



# Долларизация и дедолларизация в Беларуси: формулирование повестки дня

---

**Дмитрий Крук, 2015**

BEROC Policy Paper Series, PP no.23

*Коды JEL:* E42, E44, E52, E58, E61

*Ключевые слова:* долларизация, дедолларизация, реальная долларизация, финансовая долларизация, долларизация расчетов, режим монетарной политики.

## **Введение**

После валютного шока 2014 г. в Беларуси экономические власти вновь объявили о кампании по дедолларизации экономики. Подобная кампания уже имела место в недавнем прошлом. В 2009 г. глава Нацбанка в то время П. Прокопович заявлял «Наша задача состоит в том, чтобы постепенно, в течение двух-трех лет, обеспечить такую работу, чтобы внутри страны потребность у населения была для проведения платежей и расчетов только в белорусских рублях... Мы должны жить с нашим белорусским рублем, жить так, чтобы глобальные финансовые кризисы меньше влияли на нас». То есть основной задачей дедолларизации объявлялось снижение турбулентности и уязвимости экономики к внешним шокам. Для решения поставленной задачи в 2009 г. Нацбанк существенно ограничил возможности расчетов в иностранной валюте на территории страны (путем прекращения выдачи новых лицензий на право осуществления расчетов в наличной иностранной валюте), задал импульс на снижение ставок по финансовым инструментам в иностранной валюте, а также запретил предоставление кредитов в иностранной валюте физическим лицам. Успехи политики дедолларизации образца 2009-2011 гг. были достаточно скромны: финансовые контракты в иностранной валюте продолжали

доминировать, а практика ценообразования в иностранной валюте и привязке к ней зарплат массово сохранялась в национальной экономике.

На фоне валютного кризиса 2011 г. практически все указанные меры по дедолларизации были пересмотрены. В мае 2011 г. Нацбанк существенно расширил сферу использования иностранной валюты на территории страны (во многих видах деятельности фирмы получили лицензии на принятие платежей в иностранной валюте). Кроме того, де-факто Нацбанк отказался от мер, направленных на снижение ставок по валютным депозитам. В результате с весны 2011 г. и вплоть до начала 2012 г. имела место четко выраженная тенденция роста соответствующих ставок. Пакет мер, реализуемый в 2011 г. был полной противоположностью мерам 2009 г. Но при этом обоснование проводимой политики осталось практически неизменным - снижение экономической турбулентности и уязвимости к шокам. Например, на тот момент зам. министра экономики А. Тур заявлял «Меры, связанные с расширением использования иностранной валюты, должны не только привести к корректировке состояния валютного рынка, но и в целом убрать разбалансированность в экономике».

Этот краткий исторический экскурс наглядно демонстрирует противоречивость феномена долларизации. Во-первых, не очевиден ответ на вопрос о том, благоприятна ли долларизация для экономики или же вредна. Во-вторых, важно понимать, что долларизация может проявляться в различных формах, последствия и причины которых разнятся. С этих позиций выработка успешной политики дедолларизации в качестве предпосылок предполагает формулирование для страны ответов на следующие вопросы: (i) целесообразна ли задача борьбы с долларизацией; (ii) с какими формами долларизации нужно бороться; (iii) каковы причины тех форм долларизации, которые определены в качестве «врагов», (iv) как взаимосвязаны между собой различные формы долларизации.

Данная аналитическая записка посвящена практическим аспектам проблемы долларизации в Беларуси и возможным мерам по дедолларизации. Во втором разделе систематизированы исходные характеристики феномена долларизации, выделены формы долларизации, их причины, последствия, а также сформулирована возможная проблема «ловушки долларизации». Третий раздел посвящен практике долларизации в Беларуси. В этом разделе продемонстрировано, что степень долларизации национальной экономики достаточно высока. Но, несмотря на это, страна имеет предпосылки для проведения автономной монетарной политики, а потому для Беларуси вполне уместно формулировать задачу по дедолларизации. В четвертом разделе сформулированы возможные стратегии политики по дедолларизации, с учетом тех препятствий, с которыми сталкивается страна в этой сфере. В пятом разделе приведено резюме основных выводов.

## **2. Феномен долларизации в национальной экономике**

### **2.1 Формы долларизации**

Долларизация преимущественно является уделом стран, классифицируемых как малые открытые экономики. В ряде случаев страны добровольно идут на долларизацию, то есть объявляют иностранную валюту законным средством обращения и платежа на своей территории (такое явление называют официальной долларизацией). В качестве подобных примеров можно привести Панаму, Эквадор, Черногорию, Андорру, Монако и др.

Более распространена ситуация вынужденной долларизации. В этом случае иностранная валюта проникает в отдельные сферы экономики страны не вследствие решения экономических властей о ее системном использовании, а вследствие поведения экономических агентов. В этом случае важно разделять формы долларизации, предопределяющие сферу использования и функции иностранной валюты на территории страны. Выделяют следующие формы долларизации:

1. Долларизация расчетов (долларизация платежей, валютное замещение) – иностранная валюта используется как средство обращения и платежа на территории домашней страны.
2. Реальная долларизация – ценообразование на товары и услуги и/или установление заработных плат происходит с привязкой к иностранной валюте.
3. Финансовая долларизация – финансовые контракты (кредиты и депозиты) номинируются в иностранной валюте.

Причины, а также последствия каждой из форм долларизации могут не быть однородны. Кроме того, взаимодействие различных форм долларизации между собой может также оказывать воздействие на монетарную среду.

### **2.2 Причины долларизации**

Самое простое объяснение все форм долларизации – «свежая» память высокой инфляции и/или девальвации национальной валюты (Ize&Yeyati, 2003). В случаях устойчиво высокой инфляции и/или девальвации «свежая память» трансформируется в «опыт систематических инфляционных и/или девальвационных штрафов». Сопутствующим объяснением для всех форм долларизации также являются низкое доверие к проводимой монетарной политике, высокие инфляционные и девальвационные ожидания (Ize, 2005). Другими словами, негативный опыт прошлого может переноситься и на будущее через ожидания экономических агентов.

В некоторых экономических исследованиях (в которых долларизация не является основным предметом анализа) причины всех форм долларизации могут ограничиваться вышеперечисленными. В профильных же исследованиях, посвященных исключительно

феномену долларизации, данные причины рассматриваются скорее как необходимые, но не достаточные условия.

Работы, посвященные реальной и финансовой долларизации, показывают, что долларизация ценообразования, зарплат, финансовых контрактов является равновесным состоянием поведения экономических агентов при определенных условиях (Ize&Parrado, 2006).

Например, различные подходы к моделированию финансовой долларизации сводятся к компромиссу: степень финансовой долларизации зависит, при прочих равных условиях, от степени волатильности (непредсказуемости) инфляции и реального обменного курса. Более волатильная инфляция (менее предсказуемая) обуславливает рост финансовой долларизации, и наоборот. Большая волатильность (меньшая предсказуемость) реального обменного курса снижает финансовую долларизацию, и наоборот (Ize&Yeyati, 2003). В качестве дополнительных причин финансовой долларизации иногда выделяют: степень открытости экономики, а также степень реальной долларизации (Ize&Parrado, 2006).

Факторы, которые определяют реальную долларизацию, отчасти схожи со случаем финансовой долларизации, но к этому перечню добавляются и специфические факторы (Ize&Parrado, 2006). Полный перечень таких факторов можно систематизировать следующим образом:

- Степень открытости экономики. Большая открытость (торговая и финансовая) способствует большей степени реальной долларизации.
- Размер экономики.
- Волатильность инфляции. Чем более неустойчива динамика цен, тем больше реальная долларизация.
- Волатильность реального обменного курса. Чем более непредсказуем реальный обменный курс, тем меньше реальная долларизация.
- Волатильность производительности (подверженность реальным шокам). Большая подверженность реальным шокам способствует росту долларизации заработных плат
- Взаимосвязь производительности с номинальным обменным курсом. Если негативный шок производительности сопровождается укреплением национальной валюты, то это приводит к росту долларизации, а если ее обесценением, то, наоборот, долларизация будет снижаться.
- Степень взаимосвязи между внутренними и внешними шоками. Чем в большей мере страна подвержена внешним системным шокам, тем в большей мере будут долларизироваться зарплаты.
- Иерархия целей монетарной политики ЦБ. Чем в большей мере ЦБ справляется с задачей нейтрализации реальных шоков, тем меньше долларизация и наоборот.

## 2.3 Последствия долларизации

Благоприятные последствия всех форм долларизации можно свести воедино формулировкой – обеспечение стабильности и предсказуемости для финансовых рынков домашней страны. При использовании иностранной валюты сделки становятся более предсказуемы и минимизируется риск потерь в благосостоянии (вследствие изменения номинальных переменных – цен, курсов, процентных ставок и т.п.). Поэтому поведение экономических агентов «защищено» от шоков, связанных с динамикой цен и/или обменного курса национальной валюты (или ожиданий таких шоков). Устойчивость в поведении экономических агентов, в свою очередь, является залогом стабильной и предсказуемой динамики на соответствующих рынках. Однако в этом контексте важна оговорка: эти преимущества актуальны, главным образом, для среды высокой инфляции (De Nicolo et al., 2005), то есть когда суверенная монетарная политика оказалась де-факто не в состоянии обеспечить стабильность финансовых рынков.

Именно соображением стабилизации ожиданий руководствуются страны, которые идут на официальную долларизацию. Однако обратная сторона медали такого решения – отказ от суверенной монетарной политики. То есть страна должна пожертвовать сеньоражем и возможностью пользоваться целым перечнем эффективных инструментов (т.е. инструментами монетарной политики) воздействия на экономическую динамику.

Перечень минусов долларизации более широк, но они отличаются в зависимости от формы долларизации. Для ситуации валютного замещения традиционно выделяют следующие негативные последствия:

- Часть спроса на наличную национальную валюту замещается иностранной. Это снижает подконтрольность наличного денежного обращения центральному банку (ЦБ). Соответственно снижается и эффективность воздействия инструментов ЦБ на наличное денежное обращение. Кроме того, возрастает вероятность неверных действий ЦБ в этой сфере, поскольку возникают трудности с оценкой и прогнозированием потребности экономики в наличных деньгах (Feige&Dean, 2002).
- Возможность использования наличной иностранной валюты способствует расширению теневой экономики, что ухудшает состояние государственных финансов (Feige&Dean, 2002).

Негативными последствиями реальной долларизации являются:

- Снижение эффективности инструментов монетарной политики: по мере роста реальной долларизации ЦБ должен все в большей мере усиливать монетарные стимулы для получения идентичного результата (Ize&Parrado, 2006). Например, центральный банк хочет простимулировать экономику посредством обесценения национальной валюты (рубля), то есть снизить цены экспорта в иностранной валюте (в долларах). Однако если ценообразование фирм предполагает привязку к доллару, то обесценение рубля автоматически приведет к пропорциональному

повышению рублевых цен, а долларové цены не изменятся. При полной долларизации ценообразования ЦБ утратит возможность влиять на конкурентоспособность через обменный курс (воздействовать на реальный обменный курс).

- Ослабление возможностей автоматических макроэкономических корректировок через номинальные переменные (цены, обменный курс). Например, избыточный спрос в экономике должен привести к росту цен и за счет него к корректировке реальной заработной платы. Однако рост цены обусловит и номинальное обесценение обменного курса. В случае, когда заработные платы привязаны к доллару его укрепление будет означать и автоматический рост рублевых зарплат. В результате реальная заработная плата не сократится.
- «Боязнь плавания». При долларизации цен они будут изменяться синхронно с обменным курсом. В этом случае воздействовать на реальную заработную плату через динамику цен (проводя стимулирующую политику) власти смогут при фиксированном обменном курсе. Наряду с соображениями ограничения валютного риска во внешней торговле это становится аргументом в пользу фиксированного обменного курса. Однако в рамках более продолжительного периода такие действия могут привести к переоценке национальной валюты.

Основные проблемы, связанные с финансовой долларизацией, обусловлены утратой прямого контроля ЦБ над частью широкой денежной массы (ее инвалютной составляющей). В результате, формируются следующие негативные последствия этой формы долларизации:

- Утрата автономии в монетарной политике, рост «цены» использования инструментов политики (Ize&Yeyati, 2003). Например, при увеличении предложения рублей и финансовой долларизации, через некоторое время часть этих рублей вернется в центральный банк через канал куплю-продажи иностранной валюты. Таким образом, центральный банк, вначале увеличив денежное предложение, впоследствии будет вынужден его сократить. При этом за пользование инструментами монетарной политики он будет вынужден «заплатить» потерями в золотовалютных резервах.
- Повышение чувствительности номинальных переменных (цен и обменного курса) к действиям ЦБ. Несмотря на то, что в вышеприведенном примере денежная база увеличится незначительно, широкая денежная масса (за счет долларовой составляющей) может вырасти более существенно, поспособствовав росту цен. В результате незначительный монетарный импульс может приводить к весьма ощутимому приросту номинальных переменных.
- Негативные внешние эффекты. Экономические агенты, имея эмпирический опыт высокой чувствительности номинальных переменных к действиям ЦБ, а также низкую степень автономности его политики, будут учитывать эти эффекты в формировании своих ожиданий. В результате инфляционные и девальвационные ожидания могут быть высоки и волатильны, даже если в определенные промежутки времени ЦБ чрезмерно консервативен в своей политике.

## 2.4 Политика дедолларизации и ловушка долларизации

Различные формы долларизации могут существовать как отдельно, так и одновременно. Например, вполне вероятной является ситуация, когда высокий уровень финансовой долларизации сосуществует с близкой к нулю реальной долларизацией (Ize&Parrado, 2006). Это может происходить в случае, если внутренние шоки производительности лишь незначительно связаны с внешними шоками, а центральный банк успешен в реализации политики сглаживания выпуска, допуская при этом ощутимые колебания в темпе инфляции (Ize&Parrado, 2006).

В случае доминирования одной формы долларизации рецепты борьбы с ней достаточно просты. Оптимальный путь – устранить базовые причины соответствующей формы долларизации, которые приведены выше. Альтернативный путь – использовать административные и репрессивные инструменты для противодействия долларизации. Однако фокусирование на таких инструментах может оказаться эффективным лишь для борьбы с долларизацией расчетов, которая «безобидна» по сравнению с другими формами долларизации.

Более распространена ситуация, когда различные формы долларизации тесно переплетаются друг с другом. Причем причинно-следственные связи в этом случае ощутимо усложняются, что сужает возможности политики дедолларизации (Ize&Yeyati, 2005).

Во-первых, борьба с одной формой долларизации может привести к прогрессированию другой формы. Для отдельных форм долларизации возможны противоречивые последствия в зависимости от иерархии целей монетарной политики при несовпадении целей стабилизации выпуска и обеспечения стабильной и низкой инфляции. Например, если безусловным приоритетом монетарной политики, при прочих равных условиях, является низкий и стабильный уровень инфляции, но такая политика не обеспечивает сглаживание выпуска, то поведение экономических агентов обусловит рост реальной долларизации. В случае если сглаживание выпуска происходит в ущерб ценовой стабильности, то такая политика ограничит рост реальной долларизации, но создаст предпосылки для роста финансовой долларизации (Ize&Parrado, 2006).

Во-вторых, одна форма долларизации может сама по себе способствовать развитию другой формы долларизации. Такая причинно-следственная связь характерна для реальной и финансовой долларизации: первая обуславливает развитие второй.

В конечном итоге такие взаимосвязи между различными формами долларизации могут порождать своего рода ловушку долларизации – устойчиво высокий уровень различных форм долларизации, их взаимодействие и отсутствие надежных «рецептов» по

дедолларизации. Например, можно представить следующий механизм попадания в ловушку долларизации. Рост корреляции внутренних и внешних реальных шоков обуславливает изначальный импульс роста реальной долларизации. При высокой корреляции внутренних и внешних шоков поле для маневра в реализации монетарной политики резко снижается: неэффективность политики в сглаживании выпуска порождает дальнейший рост реальной долларизации (Ize&Parrado, 2006). Кроме того, новый импульс реальной долларизации обуславливает и усиление противоречия между целями сглаживания выпуска и стабилизации инфляции, вынуждая монетарные власти ранжировать эти цели. Выбор в пользу стабильности инфляции приведет к дальнейшему прогрессу реальной долларизации<sup>1</sup>. Рост масштабов реальной долларизации сгенерирует и импульс роста финансовой долларизации.

Альтернативный выбор в монетарной политике – сглаживание выпуска в ущерб величине и стабильности инфляции – приводит к росту нестабильности инфляции и номинального обменного курса. Это раскручивает «маховик» финансовой долларизации (Ize&Yeyati, 2005) и может погрузить страну в инфляционно-девальвационную спираль, сопровождаемую дальнейшим ростом финансовой долларизации. Развитие финансовой долларизации порождает внешние эффекты, например, в виде роста инфляционных и девальвационных ожиданий. Последнее порождает порочный круг роста и финансовой, и реальной долларизации, и снижения эффективности монетарной политики.

Таким образом, вне зависимости от тактики монетарной политики (при несовпадении целей обеспечения низкой и стабильной инфляции и сглаживания выпуска), реальная и финансовая долларизация будут прогрессировать вплоть до ситуации полной долларизации, а монетарная политика лишится номинального якоря и полностью утратит свою эффективность (Ize&Parrado, 2006). Более того, появление систематических «инфляционных штрафов» добавит к этому набору еще и долларизацию расчетов. В конечном итоге, экономика может стать в полной мере долларизированной. Ограничить степень долларизации при таком развитии событий возможно лишь за счет административных инструментов, которые есть в распоряжении государства (запрет на использование иностранной валюты в качестве средства обращения, номинация заработных плат в национальной валюте в бюджетном секторе и на государственных предприятиях, искусственное повышение привлекательности финансовых инструментов в национальной валюте и т.п).

---

<sup>1</sup> Для обозначения подобной ситуации ловушки долларизации в качестве критерия можно использовать количественную оценку степени реальной долларизации (в первую очередь, долларизации заработных плат). Количественные критические значения для конкретной страны будут зависеть от степени корреляции внутренних и внешних шоков, а потому индивидуальны для каждой страны. При коэффициенте корреляции между внутренними и внешними шоками 0.5 (используется в качестве примера в работе Ize&Parrado (2006)) в качестве индикативного значения можно определить уровень реальной долларизации около 20% (то есть, заработной платы на 20% предопределена обменным курсом).

### **3. Политика дедолларизации и фундаментальный выбор для монетарной политики**

Принимаемые сегодня меры, классифицируемые как политика дедолларизации, во многом схожи с кампанией образца 2009 г. Пока эти меры направлены лишь на ограничение долларизации расчетов. Например, в фокусе постановления Нацбанка №47 «О некоторых вопросах использования иностранной валюты...» находится лишь эта форма долларизации. Единственное предложение, которое в рамках новой кампании затрагивало сферу реальной долларизации – «отвязка» арендных ставок от иностранной валюты, быстро было снято с повестки дня. Сфера же финансовой долларизации вообще не затрагивалась экономическими властями в контексте текущей кампании дедолларизации.

Борьбу исключительно с долларизацией расчетов вряд ли можно назвать полноценной политикой дедолларизации. На фоне широкого перечня проблем, которые создают реальная и финансовая долларизация, долларизация расчетов видится достаточно «безобидной». Она не обуславливает привязку номинальных переменных (цен, заработных плат) к иностранной валюте, не приводит к концептуальным изменениям в поведении экономических агентов и механизмах достижения экономического равновесия. С этой позиции, ее можно охарактеризовать как «долларизацию преимущественно формы, но не содержания» взаимодействия экономических агентов. Например, фирма, которую обязали принимать платежи в национальной валюте, но которая сохраняет ценообразование в долларах, выберет один из двух путей: (i) повысить рублевую цену, заложив в нее риски обменного курса или (ii) постоянно пересматривать цены в рублях в зависимости от динамики обменного курса.

Такая характеристика долларизации расчетов отнюдь не означает, что с ней не нужно бороться. Безусловно, снижение доли долларизированных расчетов благоприятно для монетарной среды (Ize&Yeyati, 2005). Однако даже успешное решение такой задачи при сохранении высокого уровня реальной и финансовой долларизации кардинально не улучшит монетарную среду. Вполне вероятно, что выгоды от дедолларизации расчетов (без реальной и финансовой дедолларизации), во многом будут нейтрализованы негативными последствиями – большей непредсказуемостью рублевых цен, снижением реального благосостояния (в случае, если в рублевые цены производителями станет закладываться дополнительная маржа как инструмент снижения риска обменного курса). Наконец, сомнительна и результативность этих мер. При сохранении реальной и финансовой долларизации, а также «систематическом инфляционном штрафе» стимулы к долларизации расчетов остаются достаточно сильными, а потому часть долларизированных расчетов может просто переместиться в теневой сегмент. Поэтому политику дедолларизации расчетов вполне может ожидать участь кампании 2011 г. и она

будет полностью свернута. В лучшем случае, она может остаться долгоиграющим красивым лозунгом, который не приводит к ощутимым изменениям в монетарной среде.

Полноценную политику дедолларизации в Беларуси стоит предварить диагностикой текущей ситуации, а также ответом на фундаментальный вопрос относительно того нужна ли Беларуси автономная монетарная политика в принципе (Ize&Yeyati, 2005), а также с учетом сложившегося уровня долларизации.

Диагностика текущей ситуации – первая предпосылка для успешной политики дедолларизации. Единственной формой долларизации, которую легко оценить количественно, является финансовая долларизация. Наиболее распространенной мерой финансовой долларизации является удельный вес валютных кредитов и депозитов. На основе этих показателей можно утверждать, что в последние годы в Беларуси сформировался устойчивый тренд роста<sup>2</sup> финансовой долларизации (см. рис.1).



**Рис. 1. Эволюция финансовой долларизации в Беларуси**

Количественно оценить реальную долларизацию и долларизацию расчетов непросто, а порой практически невозможно. Например, для измерения реальной долларизации статистические органы не в состоянии собрать, обработать и представить количественные показатели, характеризующие роль иностранной валюты в процессе ценообразования и установления заработной платы. На основании косвенных методов также практически невозможно оценить долю цен и заработных плат, которая привязана к иностранной валюте (то есть индексируются в соответствии с изменением курса) и в какой пропорции (например, к иностранной валюте может быть привязана не вся заработная плата

<sup>2</sup> В динамике финансовой долларизации обращает на себя внимание тот факт, что в период 2009-2011 (между двумя девальвациями) имело место разнонаправленное движение доли валютных кредитов и депозитов (первые снижались, вторые вели себя относительно стабильно). Наиболее вероятно, такая динамика отражает роль директивного кредитования в национальной экономике, а также негативный структурный сдвиг в восприятии и доверии к монетарной политике со стороны экономических агентов. Интенсификация директивного кредитования в этот период (такие кредиты, как правило, выдаются в национальной валюте) автоматически предопределила рост доли кредитов в рублях. Кроме того, смягчение монетарной политики и снижение доверия к ней вызвало и защитную реакцию – предъявление дополнительного спроса на рублевые кредиты при большей доле валютных депозитов.

работника, а лишь ее часть). Единственной возможностью сформировать общую картину реальной долларизации видятся опросы и выборочные обследования работников и фирм<sup>3</sup>.

Получить количественную оценку валютного замещения, то есть оценить запасы наличной иностранной валюты в обращении, несколько проще. Например, оценки общей картины могут быть получены на основе данных о ввозе-вывозе наличной иностранной валюты банками, данных платежного баланса, данных о наличной валюте в банках. Однако получение адекватной оценки требует, во-первых, анализа данных за достаточно длительный период (15-20 лет). Во-вторых, даже при таком подходе не удастся учесть все каналы чистого притока иностранной валюты в страну (например, за периметром прямого учета остается часть ввоза-вывоза иностранной валюты физическими лицами, движение иностранной валюты в рамках «серых» внешнеторговых сделок).

Поэтому на сегодня, к сожалению, можно оперировать лишь интуитивными оценками степени реальной долларизации и долларизации расчетов. В отношении долларизации расчетов это проблема не столь критична (примерная оценка может быть получена, а роль этой формы долларизации вторична для политики системной дедолларизации). В отношении же реальной долларизации наличие адекватной оценки достаточно важно, поскольку в противном случае высока вероятность выработки неверной политики и провала в ее реализации.

Вторая важная предпосылка политики дедолларизации – ответ на вопрос о ее целесообразности как таковой (Ize&Yeyati, 2005). Другими словами, необходимо определить что является лучшим выбором для Беларуси – автономная монетарная политика или официальная долларизация (в том числе в более мягких формах<sup>4</sup>)? В качестве основного критерия степени успешности автономной монетарной политики можно выдвинуть следующий: может ли автономная монетарная политика обеспечивать одновременно ценовую стабильность (как необходимое условия содействия экономическому росту) и краткосрочную стабилизацию выпуска и занятости.

Способность монетарной политики одновременно достигать две эти цели (исключать противоречие между ними) имеет большее значение для национальной экономики, а потому в экономической литературе для обозначения такой ситуации порой используется достаточно пафосный термин – «божественное совпадение» (Blanchard&Gali, 2005). Однако на практике «божественное совпадение» не всегда реализуемо. Основной причиной

---

<sup>3</sup> Однако и в этом случае нет гарантии получения объективной картины, поскольку роль иностранной валюты в ценообразовании и согласовании заработной платы может намеренно занижаться даже в анонимных опросах (не во всех случаях такая привязка имеет полностью легальный характер).

<sup>4</sup> В более мягкой форме альтернативу официальной долларизации можно интерпретировать как режим валютного комитета (де-факто смягченная форма официальной долларизации), что подразумевает полную привязку к какой-либо иностранной валюте и изменение денежного предложения ЦБ лишь посредством купли-продажи иностранной валюты.

невозможности его добиться считается реальная инерция, то есть негибкость реальных переменных (занятости, капитала, реальной заработной платы, реальной процентной ставки, реального обменного курса, и др. Blanchard&Gali, 2005). Среди причин реальной инерции можно выделить внутренние (например, особенности рынков труда и капитала) и внешние (т.е. обусловленные взаимодействием с внешним сектором). В контексте выбора между автономной и пассивной монетарной политикой (официальной долларизацией) логичными критериями видятся внешние факторы реальной инерции. Если они достаточно существенны и страна «обречена» на противоречия между максимизацией текущего благосостояния и содействием долгосрочному росту, то для нее более предпочтительным является пассивная монетарная политика вплоть до официальной долларизации. Если же внешние ограничения достаточно слабы и страна может добиться «божественного совпадения», то очевиден ее выбор в пользу автономной монетарной политики.

Наиболее важными внешними факторами реальной инерции и критериями для фундаментального выбора для монетарной политики являются:

- Размер экономики. Чем больше экономика, тем в большей мере страна может эффективно реализовывать автономную монетарную политику.
- Степень интенсивности взаимосвязей с внешним сектором. Чем меньше зависимость от внешнего мира через торговые, финансовые и другие каналы, тем проще стране реализовывать автономную монетарную политику, и наоборот<sup>5</sup>.

В Беларуси широко используется штамп о том, что страна является малой «во всех отношениях». И если в отношении экономического смысла термина «малая открытая экономика» - невозможность влиять на динамику мировых цен и процентных ставок – с такой классификацией можно согласиться, то в более широком смысле Беларусь «малость» Беларуси можно оспорить.

В контексте реальной долларизации характеристика размера экономики подразумевает то, насколько велика фактическая и потенциальная емкость внутреннего рынка данной страны, насколько производители готовы реализовывать индивидуальные стратегии ценообразования на этом рынке. Даже самая общая характеристика текущего размера экономики – ВВП (по данному показателю Беларусь заняла 67 место в мире в 2014 г.) –

---

<sup>5</sup> Например, Литва, Латвия, Эстония в свое время сделали однозначный выбор в пользу отказа от автономной монетарной политики, что в конечном итоге стало прологом их вступления в Еврозону. Аргументация в пользу такого выбора в терминологии долларизации может быть сформулирована следующим образом. Во-первых, в силу небольшого размера экономик, высокой степени открытости, а также тесной взаимосвязи со странами ЕС через мобильность труда и капитала, данные страны были бы изначально «обречены» на достаточно высокий уровень реальной долларизации (евроизации) при проведении активной монетарной политики. Во-вторых, по тем же причинам ситуация «божественного совпадения» не была бы актуальной для этих стран. Поэтому при проведении автономной монетарной политики достаточно высокими были бы шансы попадания в ловушку долларизации. Таким образом, автономная монетарная политика не сулила серьезных выгод. А вот отказ от автономной политики в случае стран Балтии был как раз таки сопряжен с дополнительными выгодами. Вступление в ЕС, а впоследствии и в Еврозону стало для них «локомотивом» экономического роста за счет фундаментальных факторов. Поэтому можно говорить о том, что в их случае отказ от автономной монетарной политики стал платой за «сцепление с локомотивом роста».

скорее позволяет отнести Беларусь к странам со средней емкостью рынка, масштабы которого достаточны для готовности производителей к индивидуальной стратегии ценообразования. Для измерения потенциальной емкости рынка более подходящим индикатором является количество населения. По этому показателю Беларусь сопоставима с такими странами как Швеция, Швейцария, Израиль, Чехия, Венгрия, и ощутимо превосходит Норвегию, Болгарию, Сербию, Сингапур, Новую Зеландию. Каждая из перечисленных стран проводит автономную монетарную политику и преимущественно весьма успешно. Поэтому, по критерию размера Беларусь вполне может претендовать на проведение автономной монетарной политики.

По критерию степени взаимосвязей с внешним миром ситуации неоднозначна. Если степень открытости измерять посредством одноименного индекса (доля внешней торговли в ВВП), то национальную экономику следует охарактеризовать как очень открытую (27-ое место в мире по среднему значению индекса открытости за 2004-2013 гг.). Кроме того, снятие ограничений на движение труда в рамках Таможенного союза с Россией и Казахстаном, повысило реальную инерцию в заработной плате для Беларуси. Эмпирическим подтверждением этого факта является ситуация на рынке Беларуси в 2012-2013 гг. После валютного кризиса реальная заработная плата резко снизилась. Однако это породило большой отток трудовых мигрантов, который стал ключевым фактором последующего быстрого роста реальной заработной платы в стране. Вместе с тем, стоит отметить, что в последние полгода на фоне российского кризиса и снижения реальных зарплат в России этот канал существенно ослаб.

Безусловно, такие внешние взаимосвязи заведомо делают неизбежным определенный уровень реальной долларизации в Беларуси (некоторые цены полностью или частично будут привязаны к иностранной валюте). Поэтому высокая степень открытости является наиболее сильным аргументом в пользу пассивной монетарной политики, вплоть до официальной долларизации.

Однако и этот аргумент можно оспорить. Во-первых, в контексте подверженности реальной долларизации видится вполне оправданным исключить из индекса открытости около 70% импорта сырой нефти (то есть ту ее часть, которая используется для последующего экспорта нефтепродуктов) и экспорт нефтепродуктов<sup>6</sup>. При таком подходе, по индексу открытости Беларусь вновь становится сопоставима со странами, которые вполне успешны в проведении автономной монетарной политики (Швеция, Швейцария,

---

<sup>6</sup> Схема торговли нефтью и нефтепродуктами построена таким образом, что преимущественно зависит от политических договоренностей по объемам и ценам поставок (относительно рыночного уровня), тогда как роль белорусской добавленной стоимости в ней достаточно мала. Поэтому она априори слабо чувствительна к внутренним номинальным переменным (обменному курсу, процентным ставкам, заработным платам), и, в свою очередь, не оказывает существенного влияния на эти номинальные переменные (при неизменных объемах и дисконте к рыночной цене при поставках).

Южная Корея, Болгария, Сербия). Во-вторых, торговая открытость в Беларуси сочетается с достаточно низкой степенью зависимости от частных потоков капитала. Также можно говорить о том, что мобильность капитала в случае Беларуси достаточно низка. Поэтому проблема реальной инерции для процентной ставки в Беларуси мало актуальна.

В целом, критерий открытости оставляет поле для маневра в вопросе об автономности монетарной политики и не дает оснований для однозначных утверждений.

Исходя одновременно из обоих критериев ситуацию Беларуси можно охарактеризовать как близкую к пограничной. Потенциально в стране может быть реализован как сценарий официальной долларизации, так и полностью автономной монетарной политики. Выбор в пользу пассивной политики, однако, не обуславливает каких-то дополнительных выгод, как например, «сцепление с локомотивом роста» у стран Балтии. Отказ от сеньоража и набора эффективных инструментов экономической политики может быть лишь продиктован «логикой от обратного» – неумением пользоваться этими инструментами. Поэтому выбор в пользу автономной монетарной политики можно считать вполне оправданным. Однако с учетом обозначенных выше фундаментальных ограничений, а также фактической ловушки долларизации, в которую, вероятно, попала Беларусь, такой выбор подразумевает очень высокую степень ответственности в реализации монетарной политики. Прогрессирование ловушки долларизации грозит в будущем привести к вынужденному отказу от автономной политики. Единственным способом разорвать порочный круг «рост реальной и финансовой долларизации – снижение эффективности монетарной политики – рост реальной и финансовой долларизации» видится лишь изменения в режиме монетарной политики наряду с активными вспомогательными мерами по дедолларизации.

#### **4. Возможные стратегии политики дедолларизации**

Приведенные выше соображения позволяют в качестве исходных предпосылок для выработки политики дедолларизации выделить следующие:

1. Беларусь нацелена на проведение автономной монетарной политики.
2. Уровень долларизации расчетов относительно высок.
3. Уровень финансовой долларизации чрезмерно высок.
4. В отношении масштаба реальной долларизации отсутствует ясность<sup>7</sup>.
5. Вероятно, в последние полгода (на фоне валютного кризиса и вхождения в рецессию) масштаб реальной долларизации снизился.
6. Имеющаяся реальная инерция обуславливает наличие противоречия между целями стабилизации выпуска и стабильной и низкой инфляции.

---

<sup>7</sup> На интуитивном уровне можно предполагать, что уровень реальной долларизации достаточно высок и Беларусь уже находится в ловушке долларизации.

7. Корреляция внутренних и внешних (российских) шоков достаточно высока. Это снижает поле для маневра в выборе режима монетарной политики.

Важное значение в формулировании политики дедолларизации имеют оценки реальной долларизации и ее динамика в последнее время (пп.4-5), что также влияет на степень реальной инерции (п.6).

Если предположить наиболее благоприятную ситуацию – степень реальной долларизации достаточно низка (снизилась на фоне российского кризиса), что также обуславливает слабую степень противоречивости между целями стабилизации выпуска и стабильной и низкой инфляции, то рецепт дизайна политики дедолларизации наиболее очевиден. Главной мерой политики по дедолларизации в этом случае логично определить переход на такой режим монетарной политики, который бы стабилизировал инфляцию, повышая волатильность обменного курса (Ize&Yeyati, 2003). Кроме того, важно чтобы такой режим политики позволял центральному банку сглаживать выпуск. При заданных предпосылках таким условиям в наибольшей мере удовлетворяет режим таргетирования инфляции. В качестве вспомогательных мер могут использоваться административные меры по дедолларизации, а также меры институциональной политики по снижению реальной инерции. Кроме того, при ситуации близкой к ловушке долларизации, изменения режима политики может быть недостаточно для дедолларизации, или могут иметь место сопутствующие препятствия для оперативного изменения режима политики (Ize, 2005). В этом случае, дополнительными мерами по дедолларизации могут также стать институциональные реформы, снижающие издержки банкротства (для избегания «боязни плаванья»); стимулирование использования на промежуточном этапе индексируемой по динамике цен величины для привязки ряда цен, тарифов, ставок и т.п. в качестве альтернативы иностранной валюты (Ize, 2005). В результате **сценарий 1** политики по дедолларизации предполагает следующую последовательность действий:

1. Переход к режиму таргетирования инфляции. Стратегия этого режима по определению основана на обеспечении стабильной и низкой инфляции. При введенных предпосылках одновременно будет обеспечиваться и стабилизация выпуска и занятости. Следовательно, одновременно будут ликвидированы предпосылки как для финансовой, так и реальной долларизации.
2. Вспомогательные административные меры по реальной дедолларизации: «отвязка» всех формально и неформально долларизированных внутренних составляющих издержек: заработной платы, налогов и сборов, арендных платежей и т.п.
3. Вспомогательные административные меры по дедолларизации расчетов: сужение сферы легального обращения наличной иностранной валюты.
4. Институциональные меры по снижению издержек от процедуры банкротства для отдельных фирм.
5. Стимулирование использования на промежуточном этапе в качестве базы для цен, тарифов, ставок традиционно привязанных к доллару, величины, индексируемой по внутренним ценам (например, базовой величины).

6. Меры, направленные на сокращение степени реальной инерции за счет внутренних факторов (повышение внутренней мобильности трудовых ресурсов, гибкость в механизмах установления заработной платы).

Реализация таких мер обусловит формирование замкнутого благоприятного цикла, который поспособствует снижению инфляционных ожиданий и повышению степени доверия к национальной валюте.

Результатом политики при таком сценарии станет ощутимое снижение финансовой долларизации, но при сохранении определенного уровня реальной долларизации (обусловленного внешними взаимосвязями). Поэтому новое равновесие может остаться достаточно уязвимым, например, на фоне серьезных внутренних или внешних шоков. Для сохранения достигнутого статус-кво в этом сценарии важно не отклониться от оптимальной монетарной политики и не допустить усиления реальной инерции.

Эффективность сценария 1 сомнительна, если Беларусь уже находится в ловушке долларизации. Кроме того, препятствием для сценария 1 может быть высокая степень противоречивости между целями монетарной политики. При таких обстоятельствах, введение режима таргетирования инфляции может привести к снижению финансовой долларизации, но при сопутствующем росте реальной долларизации<sup>8</sup>. Поэтому одновременное снижение реальной и финансовой долларизации невозможно. В этом случае стратегия политика дедолларизации может заключаться в последовательной борьбе с отдельными формами долларизации. Исходя из причинно-следственных связей между отдельными формами долларизации, первым объектом противодействия должна стать реальная долларизация. В этом случае, общую схему и последовательность действий можно представить следующим образом (**сценарий 2**):

1. Монетарная политика фокусируется на стабилизации выпуска, пренебрегая (до разумного предела<sup>9</sup>) соображениями низкой и стабильной инфляции. За счет этого необходимо минимизировать уровень реальной долларизации.
2. Нестабильная инфляция породит новый виток роста финансовой долларизации. Осознавая это, на период борьбы с реальной долларизацией, экономические власти могут не препятствовать и даже способствовать финансовой долларизации исходя из мотива обеспечения стабильности на финансовых рынках. На этом этапе важно обеспечить сопоставимые доли валютных кредитов и депозитов, для ограничения валютного риска банковской системы.
3. Для избегания будущей турбулентности, период высокой финансовой долларизации должен протекать в условиях равновесного уровня реального

---

<sup>8</sup> Контраргументом может быть способность государства административно ограничить, по крайней мере, долларизацию заработных плат. В этом случае (а тем более, в случае возможности административно сдерживать и долларизацию заработных плат и цен) имплементация режима таргетирования инфляции в качестве основной меры политики дедолларизации будет сохранять свою эффективность: финансовая долларизация будет сокращаться, а рост реальной долларизации подавляться административными инструментами.

<sup>9</sup> Подразумевается, что ориентация исключительно на сглаживание выпуска сохраняется, если инфляция (по абсолютной величине и волатильности) остается в рамках приемлемых значений, которые не формируют системной угрозы для финансового рынка страны.

обменного курса и устойчивой позиции (в соответствии с долгосрочным равновесным уровнем) текущего счета платежного баланса. Кроме того, для успешного прохождения этого этапа важным фактором может стать высокий уровень золотовалютных резервов.

4. Институциональные меры по снижению издержек от процедуры банкротства для отдельных фирм.
5. Стимулирование использования на промежуточном этапе в качестве базы для цен, тарифов, ставок традиционно привязанных к доллару величины, индексируемой по внутренним ценам (например, базовой величины).
6. Вспомогательные административные меры по реальной дедолларизации: «отвязка» всех формально и неформально долларизированных внутренних составляющих издержек: заработной платы, налогов и сборов, арендных платежей и т.п.
7. Вспомогательные административные меры по дедолларизации расчетов: сужение сферы легального обращения наличной иностранной валюты.
8. Переход на режим таргетирования инфляции. После минимизации уровня реальной долларизации можно ожидать снижения степени противоречия между целями монетарной политики. Поэтому таргетирование инфляции будет способствовать снижению реальной долларизации без роста реальной долларизации.

При успешной реализации такого сценария политики его последствия будут идентичны сценарию 1. Однако такой сценарий достаточно рискован: (i) необходимо выполнить ряд предварительных условий (например, достижение внешнего равновесия, накопление значимого объема золотовалютных резервов), (ii) на переходном этапе (высокой финансовой долларизации) достаточно уязвим банковский сектор, что может обусловить вероятность полномасштабного финансового кризиса, (iii) кредитно-финансовая система на переходном этапе будет чувствительна ко всем прочим внутренним и внешним шокам. Другими словами, имеется вероятность того, что меры по дедолларизации станут одним из катализаторов новой ловушки долларизации наряду с ухудшением благосостояния. При наихудшем сценарии и несоблюдении указанных предпосылок, политика дедолларизации может привести к финансовому и последующему экономическому кризису, обернувшись усилением реальной и финансовой долларизации.

В случае если предпосылки первой стратегии не соответствуют действительности, а вторая стратегия видится необоснованно рискованной, то сценарий 3 политики дедолларизации может быть основан на целенаправленном ограничении корреляции между внутренними и внешними шоками (п.7 в перечне предпосылок). Как правило, степень корреляции внутренних и внешних шоков рассматривается как заданный параметр. Однако посредством институциональной политики он может изменяться. Например, в качестве предварительной задачи политики дедолларизации можно определить снижение такой корреляции. Мерами по решению такой задачи могут стать: (i) стимулирование географической диверсификации экспорта и импорта, (ii) стимулирование роста доли добавленной стоимости в экспорте (за счет изменения продуктовой корзины), (iii) ограничение международной мобильности труда и капитала. Реализация каждой из этих

мер и в целом задачи ограничения корреляции внутренних и внешних шоков затребует достаточно продолжительного времени. Однако такой путь может оказаться единственным реалистичным для эффективной дедолларизации национальной экономики. **Сценарий 3** может быть реализован посредством следующих мер:

1. Снижение корреляции внутренних и внешних шоков.
2. Введение режима таргетирования инфляции.
3. Вспомогательные административные меры по реальной дедолларизации и дедолларизации расчетов.
4. Институциональные меры по снижению издержек от процедуры банкротства для отдельных фирм.
5. Стимулирование использования на промежуточном этапе в качестве базы для цен, тарифов, ставок традиционно привязанных к доллару величины, индексируемой по внутренним ценам (например, базовой величины).
6. Меры, направленные на сокращение степени реальной инерции за счет внутренних факторов.

## **5. Выводы**

Для Беларуси все формы долларизации являются насущной проблемой. Поэтому долларизация в целом уже стала системным вызовом для монетарной среды, снижая эффективность монетарной политики. Вполне вероятно, что Беларусь уже находится в ловушке долларизации (более определенный ответ на этот вопрос можно получить оценив уровень реальной долларизации). В случае ловушки долларизации, уровень реальной и финансовой долларизации сохраняется устойчиво высоким, может иметь тенденцию к росту при негативных шоках, а эффективность отдельных мер по дедолларизации низка. Одновременно утрачивает свою эффективность и монетарная политика. В конечном итоге это может привести к вынужденному решению о валютном комитете/официальной долларизации.

По фундаментальным характеристикам экономики и монетарной среды Беларусь вполне может ориентироваться на проведение автономной монетарной политики. Однако в этом случае целенаправленная дедолларизация должна стать одним из безусловных приоритетов экономической повестки дня. Для выбора верной стратегии дедолларизации важной предпосылкой является получение достоверной оценки уровня реальной долларизации. Такая задача может быть решена в рамках обследований и опросов предприятий реального сектора экономики. Если долларизация заработных не достигает критических значений, то это является основанием для реализации сценария дедолларизации, основанного на трансформации режима монетарной политики. В противном случае, возможности политики дедолларизации будут ограничены. Реалистичными становятся лишь сценарий последовательной борьбы с реальной, а затем с финансовой долларизацией, а также сценарий целенаправленного ограничения

корреляции внутренних и внешних шоков. Эти сценарии расширят перечень и усилят масштаб негативных последствий политики деддолларизации. Кроме того, реализация этих сценариев требует выполнения ряда предпосылок (достижение внешнего равновесия, высокий уровень золотовалютных резервов). Наконец, реализация таких сценариев затребует длительных периодов времени.

## **Литература**

Blanchard, O., Gali, J. (2007) 'Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model', *Journal of Money, Credit, and Banking*, 39, s1, pp. 35-65.

De Nicolo, G., Honohan, P., Ize, A. (2005) 'Dollarization of Bank Deposits: Causes and Consequences', *Journal of Banking and Finance*, 29, 7, pp. 1697-1727.

Feige, E., Dean, J. (2002) 'Dollarization and Euroization in Transition Countries: Currency Substitution, Asset Substitution, Network Externalities and Irreversibility', in Volbert, A., Melitz, J. & Furstenberg G.M. (eds) (2002) *Monetary Unions and Hard Pegs: Effect on Trade, Financial Development and Stability*, Oxford, Oxford University, pp.303-320.

Ize, A. (2005) 'Financial Dollarization Equilibria: A Framework for Policy Analysis', International Monetary Fund, Working Paper No. 05/186.

Ize, A., Parrado, E. (2006) 'Real Dollarization, Financial Dollarization, and Monetary Policy', Central Bank of Chile, Working Paper No. 375.

Ize, A., Yeyati, E.L. (2005) 'Financial De-Dollarization: Is It for Real?', International Monetary Fund, Working Paper No. 05/187.

Ize, A., Yeyati, E.L. (2003) 'Financial Dollarization', *Journal of International Economics*, 59, 2, pp. 323-347.