

## **Дискреционная денежно-кредитная политика против долларизации**

Опубликовано "Финансы и кредит" №20, 2002, с.38-49

В ходе создания Европейского Валютного Союза США стали проявлять беспокойство по поводу возможной потери долларом лидирующих позиций резервной валюты. В Вашингтоне активно начали разрабатывать планы по расширению зоны влияния доллара. Последние два года Штаты добились заметных результатов по укреплению долларовой гегемонии: на американскую валюту в 2000 г. перешли Эквадор и Восточный Тимор, в 2001 г. – Сальвадор, аналогичных планов придерживается Гватемала. Процесс расширения долларовой зоны получил название «официальная долларизация». В научных кругах его сопровождают дебаты вокруг преимуществ и недостатков дискреционной политики центрального банка и официальной долларизации. Какие же аргументы высказываются сторонниками и противниками долларизации?

### **Теоретическое обоснование деятельности центральных банков**

Официальное использование иностранной валюты представляет собой достаточно редкое явление в малых государствах. Большинство стран предпочитает иметь свою собственную валюту. Объяснение тому кроется в экономических преимуществах, которые несет с собой самостоятельная денежно-кредитная политика. Ее самостоятельность обычно подразумевает, что страна обладает внутренней валютой, эмитируемой национальным центральным банком. Согласно общепринятой точке зрения, национальная денежно-кредитная политика позволяет стране регулировать денежное предложение, процентные ставки, валютный курс и, в конечном счете, стимулировать экономический рост. Такая позиция преобладала далеко не всегда. На момент рождения первых правительственных эмиссионных банков никакого понятия, а тем более концепции денежно-кредитной политики не существовало. Во многих странах полностью отсутствовали частные банковские учреждения, и первым центральным банкам приходилось выполнять функции коммерческих банков. Как же разворачивалась деятельность эмиссионных банков? С момента своего открытия они исполняли роль финансового слуги правительства. Их первой задачей было обслуживание бюджета и управление налоговыми платежами. Во вторую очередь они занялись кредитованием правительства, и в последнюю – денежной эмиссией. Как отмечала в начале XX века британский экономист В.Смит, центральные банки использовались, прежде всего, как инструмент повышения доходов государства<sup>1</sup>. О банковской системе и денежно-кредитном регулировании тогда еще никто не думал.

Первым шагом к денежно-кредитной политике стала передача государственным банкам эмиссионной монополии. Создание эмиссионной монополии было тесно связано с чрезвычайными ситуациями, в которых оказывались государственные финансы. Никаких экономических причин, говорящих в пользу разрешения либо запрещения свободной эмиссионной деятельности в те годы не существовало, да и не могло быть в принципе в силу отсутствия экономической теории как таковой. Однажды появившись на свет, монополия на денежную эмиссию не торопилась исчезать – она продержалась до того момента, когда ее экономическая целесообразность была поставлена под сомнение.

---

<sup>1</sup> Смит В. Происхождение центральных банков. – М.: Институт Национальной Модели Экономики, 1996.

Вердикт, вынесенный экономистами в ходе дискуссий XIX века, оказался в пользу унификации и монополизации эмиссии - конкурентная эмиссия была отвергнута. После этого превосходство централизованной эмиссионной системы над остальными эмиссионными альтернативами превратилось в догму, никогда более не подвергавшуюся обсуждению, а выбор в ее пользу при создании всех последующих центральных банков уже не вызывал вопросов.

После передачи центральному банку эмиссионной монополии, он стал носителем денежно-кредитного суверенитета. Концепция **денежно-кредитного суверенитета** (monetary sovereignty) затрагивает сразу несколько областей: экономику, право и политику. Из-за своей многогранности тема денежно-кредитного суверенитета всесторонне не изучалась, и полного определения суверенитета не существует. Большое число авторов считает синонимами денежно-кредитного суверенитета такие термины как автономия и независимость, однако это не совсем верно. Одно из первых определений денежно-кредитного суверенитета попытался дать американский экономист К.Курихара. В 1949 г. он писал: *«денежно-кредитный суверенитет является попыткой изолировать внутреннюю экономику от негативных последствий депрессии»*. Такое определение слишком специфично, ведь Курихара изучал экономическую историю 1920-40 гг. В 1995 г. югославский экономист Д.Дукич подошел к определению совершенно иначе: *«денежно-кредитный суверенитет в современном значении подчеркивает суверенное право государства через центробанк регулировать во всех отношениях денежную эмиссию и проводить денежно-кредитную политику в целях достижения запланированной экономической политикой задач»*<sup>2</sup>. Формулировка Дукича представляется нам наиболее точной. Исходя из нее можно выделить несколько составных элементов суверенитета:

- правомерный приоритет национального правительства в монопольном выпуске денег;
- возможность использования разнообразных регулирующих мер, включая валютный контроль и контроль за движением капитала;
- наличие носителя денежно-кредитного суверенитета (института центрального банка) с дискреционными полномочиями;
- плавающий валютный курс и отсутствие внешних денежных обязательств или соглашений.

Какие выгоды получает страна, если она сохраняет денежно-кредитный суверенитет? Главным преимуществом является независимость экономической политики. Центральный банк имеет широкие возможности выбора стратегии и тактики денежно-кредитной политики. Другие страны, прошедшие официальную долларизацию или заменившие центробанк на валютное правление<sup>3</sup>, такого выбора не имеют. Второе преимущество – это возможность получения дохода от сеньоража. В случае непредвиденных обстоятельств центральный банк может напечатать денег и покрыть дефицит бюджета. Как выразился в свое время Дж.Кейнс, *«правительство может жить благодаря такому средству, если оно не в состоянии жить иначе»*<sup>4</sup>. Напротив, страна без собственных денежных властей или национальных денег сеньораж никогда не получает.

Вторым признаком центрального банка помимо монополии на эмиссию является выполнение на некоммерческой основе роли кредитора последней инстанции. Устранение дефицита ликвидности в банковской системе в ходе кризиса на сегодня считается главной функцией центрального банка. В 1873 г. английский экономист У. Бэйджгот опубликовал ставший основополагающим труд «Ломбард-стрит», в котором он настаивал на том, что денежные власти должны продолжать неограниченно кредитовать и обменивать банкноты

<sup>2</sup> Kurihara K. Toward a New Theory of Monetary Sovereignty // Journal of Political Economy, 1949. - №57, pp.162-170. Dukic D. Monetary Sovereignty - Some Theoretical and Empirical Considerations // Development and International Cooperation, 1995. - №21-1, vol. 11, pp. 225-248.

<sup>3</sup> В отечественной прессе его нередко называют «валютным советом», «валютным комитетом» или «валютной палатой». В переводной и советской литературе его синонимом является «валютное управление».

<sup>4</sup> Keynes J. M. A Tract on Monetary Reform. – London: Macmillan, 1971. - V. 4, p.124.

на золото во время паники вкладчиков. Бэйджгот придумал также само выражение «кредитор последней инстанции», и за что его считают отцом «центробанковского дела»<sup>5</sup>. С точки зрения кредитора последней инстанции институт центрального банка является феноменом XX века. Вплоть до начала ушедшего столетия большинство центральных банков действовало исключительно как эмиссионные монополисты, не заботившиеся о регулировании банковской системы и стабильности денежной сферы. Если исходить из этой точки зрения, государственные эмиссионные учреждения XVII-XIX веков вовсе не были центральными банками. Потребность в кредиторе последней инстанции возросла в течение XX века. Центральные банки как таковые появились в ответ на неспособность коммерческих банков самостоятельно справляться с паникой вкладчиков. До этого роль кредитора последней инстанции выполняли банковские коалиции. Банки организовывали как формальные, так и неформальные объединения, ставившие целью самострахование от бегства вкладчиков. Часто коалиции создавались вокруг ведущих банков, например Suffolk Bank (начало XVIII век, США), J.P. Morgan (конец XIX века, США) или Bank of Montreal (конец XIX-начало XX века, Канада). В Великобритании частные банки объединялись вокруг правительства, от лица которого выступал Банк Англии. Затем эта роль перешла к эмиссионным банкам, что повлекло прекращение их коммерческой деятельности и введение банковского надзора и регулирования. Центральный банк обрел свое нынешнее лицо.

Современная концепция кредитора последней инстанции, разработанная в 1983 г. на основе модели банковской паники Д.Даймонда и Ф.Дбвивига, хотя и является мало реалистичной, тем не менее, нашла широкое распространение. Со времен У. Бэйджгота концепция кредитора последней инстанции была дополнена несколькими новыми идеями. Наиболее важная из них представляет собой тезис, что ограничение конкурентной денежной эмиссии сокращает нежелательные экстерналии. Запрет конкурентного выпуска банковских банкнот в Великобритании и США, по мнению монетаристов, увеличил экономическое благосостояние путем снижения издержек приобретения информации об эмитенте<sup>6</sup>.

Сегодня центральный банк является стандартом денежной власти, однако так было далеко не всегда. Человеческая история знает несколько типов денежных властей (см. табл. 1). С середины XIX по середину XX века доминировали валютные правления. За всю свою историю система валютного правления существовала приблизительно в семидесяти странах, включая Индию, Израиль, Ирак, Египет и др. Что же происходило в середине XX века, и почему центральные банки выиграли в конкурентной борьбе с другими эмиссионными институтами? В 1920-50 гг. ряд относительно развитых государств преобразовал свои валютные правления в центральные банки. Этими странами были Аргентина, Ирландия, Филиппины, Цейлон и Бирма. Их руководство следовало в русле тогдашней экономической теории, которая постулировала, что непременным атрибутом независимого государства является институт центрального банка. Конференции Лиги Наций, прошедшие в Брюсселе (1920 г.), Генуе (1922 г.) и Лондоне (1933 г.) приняли декларации, согласно которым центральные банки должны быть учреждены во всех развивающихся странах, где их еще нет. Однако вплоть до середины 1950-х гг. лидером в денежно-кредитной сфере и основным конкурентом центрального банка оставалось валютное правление. Оно продолжало распространяться среди отсталых районов, таких как колонии и области, находящиеся под опекой ООН. Затем отказ от валютного

---

<sup>5</sup> В 1802 г. Г. Торнтон первым предложил идею банка банков. Однако в силу неразвитости банковского дела его предложение осталось незамеченным. Лишь когда по всей Европе распространились государственные эмиссионные банки, практика регулирования подтолкнула денежные власти к выполнению функции кредитора последней инстанции. У. Бэйджгот независимо от Г. Торнтон спустя семьдесят лет «воскресил» концепцию банка банков, чем заслужил себе имя в истории. См. Thornton H. An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain / Ed. Hayek F. A. - New Jersey: Augustus M. Kelley, 1978. Bagehot W. Lombard Street: A Description of the Money Market. - New York: Wiley, 1999.

<sup>6</sup> Brunner K. and Meltzer A. The uses of money: money in the theory of an exchange economy // American Economic Review, 1971. - №61, pp. 784-805.

правления пошел быстрее. В 1950-60 гг. центральный банк ввели все бывшие британские колонии в Африке и Азии. Почему же снижение популярности валютного правления произошло так быстро? В середине XX века господствовало мнение, что центральный банк является более передовой, если не сказать модной системой, чем валютное правление. Кроме того, хроническая слабость фунта стерлингов в период Бреттон-Вудской системы и дефицит инвестиций в бывших британских колониях заставляли отказаться от валютного правления в пользу центрального банка. Возможности инфляционного финансирования бюджета и использования резервов валютных правлений в своих целях манили местных политиков. Осуществить их замыслы можно было только с помощью центрального банка. Именно дискреционная денежно-кредитная политика центрального банка, за которую его часто критикуют, и удачный баланс между гибкостью и стабильностью оказались главными козырями в конкурентной борьбе с другими эмиссионными институтами.

Таблица 1.

Типы денежных властей

Тип денежных властей	Год основания первого института	Год закрытия последнего института
<b>Дискреционные денежные власти</b>		
Центральный банк	1668 (Швеция)	н.в.
Правительство в роли эмитента (через Министерство финансов)	1685 (Канада)	н.в.
<b>Денежные власти с ограниченными полномочиями</b>		
Ортодоксальное валютное правление	1849 (британская колония о. Маврикий)	н.в.
Гетеродоксное валютное правление	1976 (Бруней)	н.в.
Валютный институт	1861 (Индия)	н.в.
Частный коммерческий банк с монополией на денежную эмиссию	1716 (Франция)	1967 (французские тихоокеанские территории)
<b>Системы без денежных властей</b>		
Использование иностранной валюты	1278 (Андорра)	н.в.
Эмиссия собственных банкнот коммерческими банками	1644 (Китай)	1962 (Намибия)
<b>Нетрадиционные денежные власти</b>		
Свободная денежная эмиссия	1929 (Канада)	1983 (Гонконг)
Использование специальной оккупационной валюты	Военные периоды времени	

*н.в. – институт продолжает функционировать в настоящее время.*

*Источник: Моисеев С.Р. Тернистый путь центральных банков // Дайджест-Финансы, 2002. - №1, с.38-44.*

### **Долларизация: официальная и теневая альтернативы национальным деньгам**

**Долларизация** (dollarization) представляет собой замену национальной валюты долларом США, который используется в качестве средства обращения и сбережения, а также меры стоимости. Нередко термин "долларизация" служит для обозначения любого процесса вытеснения иностранной валютой (не обязательно долларом США) внутренней валюты. Долларизация может быть официальной и неофициальной. В случае **неофициальной или теневой долларизации** (unofficial or shadow dollarization) внутренняя валюта используется, в основном, для совершения небольших сделок и официальных платежей (налоги, сборы, пошлины и т.д.), в то время как доллар играет ключевую роль в проведении крупных операций и накоплении сбережений. Гораздо менее распространенной является **официальная или полная долларизация** (official or full

dollarization), когда страна не обладает национальными банкнотами и (иногда) монетами. В таком случае доллар служит в качестве официальной внутренней денежной единицы. Многие страны на протяжении всей своей истории использовали иностранную валюту во внутреннем денежном обращении. Даже в самой Америке, где в XVIII-XIX веках в розничной торговле главенствующую роль играли монеты, вплоть до 1857 г. было разрешено хождение иностранных денег.

Наиболее известной страной с официально долларизированной экономикой является Панама. Она с 1904 г. использует доллар США в качестве внутренней денежной единицы. Несмотря на то, что Панама выпускает свои собственные монеты и имеет расчетную единицу (бальбоа), это никак не мешает долларизации. Один бальбоа равен одному доллару США, а мелкие монеты играют вспомогательную роль и облегчают наличные расчеты. Кроме Панамы еще одиннадцать экономик официально используют доллар США. Три из них или входит в состав США, либо находятся под их опекой. Остальные экономики – это небольшие государства, имеющие независимый политический статус от США (см. табл. 2). Еще около двадцати небольших официально долларизированных экономик помимо доллара США используют также австралийский доллар или евро. Эти две денежные единицы - наиболее распространенные валюты за пределами своих стран после доллара США (см. табл. 3).

Существует также понятие **полуофициальной долларизации** (semiofficially dollarization). Более десяти государств характеризуются полуофициальной долларизацией (см. табл. 4), в них функционирует **бивалютная система** (bimonetary system). Согласно определению МВФ в полуофициально долларизированных странах иностранная валюта считается «другим легальным платежным средством». Это означает, что иностранная валюта может широко использоваться в экономике, но она обязательно выступает второстепенным платежным средством по отношению к национальной валюте. На практике в полуофициально долларизированных странах иностранная валюта превалирует как валюта банковских вкладов, однако заработная плата, налоги и повседневные расходы «котируются» только в национальной валюте. В отличие от официально долларизированных стран в бивалютных системах продолжает действовать внутренний центральный банк (или другой тип денежных властей) и остается возможность проведения национальной денежно-кредитной политики.

Официальная долларизация влияет не только на страны, присоединяющиеся к валютной зоне, но и на сами США. Влияние долларизации на Соединенные Штаты, в первую очередь, связано с бесконтрольным использованием долларовых масс за рубежом. В связи с тем, что Америка обладает главенствующим влиянием на международный рынок и процентные ставки, потеря контроля серьезно снижает эффективность проводимой ФРС денежно-кредитной политики. Вторым эффектом долларизации в США - рост политических рисков. Если ФРС по каким-либо причинам пойдет на увеличение процентной ставки, долларизированные страны могут оказывать давление на американское правительство, с тем, чтобы оно, в свою очередь, повлияло на ФРС и заставило ее снизить процентную ставку. Это давление может быть особенно заметным, если исходит от крупного торгового партнера США, например, Мексики. Еще более серьезная проблема долларизации - валютный демпинг. Крупная страна с официально долларизированной экономикой или группа мелких долларизированных стран может отказаться от использования доллара США в качестве внутренней валюты и ввести национальную денежную единицу. Массовый сброс долларов приведет к валютному демпингу и резкому падению курса доллара США.

Вместе с тем официальная долларизация несет с собой ряд преимуществ, без которых Соединенные Штаты препятствовали бы ее проведению. Во-первых, это укрепление статуса ведущей мировой валюты. Рост числа стран, где доллар США служит внутренней денежной единицей, помогает американской валюте сохранять за собой статус мирового лидера. Долларизация одной или даже нескольких крупных стран Латинской

Америки сразу позволит увеличить число людей, использующих доллар, и выдвинет долларовую зону по народонаселению на первое место, оставив позади зону единой европейской валюты. Во-вторых, сеньораж, о котором мы уже упоминали. В третьих, это снижение издержек и исчезновение рисков.

Таблица 2.

Страны, официально использующие доллар США в качестве единственного законного платежного средства в национальной экономике, по состоянию на июнь 2002 г.

Страна/территория	Население, тыс. чел.	ВВП, \$ млрд.	Политический статус	Год официальной долларизации
Американские Самоа	67	0,5	Территория США	1899
Британские виргинские о-ва	21	0,3	Британская зависимость	1973
Восточный Тимор	800	0,4	Независимое государство	2000
Эквадор	13200	37,2	Независимое государство	2000
Сальвадор	6200	24,0	Независимое государство	2001
Гуам	160	3,2	Территория США	1898
Маршалловы о-ва	71	0,1	Независимое государство	1944
Микронезия	135	0,3	Независимое государство	1944
Северные Марианские о-ва	75	0,9	Содружество с США	1944
Палау	19	0,1	Независимое государство	1944
Панама	2800	16,6	Независимое государство	1904
О-ва Питкэрн	0,047	0,0	Британская зависимость	1800-е
Пуэрто-Рико	3900	39,0	Содружество с США	1899
Тёркс и Кайкос	18	0,1	Британская колония	1973
Американские виргинские о-ва	120	1,8	Территория США	1934

Источник: Объединенный Экономический Комитет Конгресса США, 2002.

Таблица 3.

Страны, официально использующие иностранную валюту за исключением доллара США, по состоянию на июнь 2002 г.

Страна	Политический статус	Используемая валюта	Год официальной долларизации
Андорра	Независимое государство	Евро (французский франк и испанская песета)	1278
Кокосовы о-ва	Австралийская внешняя территория	Австралийский доллар	1955
О-ва Кука	Самоуправляющаяся территория Новой Зеландии	Новозеландский доллар	1995
Северный Кипр	Де-факто независимое государство	Турецкая лира	1974
Гренландия	Датская самоуправляющаяся область	Датская крона	До 1800
Кирибати	Независимое государство	Австралийский доллар и собственные монеты	1943
Лихтенштейн	Независимое государство	Швейцарский франк	1921
Черногория	Независимое государство	Евро	2002
Монако	Независимое государство	Евро (французский франк)	1865

Науру	Независимое государство	Австралийский доллар	1914
Ниу	Самоуправляющаяся территория Новой Зеландии	Новозеландский доллар	1901
О-ва Норфолк	Австралийская внешняя территория	Австралийский доллар	До 1900
О-в св. Елены	Колония Великобритании	Фунт стерлингов	1834
Сан-Марино	Независимое государство	Евро (итальянская лира и собственные монеты)	1897
Токелау	Территория Новой Зеландии	Новозеландский доллар	1926
Тувалу	Независимое государство	Австралийский доллар и собственные монеты	1892
Ватикан	Независимое государство	Евро (итальянская лира и собственные монеты)	1929

Источник: Объединенный Экономический Комитет Конгресса США, 2002.

Таблица 4.

#### Страны с бивалютной системой, по состоянию на июнь 2002 г.

Страна	Политический статус	Используемая валюта	Год долларизации
Багамы	Независимое государство	Багамский доллар, доллар США	1966
Бутан	Независимое государство	Бутанский нгултрум, индийская рупия	1974
Бруней	Независимое государство	Брунейский доллар, сингапурский доллар	1967
Камбоджи (Кампучия)	Независимое государство	Риэль, доллар США	1980
Гаити	Независимое государство	Гаитянский гурд, доллар США	-
О-в Мэн, Нормандские о-ва	Опека Великобритании	фунт стерлингов, местный фунт	1800-е
Сан-Томе и Принсипи	Независимое государство	Лао кип, тайский бат, доллар США	-
Лесото	Независимое государство	лоти, южноафриканский рэнд	1974
Либерия	Независимое государство	Либерийский доллар, доллар США	1944
Намибия	Независимое государство	Намибийский доллар, южноафриканское рэнд	1993
Таджикистан	Независимое государство	Российский рубль, таджикский рубль, разрешено использование других валют	1994

Источник: Объединенный Экономический Комитет Конгресса США, 2002.

#### Теоретические дебаты вокруг официальной долларизации

Большинство противников перехода на иностранную валюту полагает, что долларизация может быть постоянной денежной системой только у ограниченного круга небольших государств или временным стабилизационным средством в крупных странах, где кризис выбил из рук властей управление экономикой. Критиками долларизации выступают, в основном, представители *mainstream* фундаментальной экономической науки. Они работают во всемирно известных университетах и ориентируют свою дискуссию, главным образом, друг на друга, не выходя за рамки экономического моделирования. К числу наиболее видных противников официальной долларизации можно отнести П.Кругмана (Принстонский Университет), Дж. Сакса (Центр международного развития Гарвардского Университета), М. Филдстайна (Национальное Бюро Экономических Исследований, США) и С. Эдвардса (Высшая Школа Бизнеса Андерсена). Приверженцы дискреционной

денежно-кредитной политики в своих исследованиях всецело опираются на макроэкономический подход: объектом их анализа выступает страна, издержки и выгоды долларизации оцениваются с точки зрения национального хозяйства. В моделях открытой экономики официальная долларизация рассматривается как один из полярных режимов в системе фиксированных и плавающих обменных курсов валют. А в моделях закрытой экономики долларизация изучается с позиций модели временной несогласованности денежно-кредитной политики (time-inconsistency model) и правил денежно-кредитной политики (monetary policy rules).

Большое число сторонников долларизация нашла себе, как среди академических работников, так и среди экономистов-практиков. За неё ратуют Р. Бэрроу (Стэнфордский Университет) и Р. Дорнбуш (Массачусетский Технологический Институт), а также К. Шулер (Объединенный Экономический Комитет Конгресса США) и Г. Кальво (Межамериканский банк развития). В отличие от своих оппонентов защитники официальной долларизации не рассматривают её как средство разрешения кризисной ситуации в странах, где другие меры оказались безуспешными. Долларизация для них не выступает «угловым решением» (corner solution) в дискуссии о двуполярном мире денежно-кредитной политики по той простой причине, что её сторонники не собираются бросать вызов институту центрального банка как идеальной денежной системе. Их анализ эмиссионной политики находится в совершенно иной, непривычной для классических монетарных экономистов, плоскости.

Большинство защитников долларизации определяет себя как последователи австрийской экономической школы. Разработав субъективную теорию ценностей, австрийская школа с 1920-х гг. ушла в тень господствующей экономической мысли. Главным объектом исследований сторонников долларизации выступает экономический агент, на свой страх и риск, самостоятельно действующий на рынке. Их анализ всецело лежит в русле микроэкономической теории со всеми вытекающими отсюда последствиями.

Собственные интересы экономического агента могут абсолютно не совпадать с макроэкономическими целями правительства. Для обозначения подобного различия в интересах южноафриканский экономист У. Хатт в 1936 г. ввел в оборот понятие «суверенитет потребителей» (consumers sovereignty) в противоположность не подвергающемуся ныне с мнением национальному денежно-кредитному суверенитету (в его трактовке он носит название «суверенитет производителей», producers sovereignty)<sup>7</sup>. Какой из суверенитетов должен преобладать, кто имеет право и кто должен выбрать валюту для использования в повседневных операциях? Защитники официальной долларизации отвечают: это - индивидуальный потребитель. Они смотрят на выбор валюты не сквозь призму фиксированных и плавающих обменных курсов, а с точки зрения конкурентной эмиссии и частного выпуска денег, известного под названием «свободная банковская деятельность». Корни свободной банковской деятельности (free banking), когда учреждение эмиссионных банков разрешено на тех же основаниях, что и фирм в любой другой сфере бизнеса, уходит в далекое прошлое денежных систем. Разделительной чертой между прошлым и будущим эмиссионной политики стало наделение Банка Англии в 1844 г. статусом центрального банка Великобритании с исключительными полномочиями по выпуску денег. Возрождение идеи конкурентной эмиссии было положено в 1976 г. работой нобелевского лауреата Ф.Хайека «Выбор валюты». На протяжении 1980-х гг. небольшая, но активная группа экономистов, состоящая из Л.Уайта, Дж.Селджина, К.Дюуда, Д.Гласнера и Р.Ваубеля, обновила теорию свободной банковской деятельности и предложила широко использовать электронные деньги для сокращения роли правительства в денежной эмиссии<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Hutt W. Economists and the Public: A Study of Competition and Opinion. - London: Jonathan Cape, 1936.

<sup>8</sup> См. Хайек Ф. Частные деньги. – М.: Институт Национальной Модели Экономики, 1996. Генкин А.С. Частные деньги: история и современность. – М.: Альпина Паблшер, 2002.



Свободная банковская деятельность, по мысли наиболее радикальных приверженцев официальной долларизации, должна стать конечным пунктом денежной реформы. Первым её шагом может быть переход от института центрального банка к валютному правлению, далее – к долларизации и, наконец, к конкурентной эмиссии частных денег. На взгляд С.Ханка и К.Шулера, валютное правление и официальная долларизация являются оптимальными вариантами денежной системы для большинства слабо развитых экономик. В развивающихся странах с центральным банком наблюдается низкий (или вообще отрицательный) экономический рост в tandem с беспорядком на внутреннем финансовом рынке. За последние тридцать лет в 5/6 развивающихся странах с центральным банком годовая инфляция превышала 20% и в более чем 1/3 годовая инфляция зашкаливала за 100%. Самые тяжелые банковские кризисы также происходили в развивающихся странах с центральным банком. Подобные наблюдения позволили сделать вывод, что наличие внутреннего центрального банка в большинстве стран несет скорее вред, чем пользу, поскольку он не способен самостоятельно добиться финансовой стабилизации<sup>9</sup>.

Непрекращающиеся дебаты между сторонниками официальной долларизации и её противниками всецело можно объяснить различием в подходах макро- и микроэкономической теории. На наш взгляд, выделяются три основные области конфликта взглядов.

**1. Критерии выбора политики валютного курса.** Традиционно макроэкономисты принимают решение, проводить официальную долларизацию или нет, исходя из теории оптимальных валютных зон (optimum currency area theory), за которую в 1999 г. Р.Манделлу дали нобелевскую премию. Если национальная экономика удовлетворяет критериям оптимальности, позволяющим поддерживать внутреннее и внешнее микроэкономическое равновесие, то правительству будет выгодно перейти от плавающего к фиксированному валютному курсу. Примерным объектом анализа в последние годы выступает Аргентина как наиболее подходящий кандидат на долларизацию. На взгляд макроэкономистов, Аргентине не следует переходить на доллар, поскольку она характеризуется незначительной мобильностью трудовых ресурсов с США, испытывает неабсорбируемые шоки и имеет небольшие торговые связи со странами долларовой зоны. Аналогичному анализу были подвергнуты и остальные развивающиеся страны американского континента. Как пишет в статье «Правда в рекламе и большом жульничестве долларизации» Т. Уилетт, директор Кларемонтского исследовательского института экономической политики (США), «Рекомендации по долларизации для всей Латинской Америки логически не следуют из теории оптимальных валютных зон»<sup>10</sup>. Для приверженцев долларизации критерии оптимальности валютной зоны определяются исходя из микроэкономических соображений. Они рассматривают классическую теорию Манделла как подоптимальный вариант модели принятия решений. Вместо того чтобы рассуждать, сидя в кресле руководителя страны, что полезно для общества в целом, сторонники долларизации смотрят на ситуацию «снизу вверх». Для них оптимальна та денежная система, что наиболее выгодна индивиду. Если большинство аргентинцев предпочтет вместо песо доллар, власти вне зависимости от советов теоретиков должны утвердить выбор потребителей.

**2. Детерминанты уровня цен.** Сторонники долларизации рассматривают проблему стабильности цен с монетаристских позиций. Если инфляция определяется денежным предложением, для достижения ценовой стабильности необходимо ограничить возможности денежно-кредитной политики, что можно сделать, лишив центральный банк эмиссионного права. Противники долларизации отмечают, что ограничение политики денежных властей не является гарантией стабильности цен, которая также зависит от налогово-бюджетной политики. Этот взгляд на детерминанты уровня цен с подачи

<sup>9</sup> Моисеев С.Р. Экономика долларизации // Дайджест-Финансы, 2000. - №10, с.9-13.

<sup>10</sup> Willett T. Truth in Advertising and the Great Dollarization Scam // Journal of Policy Modeling, 2001. - №23, pp. 279-289.

профессора отделения экономики Принстонского Университета М. Вудфорда в 1994 г. получил название «фискальная теория уровня цен» (*fiscal theory of the price level*). Её логика достаточно проста: правительство имеет хронический дефицит бюджета и растущий долг, и центральный банк во избежание дефолта по госдолгу печатает деньги. Современная макроэкономика после работ американцев Т.Саджента и Н.Уоллеса полагает, что в долгосрочном плане эмиссия государственных долговых обязательств может иметь более значительные инфляционные последствия, нежели денежная эмиссия. По этой причине, заботиться надо не об эмиссии, а о госбюджете. Наиболее яркой иллюстрацией к фискальной теории уровня цен стал кризис 2000 г. в Эквадоре, завершившийся долларизацией. Крошечная латиноамериканская страна сделало все, чтобы дискредитировать вовлечение частного сектора в разрешение кризиса и помощь МВФ. По оценке П.Кругмана, власти Эквадора вместо того, чтобы вплотную заняться проблемами банковского сектора и госбюджета, поспешили отделаться косметическим ремонтом системы, перейдя на доллар США<sup>11</sup>.

**3. Оценка баланса выгод и издержек.** Как статистически измерить эффекты (*externalities*), появляющиеся в результате смены режима денежно-кредитной политики? Макроэкономисты для ответа на вопрос обращаются к теории оптимальных валютных зон. Но она не позволяет точно количественно оценить выгоды от повышения микроэкономической эффективности, макроэкономической стабильности, а также от положительных внешних экстерналий. Экономисты пытаются через индексы оптимальности, корреляционно-регрессионные уравнения и векторные модели «выловить» преимущества валютной интеграции. Однако все это лишь умозрительные расчеты *ex ante*: реально выгоды и издержки на макроуровне в виде коррекции процентных ставок, цен и зарплаты появятся только *ex post*. Микроэкономисты находятся в лучшем положении, поскольку осуществить индивидуальные оценки, несомненно, легче. Попытки представить индивидуальных потребителей как неспособных определить баланс выгод и издержек, выглядят, по меньшей мере, неубедительными. Депозиты в различных банках представляют собой ничто иное, как конкурирующие деньги, хотя обычно экономисты их так не рассматривают, поскольку банковские обязательства номинированы в единой мере стоимости. Так же как любой банковский вкладчик самостоятельно определяет приемлемое соотношение риска и доходности депозитов, индивидуум выбирает подходящую для себя валюту. Не в пример макроэкономическому анализу их предпочтения обосновываются простыми и наглядными способами

Будет ли в обозримой перспективе достигнут консенсус между микро- и макроэкономистами? На мой взгляд, ответ, скорее всего, утвердительный. В 1995 г. профессор экономики Калифорнийского Университета М. Обстфельд и главный экономист МВФ К. Рогофф заложили фундамент новой макроэкономической теории открытой экономики (*new open economy macroeconomics*)<sup>12</sup>. В своей работе они предприняли попытку выявить детерминанты валютного курса в контексте динамической модели общего равновесия, учитывающей ряд микрофакторов (*microfoundations*). В качестве микроэкономических основ макроэкономики были взяты номинальные жесткости; ценообразование, ориентированное на рынок (*pricing to market*); альтернативные спецификации потребительских предпочтений и структуры финансовых рынков – словом, все то, что игнорируется в классической модели Манделла-Флеминга-Дорнбуша. Если попытка вывести макроэкономические зависимости в открытой экономике из полученных в микроэкономике выводов о поведении индивидов окажется успешной, дебаты вокруг долларизации будут завершены.

## Перспективы официальной долларизации в странах Латинской Америки

<sup>11</sup> Krugman P. Dollars and desperation // New York Times, January 19, 2000, p.A21.

<sup>12</sup> Lane Ph. The New Open Economy Macroeconomics: A Survey. CEPR Discussion Paper №2115, 1999.

Пока экономисты спорят между собой, в развивающихся странах американского континента процесс долларизации идет полным ходом. По состоянию на июнь 2002 г. денежного и инфляционного таргетирования придерживаются, соответственно, 17,5% и 15,0% стран Центральной и Южной Америки. Большая часть государств следует таргетированию валютного курса (67,5%), в том числе 37,5% провели официальную долларизацию или учредили валютное правление (см табл.5). В США полагают, что распространение доллара в латиноамериканских странах будет набирать обороты. С американской стороны проблемой официальной долларизации занимаются два комитета Конгресса США: Комитет по Банковскому Надзору и Объединенный Экономический Комитет. Однако, если первый из них изучает влияние долларизации на банковскую систему США, то второй занимается общеэкономическими вопросами в целом. Чтобы обойти одно из препятствий на пути официальной долларизации, - потерю сенъоржа национальным правительством, - сенатор К.Мак совместно с представителем Объединенного Комитета П.Рианом в ноябре 1999 г. внесли в Конгресс США проект Акта Международной Валютной Стабильности (International Monetary Stability Act)<sup>13</sup>. Объединенный Комитет подготовил список претендентов на долларизацию, куда, в первую очередь, входят Аргентина, Бразилия, Индонезия и Мексика. Рассмотрим ситуацию в ключевых странах региона.

**Мексика.** О взглядах мексиканских властей на долларизации можно судить по выступлению управляющего Банком Мексики, Гильермо Ортиза, в 1999 г. на Экономическом Форуме МВФ «Долларизация: прихоть или будущее Латинской Америки?». По словам Ортиза, Мексика пока не планирует проводить официальную долларизацию. В целом руководство Банка Мексики достаточно скептически относится к идее долларизации, которая "сожгёт мосты назад". Безусловно, долларизация снизит инфляцию и будет стимулировать дисциплину бюджетно-налоговой политики, но в то же время для долларизации необходима устойчивая банковская система с избыточной ликвидностью, которой в Мексике нет<sup>14</sup>.

**Аргентина.** К настоящему времени Аргентина является самой высоко долларизированной в мире страной. Рынки капитала полностью функционируют на долларовой основе. Около 94% государственного долга номинированно в долларах США или другой иностранной валюте, порядка 58% банковских депозитов и 74% сбережений - это долларовые накопления. Более 66% банковских ссуд также номинированно в долларах. В январе 2002 г. Аргентина пережила сильнейший экономический кризис из-за невозможности обслуживания внешнего долга<sup>15</sup>. Хотя американские специалисты и предлагали Аргентине перейти на доллар, тем не менее, власти страны отказались, предпочтя плавающий валютный курс. С февраля 2002 г. Центральный Банк Аргентины реализует программу перехода к инфляционному таргетированию.

**Бразилия.** Как отмечают макроэкономисты, Бразилия не удовлетворяет критериям оптимальности долларовой зоны. Прежде всего, против официальной долларизации говорят размер и открытость бразильской экономики. Согласно текущей экономической программе власти продолжают придерживаться плавающего валютного курса и таргетирования инфляции. Одним из центральных моментов программы является наведение порядка в системе государственных финансов. Если правительство сумеет

---

<sup>13</sup> Подробнее о вариантах соглашения по разделению доходов от сенъоража см. Моисеев С.Р. Официальная долларизация Латинской Америки // Бизнес и банки, 1999. - №37-38.

<sup>14</sup> Participants Debate Benefits and Challenges of Dollarization for Latin American Economies. *IMF Survey*. International Monetary Fund, July 19, 1999.

<sup>15</sup> Хотя многие экономисты и представляют аргентинский кризис как пример слабости и уязвимости валютного правления, в действительности в стране действовал институт модифицированного валютного правления. В частности, в соответствии с законодательством денежные власти могли приобретать иностранную валюту по рыночному, а не официальному курсу; центральный банк предоставлял суточные кредиты комбанкам (т.е. выполнял функцию кредитора последней инстанции); в качестве обеспечения эмиссии использовались национальные гособлигации. Ни одно из валютных правлений, работавших по классической схеме, в мирное время не закончило свое существование кризисом. См. Моисеев С.Р. Валютные правления в современном мире // Бизнес и банки, 2002. - №33, с.5-7.

скорректировать фискальную политику, сократить бюджетные расходы и снизить процентную ставку, это поможет восстановить доверие к бразильской валюте - реалу, которое значительно снизилось накануне политических выборов. Пока правительство не проявляет интереса к проектам долларизации.

**Эквадор.** Сразу за девальвацией бразильского реала в январе 1999 г., эквадорский сукре попал под всевозрастающее давление со стороны валютных спекулянтов. Наконец, 2 марта 1999 г. произошла девальвация. В тот же самый день, не выдержав эффекта произведенного девальвацией, закрылось восемь коммерческих банков. Это положило начало полномасштабному финансовому кризису на внутреннем рынке. Спустя неделю, 11 марта, правительство было вынуждено объявить о замораживании депозитов во всей банковской системе. К середине 1999 г. на волне недовольства финансовым кризисом эквадорское правительство начало проявлять заметный интерес к официальной долларизации. В сентябре того же года состоялся дефолт по внешнему долгу, национальная валюта обесценилась на 70%, а ВВП сократился на 7%. В начале января 2000 г. на валютном рынке царил хаос, грозивший окончательным обвалом валютного курса и крахом экономики. В критической ситуации президент страны Хамиль Мауад объявил о предстоящей долларизации. Одного лишь объявления о намерениях оказалось достаточно, чтобы стабилизировать курс сукре. Он оставался стабильным, несмотря на общенациональные забастовки, военный переворот и приход 21 января к власти нового правительства во главе с бывшим вице-президентом. В марте 2000 г. президент Эквадора Густаво Нобоа подписал законопроект о замене национальной валюты на американский доллар. После его подписания группа кредиторов во главе с МВФ выделила Эквадору \$2 млрд. Эти средства планируется перечислить в течение трех лет для поддержки правительственной программы по перестройке экономики страны, основным пунктом которой является официальная долларизация. Началось снижение безработицы, процентные ставки уменьшились на 90%, из-за границы в банки вернулось \$600 млн. Внешний долг удалось реструктуризировать, инфляция в сукре упала до рекордной отметки. Полный переход Эквадора на доллар США произошел в сентябре 2000 г.

**Сальвадор.** Курс сальвадорского колона более полувека оставался зафиксированным к курсу доллара США на отметке 2,5 колона за доллар. В связи с наступлением гражданской войны в 1980-х гг. колон обесценился в несколько раз. В 1992 г. благодаря успешной экономической программе стабилизации курс удалось закрепить на уровне 8,75 колона за доллар. В 1995 г. правительство заявило о готовности перейти к валютному правлению, а затем – к доллару США. Однако под давлением оппозиции, которая подняла волну протеста против исчезновения колона как символа национальной суверенности, правительство было вынуждено отказаться от своих намерений. В июне 1999 г. президент Сальвадора Армандо Кальдерон покинул свой пост, оставив реализацию своих планов своему приемнику, Франсиско Флоресу, который сумел воплотить их в жизнь. Несмотря на официальную долларизацию, прошедшую в 2001 г., Центральный Резервный Банк Сальвадора не был расформирован, теперь его главной целью является «валютная интеграция и содействие стабильности и развитию финансовой системы»

**Перу.** В начале 1990-х гг. перуанская экономика пережила гиперинфляционную бурю и обесценение национальной валюты. С тех пор падение обменного курса продолжается. В итоге Перу характеризуется высокой неофициальной долларизацией (долларовые депозиты составляют 64% M2). Центральный Резервный Банк Перу намерен следить за процессом долларизации Латинской Америки.

**Страны Карибского бассейна.** В ряде стран Карибского региона доллар США уже используется центральными банками в качестве основной резервной валюты, а населением - как меры стоимости. Кроме того, Восточно-карибский валютный союз, Каймановы и Бермудские о-ва функционируют как валютные правления, где резервным активом выступает доллар США. Малый размер экономик стран Карибского региона, небольшой уровень денежного предложения и инфляции говорят о том, что

потенциальные издержки официальной долларизации для них могут быть невысокими. Однако более весомым аргументом в пользу долларизации являются не низкие издержки долларизации, а стремление стран Карибского бассейна к большей экономической интеграции с Соединенными Штатами.

\* \* \*

За два последних года официальная долларизация превратилась из туманной идеи в практический программу, ежедневно обсуждаемую в ряде развивающихся стран. Судя по всему, мы стоим в начале новой волны валютного объединения. Двадцатое столетие показало себя как время валютной дефрагментации. Всего несколько человеческих поколений назад в мире существовала небольшая группа независимых стран, которые придерживались фиксированного валютного курса к золоту или серебру. Международная валютная система была разделена на два больших валютных блока. Валютные кризисы если и происходили, то они носили локальный характер и не могли распространяться так широко как сейчас. С окончанием Первой мировой войны количество национальных валют непрерывно увеличивалось в tandem с ростом числа независимых государств. Теперь же мир стоит перед волной валютной консолидации, которая, по-видимому, вновь разделит международную валютную систему на несколько валютных блоков. Введение евро привело к рождению первого реального конкурента доллару США. Вслед за европейской интеграцией развивающиеся страны стали проявлять активнейший интерес к образованию региональных валютных объединений или присоединению к уже существующим валютным зонам. Официальная долларизация для них выступает одним из возможных стратегических вариантов дальнейшего экономического политики.

Таблица 5.

**Режимы денежно-кредитной политики в странах Центральной и Южной Америки,**  
по состоянию на июнь 2002 г.

Источник: составлено автором по данным национальных денежных властей.

Страна	Режим денежно-кредитной политики	Страна	Режим денежно-кредитной политики
<b>Центральная Америка</b>			
Антигуа	ВКВЗ	Доминиканская Респ.	ДТУК
Нидерландские Антильские о-ва	НКФК	Каймановы о-ва	ВП
Багамские о-ва	НКФК	Коста-Рика	ППВК
Барбадос	НКФК	Куба	НКФК
Белиз	НКФК	Никарагуа	ППВК
Бермудские о-ва	ВП	Панама	ОД
Британские виргинские о-ва	ОД	Пуэрто-Рико	ОД
Американские виргинские о-ва	ОД	Сальвадор	ОД
Гаити	ДТПК	Сент-Винсент и Гренадины, Сент-Кристофер-Невис-Ангилья	ВКВЗ
Гватемала	ДТУК**	Сент-Люсия	ВКВЗ
Гондурас	НВК	О-ва Тёркс и Кайкос	ОД
Гренада	ВКВЗ	Тринидад и Тобаго	НКФК
Доминика	ВКВЗ	Ямайка	ДТУК
<b>Южная Америка</b>			
Аргентина	ИТ*	Парагвай	ДТУК
Боливия	ППВК	Перу	ИТ
Бразилия	ИТ	Суринам	ДТУК
Венесуэла	НВК	Уругвай	НВК
Гайана	ДТПК	Фолклендские о-ва	ВП
Колумбия	ИТ	Чили	ИТ
Мексика	ИТ	Эквадор	ОД

**Таргетирование валютного курса:**

ППВК - Ползущая привязка валютного курса.

НВК - Наклонный валютный коридор.

НКФК - Неконвертируемая валюта с фиксированным курсом.

ВП - Валютное правление.

ВКВЗ - Восточнокарибская валютная зона с режимом валютного правления.

ОД - Официальная долларизация.

**Таргетирование денежного предложения:**

ДТПК - Таргетирование денежного предложения при независимо плавающем валютном курсе.

ДТУК - Таргетирование денежного предложения при управляемом плавании валютного курса.

**Таргетирование инфляции:**

ИТ - Таргетирование инфляции при независимо плавающем валютном курсе.

\* - с февраля 2002 г. осуществляется переход к таргетированию инфляции.