствах ЕврАзЭС.

Учитывая большую доступность статистических данных об обращении наличной иностранной валюты в Республике Беларусь, Республике Казахстан и Российской Федерации в начале 2000-х гг., для этих стран был проведен эконометрический анализ динамики нетто-покупки иностранной

валюты и динамики курсов национальных валют к доллару США и рублю РФ на основе месячных данных для России за период с 2001 по 2005 г., для Беларуси и Казахстана — за период с 2003 по 2005 г.

Построенные на основе анализа динамические ряды показаны на рис. 7–9. Значения коэффициентов детерминации представлены в табл. 2.

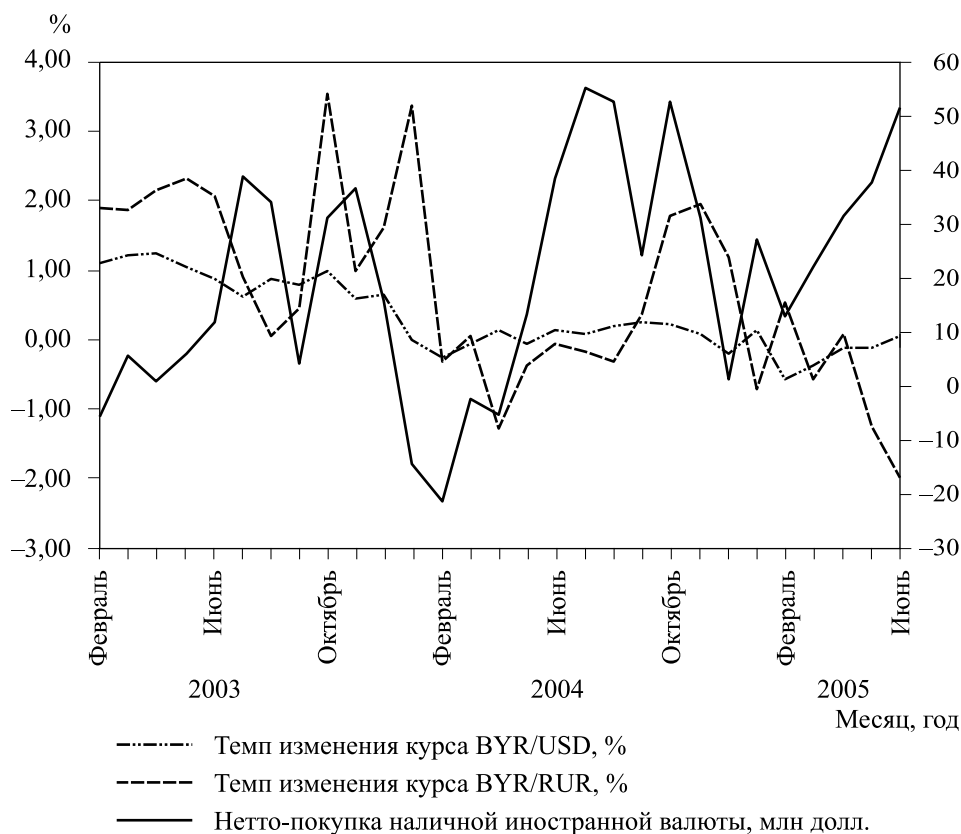


Рис. 7. Динамика нетто-покупки наличной иностранной валюты в Республике Беларусь и темп изменения курса BYR/RUR, BYR/USD в 2003–2005 гг.

С о с т а в л е н о п о: [Банк России; Национальный банк Республики Беларусь; International Financial Statistics].

Рассчитанные показатели являются дополнительным подтверждением того, что темп изменения курса валюты в незначительной мере (15–0%) определяет вариацию чистой покупки иностранной валюты в стране.

Представленный анализ и выявленные особенности взаимосвязи факторов и процесса долларизации на уровне замещения как активов, так и валют позволяют выделить два типа моделей долларизации, которые



нашли свое отражение в экономических процессах в странах Евразийского экономического сообщества:

- ♦ традиционная модель (Кыргызская Республика и Республика Таджикистан);
- ♦ производная модель (Республика Беларусь, Республика Казахстан, Российская Федерация).

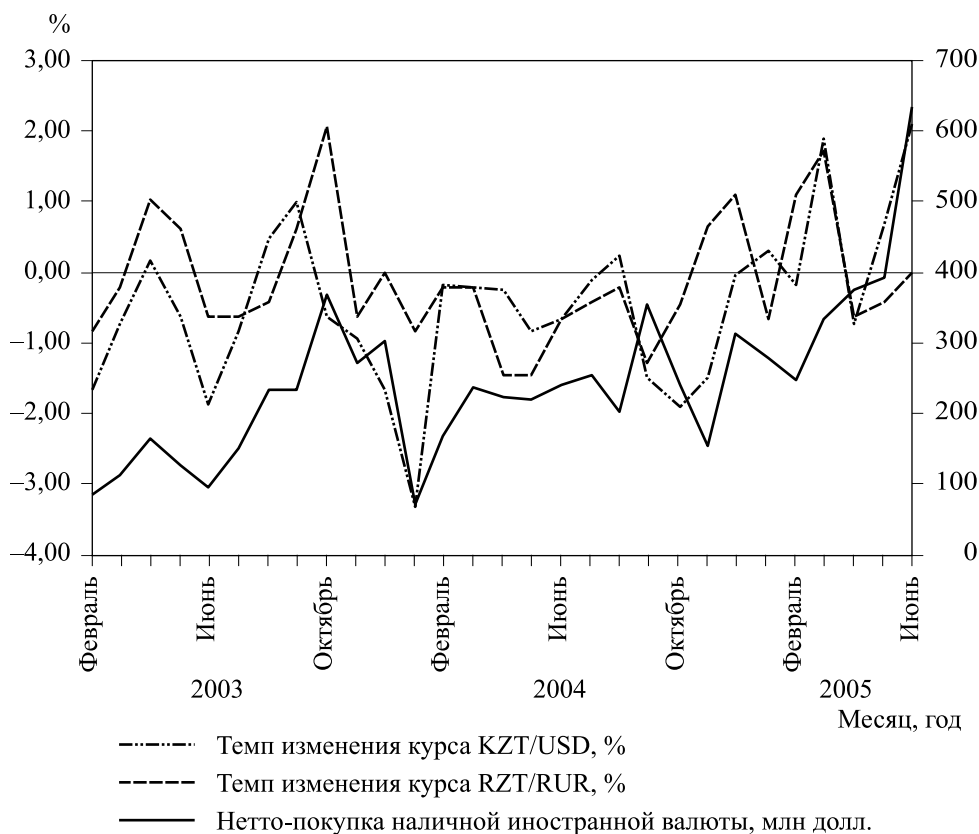


Рис. 8. Динамика нетто-покупки наличной иностранной валюты в Республике Казахстан и темп изменения курса KZT/RUR, KZT/USD в 2003–2005 гг.

С о с т а в л е н о п о: [Банк России; Национальный банк Республики Казахстан; International Financial Statistics].

В рамках традиционной модели развитие замещения валют происходит под действием факторов 1–3-го уровней, при этом их влияние является значимым. Производная модель предполагает зависимость долларизации от факторов 4-го уровня, которые статистически трудно выразить (например, уровень развития финансового рынка, политика Центрального банка), но их влияние оказывается более сильным по сравнению с традиционными факторами, и,

кроме того, они могут воздействовать на традиционные факторы, как в случае с изменением валютного режима путем введения валютного коридора.

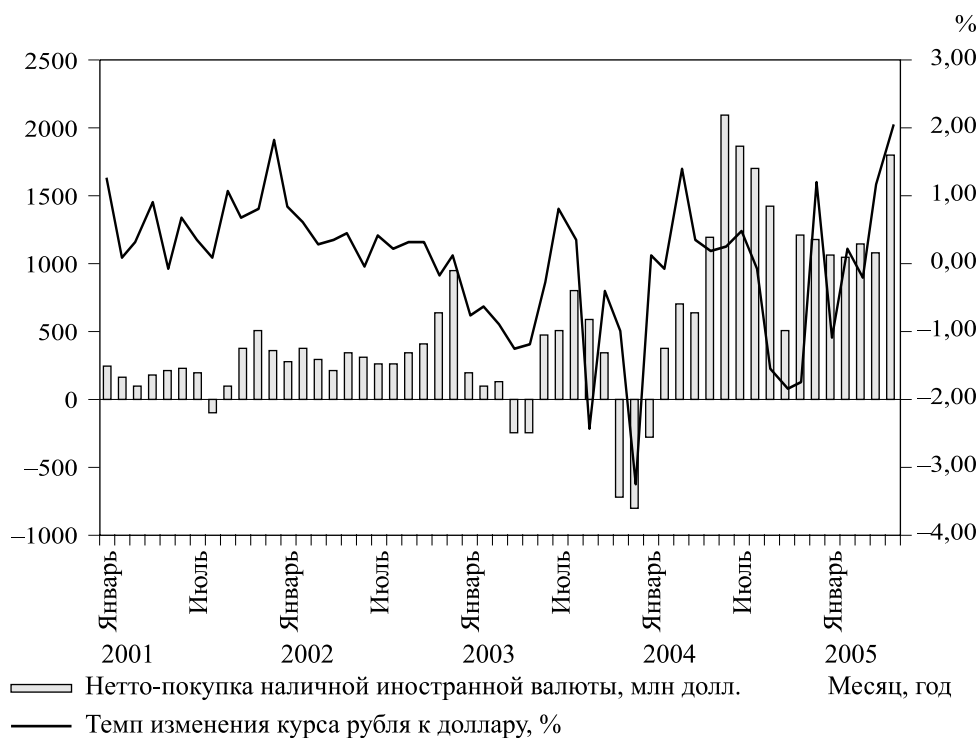


Рис. 9. Динамика нетто-покупки наличной иностранной валюты в России и темп изменения курса рубля к доллару в 2001–2005 гг.  
С о с т а в л е н о п о: [Банк России; International Financial Statistics].

Таблица 2

**Коэффициенты детерминации ( $R^2$ ) нетто-покупки наличной иностранной валюты и темпов изменения курса национальной валюты относительно доллара США и рубля РФ**

| Страна               | С темпом изменения курса национальной валюты по отношению к... |       |
|----------------------|--|-------|
|                      | доллару  | рублю |
| Республика Беларусь  | 0,43   | 0,14  |
| Республика Казахстан | 0,33   | 0,27  |
| Российская Федерация | 0,15   | —     |

С о с т а в л е н о п о: [Банк России; Национальный банк Республики Беларусь; Национальный банк Республики Казахстан; International Financial Statistics].

#### ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО ПРЕОДОЛЕНИЮ ВЫСОКОГО УРОВНЯ ДОЛЛАРИЗАЦИИ

На основе проведенного исследования можно сформулировать ряд предложений по преодолению высокого уровня замещения валют и активов в государствах ЕврАзЭС.

Наиболее жестким решением этой проблемы может выступать административный запрет на открытие депозитов в иностранной валюте и обращение иностранной валюты, что сведет к нулю весь процесс либерализации в этих странах, а при введении ограничений только на открытие инвалютных депозитов произойдет еще больший рост спроса на наличную иностранную валюту. По сути, такие меры направлены на борьбу со следствием, а не с источником долларизации.

В этих условиях можно использовать систему гарантирования вкладов, устанавливая более высокие лимиты гарантирования по вкладам в национальной валюте, чем по инвалютным депозитам, что в условиях негативных ожиданий экономических агентов может стать определяющим фактором в пользу размещения средств на депозитах в национальной валюте.

Помимо этого, действенными мерами борьбы с ростом долларизации может стать введение ряда дополнительных условий приобретения и хранения активов, номинированных в иностранной валюте, направленных на увеличение издержек экономических агентов по купле-продаже, хранению таких активов. Примером подобных мер может быть увеличение резервных требований по депозитам в иностранной валюте, что отразится на уровне депозитных ставок и сформирует более выгодные условия для экономических агентов по депозитам в национальной валюте.

Для подавления высоких темпов инфляции проведение жесткой денежно-кредитной политики в краткосрочном плане лучше обеспечивает устойчивость национальной валюты, но в долгосрочной перспективе приводит к сокращению совокупного платежеспособного спроса, тормозит экономический рост. Поэтому на практике монетарные власти при проведении денежно-кредитной политики должны находить компромисс между задачами снижения инфляции и содействия экономическому росту.

В условиях долларизации экономик стран ЕврАзЭС в качестве инструментов борьбы с инфляцией как основного источника роста уровня долларизации может также использоваться регулирование объема денежной массы в обращении путем формирования стабилизационного фонда (по аналогии с Российской Федерацией), которым будет нейтрализоваться избыточная денежная масса.

Позитивное влияние на сокращение темпов инфляции может иметь вступление стран ЕврАзЭС в ВТО, так как снятие дополнительных барьеров

еров для импорта позволит населению увеличить потребительскую активность без стимулирования «инфляции спроса». Кроме этого, вступление в ВТО будет способствовать притоку иностранных инвестиций в экономики стран Сообщества, что приведет к укреплению национальных валют и, таким образом, может вызвать снижение уровня долларизации. В особенности это актуально для российского рынка, где проводимая либерализация валютного законодательства (введение конвертируемости рубля) будет содействовать приходу новых игроков на рынок рублевых долговых обязательств и росту его ликвидности, а также росту стоимости акций российских компаний и их возможности привлекать заемный капитал.

Однако вступление стран ЕврАзЭС в ВТО связано с увеличением импорта иностранных товаров, что в краткосрочном периоде приведет к росту спроса на иностранную валюту, а в долгосрочном периоде этот негативный эффект может быть нейтрализован ростом экспорта конкурентоспособных национальных товаров, объем производства которых будет расти в результате роста конкуренции на внутреннем рынке.

Следует напомнить, что Кыргызская Республика присоединилась к ВТО в 1998 г. Последствия этого решения Киргизии свидетельствуют о росте сырьевой направленности экономики Кыргызстана и затяжной рецессии в различных ее секторах, включая основной — аграрный, доля которого достигает 80%. Вступив в ВТО, Кыргызстан был вынужден отменить экспортные субсидии для сельхозпродукции, отказался от применения лицензирования или квотирования аграрного импорта, обязался облагать импортируемые продукты таможенными пошлинами не более 10%. В итоге Кыргызстан, несмотря на почти восьмилетнее пребывание в ВТО, имеет одни из наихудших экономических показателей по ЕврАзЭС и даже СНГ.

Другим следствием поспешного вступления Кыргызстана в ВТО стало резкое ухудшение отношений с традиционными партнерами по СНГ и ЕврАзЭС, в частности. В связи с этим Кыргызстан оказался в фактической изоляции внутри этих интеграционных объединений. Причинами этого стали: 1) необходимость для стран — участниц ЕврАзЭС защищать рынки от проникновения более дешевых товаров из Кыргызстана; 2) серьезные противоречия в обязательствах, принимаемых на себя Кыргызстаном в ВТО и ЕврАзЭС. В результате с 1999 г. происходил последовательный поворот экономики Кыргызстана в сторону ВТО (увеличение во внешнеторговом обороте к 2005 г. доли стран ВТО до 52,9%), сопровождаемый подрывом интеграционных процессов на постсоветском пространстве.

Кроме того, в случае присоединения к ВТО вся сложившаяся система взаимной торговли стран ЕврАзЭС подвергнется значительным коррекци-

ровкам прежде всего потому, что двухсторонние прямые соглашения, являющиеся организационно-правовым механизмом согласования интересов и принятия решений в ЕврАзЭС, не признаются ВТО в качестве основы преференциальных торговых отношений. Одним из первых кризисных последствий здесь может стать резкое понижение на национальных рынках конкурентоспособности товаров из стран ЕврАзЭС, а также возможное снижение взаимного торгового оборота. Таким образом, невозможность одновременного вступления в ВТО стран ЕврАзЭС дополнительно окажет негативное воздействие как на экономику этих стран, так и на уровень использования национальных валют в обслуживании взаимной торговли и, соответственно, на перспективы формирования единого валютного пространства ЕврАзЭС.

Особое значение также имеет выбор режима валютного курса, который определяется в зависимости от уровня экономического развития конкретной страны. По данному вопросу сложно представить определенное единое решение для большинства стран, экономики которых долларизованы, поскольку, с одной стороны, плавающий валютный курс позволяет проводить независимую денежно-кредитную политику, но с другой — фиксация валютного курса в тех или иных рамках определяет стабильность ожиданий экономических агентов и тем самым позволяет сократить уровень долларизации экономики.

Тем не менее, как показывает российский опыт развития процессов долларизации, по мере расширения финансового инструментария, стабилизации банковской системы и формирования позитивной динамики курса рубля происходит сокращение уровня долларизации экономики.

### Литература

- Банк России. Данные об объемах привлеченных банковских вкладов (депозитов) в России [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [http://www.cbr.ru/statistics/bank\\_system/](http://www.cbr.ru/statistics/bank_system/)
- Головин М. Ю. Долларизация в переходных экономиках России и стран Центральной и Восточной Европы // Проблемы прогнозирования. 2004. № 3.
- Захаров А. В. О концепции единого валютного пространства СНГ. М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2002.
- Корнилович С. Г. Процесс замещения национальной валюты в России: проблемы и эффекты // Проблемы современной экономики. СПб.: Астерион, 2005. С. 219–220.
- Национальный банк Республики Беларусь. Статистика широкой денежной массы [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.nbrb.by/statistics/Broad-Money/>
- Национальный банк Республики Казахстан. Статистика денежных агрегатов Республики Казахстан [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.nationalbank.kz/?docid=289&uid=0D6ED12C-802C-E8FB-3087BB3B0AF6D58B>

- Национальный банк Кыргызской Республики. Статистика депозитов в коммерческих банках Кыргызской Республики [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [http://www.nbkr.kg/web/interfeis.builder\\_frame?language=RUS](http://www.nbkr.kg/web/interfeis.builder_frame?language=RUS)
- Национальный банк Таджикистана. Статистика монетарного сектора Таджикистана [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.nbt.tj/?c=4&id=186>
- Фридман А. А., Вербецкий А. Д. Замещение валют в России // Российская программа экономических исследований. 2001. Научный доклад № 01/05. С. 5–41.
- Экономические новости России и Содружества. 1999. № 6.
- Arteta C. Exchange Rate Regimes and Financial Dollarization: Does Flexibility Reduce Bank Currency Mismatches? // Research Paper C02-123. Institute of Business and Economic, 2002.
- Broda C., Levy-Yeyati E. Endogenous Deposit Dollarization Federal Reserve // Bank of New York Staff Reports. 2003. February. N 160.
- Caballero R., Cowan K., Kearns J. Fear of Sudden Stops: Lessons from Australia and Chile // NBER Working Papers. 2004. N 10519.
- Calvo G., Rodriguez C. A Model of Exchange Rate Determination under Currency Substitution and Rational Expectations // Journal of Political Economics. 1977. Vol. 85. P. 617–625.
- Chang, R., Velasco A. Dollarization: Analytical Issues // NBER Working Paper. 2002. N 8838.
- Dorbec A. Choice of the Substitution Currency in Russia: How to Explain the Dollar's Dominance? University of Paris X, Nanterre. February. 2005.
- Feige E. L. Dollarization and Euroization in Transition Countries. // Working Paper of Fordham University International Conference on «Euro and Dollarization: Forms of Monetary Union in Integrating Regions». 2002a. April 5–6.
- Feige E. L. «Empirical Evidence on Currency Substitution, Dollarization, and Eurorization in Transition Countries» // The 8th Dubrovnik Conference on Monetary Policy and Currency Substitution in Emerging Markets. 2002b. June.
- Feige E., Sosic V., Faulend M., Sonje V. Unofficial Dollarization in Latin America: Currency Substitution, Network Externalities and Irreversibility // The Dollarization Debate / Eds. J. W. Dean; D. Salvatore, Th. A. Willett. Forthcoming, N. Y.: Oxford University Press, 2002.
- Havrylyshyn O. Dollarization in the Former Soviet Union: From Hysteria to Hysteresis // IMF Seminar Materials. 2003. January.
- Honohan P., Anqing Sh. Deposit Dollarization and the Financial Sector in Emerging Economies // Development Research Group The World Bank. 2002 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [http://econ.worldbank.org/files/3359\\_wps2748.pdf](http://econ.worldbank.org/files/3359_wps2748.pdf)
- International Financial Statistics. Country Tables for Belarus, Kazakhstan, Kyrgyz Republik, Russian Federation, Tadjikistan. January 2006, September 2001, September 1999 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://ifs.apdi.net/imf/logon.aspx>
- Ize A., Levy-Yeyati E. Dollarization of Financial Intermediation: Causes and Policy Implications // IMF Working Paper. WP/98/28. 1998. March.
- Liviatan N. Monetary Expansion and Real Exchange Rate Dynamics, Journal of Political Economy. 1981. Vol. 89. N 6. P. 1218–1227.
- Miles M. A. Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, and Monetary Independence // American Economic Review. 1978. Vol. 68. N 3. P. 428–436.

- Mongardini J., Mueller J.* Ratcet Effects in Currency Substitution: An Application to the Kyrgyz Republic // IMF Staff Papers. 2000. Vol. 47. N 2.
- Piontkovsky R.* Dollarization, Inflation Volatility and Underdeveloped Financial Markets in Transition Economies // EERC Working Paper. 2003. N 03/02.
- Powell A., Sturzenegger F.* Dollarization: The Link between Devaluation and Default Risk // Business School, Universidad Torcuato Di Tella Working Paper, 2000. October.
- Shinkevich A., Oomes N.* Dollarization Hysteresis in Russia // EERC Working Paper. 2002. January.
- Thomas L. R.* (1985) Portfolio Theory and Currency Substitution // Journal of Money, Credit and Banking. 1985. Vol. 17. N 2. P. 347–357.
- Tsesliuk S.* Exchange Rate and Prices in an Economy with Currency Substitution: The Case Of Belarus. Economic Education and Research Consortium, 2002.

Статья поступила в редакцию 5 октября 2006 г.