



Polish aid



ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
ЦЕНТР ИПМ

исследования · прогнозы · мониторинг

Исследовательский центр ИПМ

Серия «Аналитические записки»

Влияние долларизации на возможности монетарной политики в Беларуси

Минск

Данная публикация выходит в рамках проекта «Аналитическая поддержка монетарной политики, направленной на обеспечение макроэкономической стабилизации как необходимого условия для проведения рыночных реформ в Беларуси», реализуемого CASE Belarus. Совместное финансирование этого проекта осуществляется в рамках программы польской помощи для заграницы Министерства иностранных дел еспублики Польша в 2010 г. (www.polskapomoc.gov.pl).

Данная публикация представляет исключительно мнение автора, которое может не совпадать с официальной позицией Министерства иностранных дел Республики Польша и CASE Belarus.

Влияние долларизации на возможности монетарной политики в Беларуси

Данная работа посвящена явлению долларизации, которое присуще многим переходным странам. Довольно часто долларизацию рассматривают в качестве одного из факторов, усиливающих предрасположенность страны к финансовым потрясениям. Считается, что долларизация ограничивает возможности монетарной политики и делает опасным проведение валютных интервенций. Кроме того, долларизация вносит дополнительные диспропорции в экономику, обуславливая ряд вызовов для экономической политики. Вместе с тем, в качестве положительной стороны долларизации можно считать, что она позволяет избежать инфляционного финансирования, а потому укрепляет стабильность финансовой системы. В большинстве современных исследований основное внимание уделяется явлению финансовой долларизации. Мы показываем, что в случае Беларуси, также заслуживает внимания реальная долларизация и валютное замещение (в наличной сфере), поскольку они тесно связаны с финансовой долларизацией. Поэтому, в первую очередь, мы акцентируем внимание на том, что политика дедолларизации должна быть направлена на устранение концептуальных предпосылок финансовой долларизации, таких как реальная долларизация и валютное замещение. Также в работе рассматриваются факторы финансовой долларизации, которые ей способствуют при взаимодействии экономических агентов на кредитно-депозитном рынке. К таким факторам, как правило, относят максимизацию волатильности доходности, минимизацию кредитного риска, а также максимизацию доходов от возможностей, предоставляемых экономической помощью государства или гарантиями по депозитам. В работе показано, что в предкризисный период был создан ряд предпосылок для проведения политики по дедолларизации, а последующее снижение уровня финансовой долларизации, в свою очередь, внесло существенный вклад в рост стабильности в белорусской финансовой системы. Вместе с тем, в кризисный период внешние условия существенно ухудшились, усиливая предпосылки для роста долларизации. В этом случае более логичным приоритетом представляется обеспечение стабильности кредитно-финансовой системы, чему может повредить активная политика по дедолларизации. Наконец, в работе показано, что прямые меры, направленные на снижение уровня финансовой долларизации, в большинстве случаев менее эффективны, чем меры по повышению доверия к проводимой монетарной политике

1. Введение

Долларизация является достаточно распространенным явлением среди развивающихся и переходных стран. Как правило, она возникает вслед за периодом высокой инфляции и/или девальвации. С этой позиции долларизацию можно трактовать как следствие слабой монетарной политики в предыдущие периоды. Среди достоинств долларизации обычно выделяют ее стабилизирующее воздействие на финансовую систему, поскольку поддержание активов в иностранной валюте рассматривается экономическими агентами в качестве условия надежности сбережений. Кроме того, высокий уровень долларизации может рассматриваться в качестве мотива для центрального банка избегать проведения чересчур мягкой монетарной политики, следствием которой может стать высокий уровень инфляции. В таком случае, девальвация косвенным образом влияет на снижение давления на платежный баланс, а также снижается вероятность валютного кризиса. Кроме того, в такой ситуации, вероятно, будет иметь место тенденция снижения номинальных процентных ставок. В целом такие последствия будут благотворно сказываться на темпах долгосрочного экономического роста. С другой стороны, сама по себе долларизация автоматически означает снижение спроса на национальную валюту, поскольку предполагает замещение активов в национальной валюте активами в иностранной валюте. Последствиями снижения спроса на национальную валюту являются частичная потеря сеньоража и возможностей проведения автономной монетарной политики центральным банком. Поэтому в качестве благоприятного явления долларизация (евроизация) может рассматриваться малыми странами, для которых роль автономной монетарной политики существенно нивелируется. В крайних случаях, такие страны могут в одностороннем порядке принимать иностранную валюту в качестве законного средства обращения на своей территории, де-факто вводя режим именуемый официальной долларизацией. Однако если страна хочет сохранить автономную монетарную политику в качестве инструмента по воздействию на экономику, то процесс долларизации в целом следует рассматривать как негативный, который, вместе с тем, может обладать рядом краткосрочных позитивных эффектов.

Для Беларуси проблема долларизации является актуальной с 90-х годов. В 2002-2006 гг. наблюдался ярко выраженный тренд снижения финансовой долларизации. Позднее, в 2007-2008 гг. уровень долларизации стабилизировался при достаточно незначительных колебаниях. С началом развития финансового кризиса в Беларуси, и, особенно после проведения девальвации национальной валюты в начале 2009 г., он резко возрос (уровень долларизации депозитов, например, превысил 50%). В связи с этим Национальный банк Беларуси (НББ) в начале 2009 года заявил о проведении политики дедолларизации. На начальной стадии, меры по дедолларизации сводились преимущественно к ужесточению расчетов в иностранной валюте между резидентами и рекомендациями банкам по снижению процентной ставки по валютным депозитам¹. При этом активизация мер по дедолларизации многими объяснялась существенным дефицитом иностранной валюты на внутреннем рынке. Позднее, острота проблемы снизилась, однако, НББ продолжил акцентировать внимание на необходимости дедолларизации и расширил перечень используемых для этого инструментов. С августа было запрещено предоставление кредитов в иностранной валюте физическим лицам, что автоматически сократило показатель долларизации банковских активов. Затем НББ ограничил возможности использования иностранной валюты в сделках между резидентами. Например, были запрещены: предоставление займов в иностранной валюте нефинансовыми организациями; лизинговые платежи в иностранной валюте, в случае, если предметом лизинга является техника, произведенная в Беларуси; платежи в иностранной валюте за ценные бумаги номинированные в такой валюте; платежи населения в иностранной валюте за пользование средствами наземного и воздушного транспорта; платежи физических лиц – нерезидентов за предоставляемые образовательные услуги и т.п. НББ подчеркивал, что посредством данных мер планирует стимулировать спрос на национальную валюту, который существенно сократился в 2009 г.

¹ Наряду с этим, НББ уделял внимание организации платежей по внешнеторговым сделкам в национальных валютах торговых партнеров. Последняя проблема выходит за рамки анализа долларизации для отдельной страны и, скорее, должна рассматриваться в глобальном масштабе в тесной связи с анализом перспектив американского доллара в качестве мировой валюты. Поскольку данный вопрос связан с глобальным контекстом, то он не рассматривается в данной аналитической записке.

Вместе с тем, на данный момент эффективность мер политики по дедолларизации представляется весьма сомнительной, поскольку все индикаторы долларизации, особенно в банковском секторе, остаются практически неизменными. Кроме того, ряд негативных тенденций в белорусской финансовой системе, например, замедление темпа роста совокупных депозитов населения, как раз таки отчасти могут быть косвенными последствиями активной политики по дедолларизации. Поэтому, анализ долларизации и изучение возможностей политики дедолларизации в Беларуси представляется одной из важных задач, обеспечивающих проведение эффективной монетарной политики.

В данной работе рассматриваются источники происхождения долларизации в Беларуси и наилучшие меры политики дедолларизации, с учетом внешней конъюнктуры. Во втором разделе рассматриваются формы долларизации, их взаимосвязь, и, в частности, различия и взаимосвязи между валютным замещением и финансовой долларизацией. Третий раздел посвящен исключительно финансовой долларизации: факторам, обуславливающим ее возникновение и устойчивость; ограничениям для монетарной политики, которые она порождает. В четвертом разделе рассматриваются возможные меры политики по дедолларизации, их целесообразность и своевременность, а также анализируется эффективность использования отдельных инструментов политики для снижения уровня долларизации. В пятом разделе представлены основные выводы и рекомендации.

2. Долларизация: ее формы, взаимосвязи, последствия

2.1. Формы долларизации

В последние годы большинство работ, посвященных долларизации, преимущественно фокусируются на финансовой долларизации, то есть на долларизации финансовых контрактов (кредиты, депозиты и пр.). Однако данная форма долларизации не является единственно возможной и может сосуществовать с другими формами долларизации. Среди них необходимо отметить реальную долларизацию, то есть номинирование в иностранной валюте цен и заработной платы, а также валютное замещение (использование иностранной наличной валюты вместо национальной). Каждая из форм долларизации тесно связана с одной из функций денег. Например, реальная долларизация ассоциируется с функцией денег в качестве меры стоимости, валютное замещение – с деньгами как средством обращения, а финансовая долларизация – с деньгами как средством накопления. Любая из форм долларизации потенциально может доминировать в экономике, в то время как проявление долларизации в других формах и взаимодействие между формами долларизации могут быть довольно слабыми. Вместе с тем, одна из форм долларизации может обуславливать развитие другой, и различные формы могут взаимно дополнять друг друга. При выработке мер по дедолларизации представляется необходимым четко прояснить какая из форм долларизации является препятствием для достижения тех или иных целей, и в чем состоит негативный эффект воздействия данной формы долларизации.

Реальную долларизацию можно рассматривать как неблагоприятный фактор с точки зрения эффективности монетарной политики, поскольку воздействовать напрямую на цены и заработную плату, номинированные в иностранной валюте, посредством инструментов монетарной политики не представляется возможным. Вместе с тем, в случае реальной долларизации можно говорить о большей устойчивости относительных цен и заработной платы, а также о их большей согласованности с реальными переменными (величина спроса, производительность труда и пр.). Если же относительные цены и их связь с реальными показателями подвержены систематическим номинальным шокам, то это может обуславливать ряд диспропорций в экономике и снижение эффективности распределения ресурсов. Поэтому с данной позиции в качестве благоприятного эффекта реальной долларизации можно рассматривать потенциальное воздействие на более эффективное распределение ресурсов.

Попытки количественной оценки уровня реальной долларизации редко эффективны, поскольку отсутствуют соответствующие экономические показатели. Практически ни в одной стране официальная статистика не представляет данных о доле цен и заработной платы, номинированных в иностранной валюте. Несмотря на трудности с объективной оценкой реальной долларизации, на основании косвенных оценок можно

говорить лишь об ограниченном проявлении реальной долларизации в развивающихся странах (Ize, Parrado (2006)), за исключением случаев официальной долларизации. Наиболее простым объяснением ограниченности реальной долларизации могут являться, как правило, имеющие место в большинстве стран законодательные ограничения на использование иностранной валюты в качестве валюты измерения цен и заработной платы. Применительно к Беларуси, дополнительным аргументом в пользу тезиса об ограниченности реальной долларизации может также являться доминирование бюджетного сектора и государственных предприятий в обеспечении занятости, которые практически лишены возможностей и стимулов по использованию иностранной валюты в качестве меры стоимости. Вместе с тем, доля иностранных компаний, которые потенциально могут стремиться номинировать заработные платы своих сотрудников в иностранной валюте, относительно мала.

Еще одна форма долларизации проявляется в случае замещения национальной валюты иностранной валютой в качестве средства обращения. На практике это выражается в замене наличной национальной валюты иностранной. В отношении данной формы долларизации также сохраняется проблема ее адекватного количественного измерения, поскольку довольно сложно точно оценить объем наличной иностранной валюты, находящейся в обращении в стране. Если же масштабы валютного замещения довольно велики, то можно говорить о том, что официальный показатель спроса на наличные деньги (М0), включающий только национальную валюту, не в полной мере отражает процессы, происходящие в наличном денежном обращении. В таком случае, более корректным представляется показатель совокупного спроса на наличные деньги, включающий, как спрос на национальную, так и иностранную валюты. Игнорирование последнего, по крайней мере, вследствие отсутствия данных, может приводить к ошибочным оценкам спроса на деньги в экономике. Feige and Dean (2002) показывают, что отсутствие учета эффекта валютного замещения может приводить к ошибочным выводам при выработке мер экономической политики. Данные авторы показывают, что эффект валютного замещения может быть достаточно широким и оказывать воздействие не только на возможности монетарной политики, но и искажать всю макроэкономическую статистику, например, способствуя расширению теневого сектора экономики. Проведение сделок с использованием иностранной валюты сокращает издержки на уклонение от налогов, и, следовательно, способствует уходу экономической активности в теневой сектор. Кроме того, Feige and Dean (2002) показывают, что данный эффект может приводить к ослаблению возможностей правительства по перераспределению ресурсов частного сектора экономики и приводить к увеличению фискального дефицита. Оценки масштабов валютного замещения в данной работе свидетельствуют о том, что эффект валютного замещения в наибольшей мере присущ странам с переходной экономикой. Несмотря на то, что эти оценки являются во многом устаревшими на сегодняшний день, они демонстрируют, что валютное замещение может быть доминирующей формой долларизации и превышать масштабы финансовой долларизации. Поэтому такую форму долларизации и опасность ее возникновения нецелесообразно исключать при анализе переходных стран.

Наиболее распространенной формой долларизации является финансовая долларизация, которая отражает номинацию финансовых контрактов в иностранной валюте. Как правило, ее измеряют либо со сторон банковских активов, то есть через удельный вес кредитов, номинированных в иностранной валюте, либо же со стороны пассивов, то есть через долю депозитов в иностранной валюте. Сама по себе финансовая долларизация существенно ограничивает возможности монетарной политики, сужая объем денежной массы в национальной валюте в отношении к широкой денежной массе. В наихудшем случае, финансовая долларизация может обусловить полную зависимость монетарной политики от спроса и предложения на иностранную валюту, а изменение денежного предложения может быть осуществлено лишь посредством изменения иностранных активов. Это означает, что монетарная политика приобретает черты, которые можно охарактеризовать как «вынужденный валютный комитет» и теряет свою автономность. Также следует отметить случай, когда величины долларизации активов и пассивов существенно разнятся. В таком случае, банковский сектор страны может быть подвержен серьезным рискам вследствие балансового эффекта. Более распространенной ситуацией является большая долларизация депозитов по сравнению с кредитами, что

означает, что банк принимает на себя дополнительные валютные риски в случае девальвационного давления на национальную валюту.

2.2 Причины долларизации и взаимосвязь форм долларизации

Ize и Parrado (2006) рассматривают целый перечень причин, обуславливающих реальную долларизацию, и, как правило, ее довольно низкий уровень в большинстве стран. Во-первых, это связано с асимметричной реакцией реальной долларизации и финансовой долларизации на меры монетарной политики, направленные на противодействие экономическому шоку. Если монетарная политика направлена на противодействие шоку выпуска или производительности, то предполагается слабая реакция уровня реальной долларизации. Вместе с тем, если в результате такой политики увеличивается уровень инфляции, то финансовая долларизация имеет предпосылки к росту. Во-вторых, Ize и Parrado представляют аргументы, заключающиеся в том, что глобализация торговли может приводить к росту уровня финансовой долларизации, в то время как долларизация заработной платы малочувствительна к этому процессу. В-третьих, они показывают, что экономические агенты будут продолжать предъявлять спрос на национальную валюту для проведения сделок, в качестве инструмента противодействия реальным шокам. При осуществлении же финансовых сделок, наиболее вероятно, в качестве средства защиты от номинальных шоков будет выбрана иностранная валюта. Вместе с тем, в случае большой корреляции между глобальными экономическими шоками и внутренними шоками, можно ожидать роста реальной долларизации, в случае, если внутренняя монетарная политика не может противодействовать этим шокам.

Валютное замещение, как правило, является следствием периодов высокой инфляции и/или девальвации и формирования ожиданий о последующей инфляции/девальвации. То есть, экономические агенты выбирают иностранную валюту в качестве средства обращения, если, по их мнению, национальная валюта не может в полной мере обеспечить выполнение данной функции. Это может произойти как следствие реальной долларизации (в ряде случаев такой процесс характеризуют, называя долларизацией расчетов). Но стимулы для использования наличной иностранной валюты могут не ограничиваться реальной долларизацией. Наличная иностранная валюта может поддерживаться не только для использования ее как средства обращения, но и в качестве средства сбережения, если национальная валюта ассоциируется с инфляционными/девальвационными потерями. В этом случае, несмотря на то, что непосредственно сделки осуществляются в национальной валюте, экономические агенты в период между сделками предпочитают хранить богатство в иностранной валюте. Кроме того, поддержание наличной иностранной валюты может быть следствием ограничений в сфере финансовой долларизации. Как правило, эти две формы долларизации сосуществуют, поскольку их причины во многом схожи. Но в случае проведения мер по ограничению долларизации депозитов, валютное замещение может переходить в доминирующую форму относительно финансовой долларизации. В результате, наличная иностранная валюта будет поддерживаться не только для проведения последующих сделок, но и как средство сбережения, альтернативное депозиту в иностранной валюте. Поэтому необходимо подчеркнуть тесную взаимосвязь между валютным замещением и финансовой долларизацией. В большинстве случаев они взаимодополняют друг друга, но при различных условиях может наблюдаться эффект перехода из одной формы долларизации в другую.

Как и в случае с валютным замещением, одной из причин финансовой долларизации может являться реальная долларизация. Но, как показано выше, в настоящая время такая причинно-следственная связь распространена не столь широко. Суверенные страны имеют в своем распоряжении инструменты по ограничению реальной долларизации, а внешняя среда может способствовать лишь медленному росту реальной долларизации. Вместе с тем, вопрос о том сопутствует ли реальная долларизация финансовой долларизации является довольно важным. В случае наличия обоих видов долларизации, каждая из них может стимулировать другую, а монетарная политика сталкивается с возрастающим давлением на перечень доступных инструментов и их эффективность. Однако, если уровень реальной долларизации не высок, то это может ограничивать долларизацию со стороны банковских активов и способствовать увеличению диспропорций между долларизацией активов и пассивов банков. Это приводит к

увеличению валютного риска, сконцентрированного в банковском секторе. Кроме того, это ограничивает и возможности политики обменного курса, поскольку любое из решений центрального банка относительно уровня обменного курса будет иметь негативные последствия, если он переоценен в текущий момент. Отсутствие девальвации может обусловить негативные последствия в реальном секторе экономики, например, вследствие потери ценовой конкурентоспособности. Вместе с тем, девальвация может привести к кризису в банковском секторе вследствие балансового эффекта.

Часто финансовая долларизация рассматривается отдельно, вне взаимосвязи с другими формами долларизации, поскольку является наиболее распространенной и имеет ряд специфических причин и последствий для монетарной политики.

3. Финансовая долларизация: причины и последствия

Финансовая долларизация представляет существенную угрозу для центральных банков переходных и развивающихся стран. Данная форма долларизации может сосуществовать с валютным замещением, также сокращая возможности проведения автономной монетарной политики, делая ее зависимой от потоков иностранной валюты. Кроме того, возможности центрального банка по передаче желаемых импульсов посредством процентной ставки ограничены относительно финансовых контрактов, номинированных в иностранной валюте. Наконец, финансовая долларизация сокращает возможности контроля центрального банка над процессом мультипликации денежной базы и формирования широкой денежной массы, который в большей мере носит эндогенный характер. Наряду с этим, финансовая долларизация может воздействовать и на смежные сферы политики – фискальную политику, пруденциальное регулирование и пр. Она может приводить к недостатку доходов бюджета или же к избыточным бюджетным расходам, в случае номинирования их в иностранной валюте (при изменении обменного курса). С точки зрения пруденциального регулирования, финансовая долларизация может приводить к уязвимости финансового сектора, принятию на себя избыточного уровня кредитного риска, обусловленного валютным риском, и риска ликвидности. Таким образом, финансовая долларизация затрагивает целый ряд сфер национальной экономики и снижает эффективность макроэкономической и институциональной политики. Поэтому необходимость противодействия финансовой долларизации представляется достаточно очевидной (кроме случая официальной долларизации).

Причины финансовой долларизации не столь просты, как могут показаться на первый взгляд, и отличаются от причин реальной долларизации и валютного замещения. Высокая инфляция/девальвация в прошлые периоды в полной мере не объясняет явление финансовой долларизации, особенно долларизацию депозитов. Высокая инфляция может обуславливать формирование неблагоприятных ожиданий экономических агентов, но в случае, если отсутствуют рациональные предпосылки рефляции и/или продолжения девальвации, то на протяжении определенного периода времени можно было бы ожидать снижения долларизации депозитов. Более того, в случае финансовой долларизации инфляционные потери представляются не столь значимым фактором, поскольку, в случае положительных реальных процентных ставок, процентное вознаграждение по финансовому контракту уже учитывает соответствующие ожидаемые темпы инфляции. Вместе с тем, на практике финансовая долларизация может быть достаточно устойчивой и иметь место на протяжении длительного периода времени, несмотря на снижением темпов инфляции и/или девальвации. Таким образом, финансовая долларизация является более сложным феноменом, нежели проявление адаптивных ожиданий в ответ на высокую инфляцию/девальвацию.

Резюмируя последние исследования, посвященные финансовой долларизации ее можно трактовать как состояние равновесия, которое достигается вследствие выбора оптимальной валютной структуры своих контрактов кредиторами и заемщиками. Моделирование поведения банковских вкладчиков в этом случае может базироваться на предпосылке о том, что они оценивают реальную процентную ставку портфеля депозитов, состоящего из вкладов в различных валютах. Кроме того, используется предпосылка о том, что держатели депозитов не предрасположены к риску. Поэтому мы можем определить целью их деятельности на депозитном рынке минимизацию колебаний реальной процентной ставки своего портфеля. Другим словами, они предпочтут такую валютную структуру портфеля депозитов, которая обеспечит минимальную дисперсию

реальной процентной ставки. То есть, поведение вкладчиков предопределяет некий «базовый уровень» долларизации (Ize, Yeyati (2003)), который соответствует доле долларовых депозитов в портфеле с минимальной дисперсией процентных ставок. В этом случае, базовый уровень долларизации может быть представлен как функция от инфляции и реальной девальвации².

$$\lambda^* = \frac{S_{\pi\pi} + S_{\pi s}}{S_{\pi\pi} + S_{ss} + 2S_{\pi s}} \quad (1),$$

где S_{ij} – соответствующий элемент ковариационной матрицы между инфляцией (π) и изменениями реального обменного курса (s).

Данное соотношение наглядно демонстрирует, что при заданном уровне инфляции и ковариации между инфляцией и реальной девальвацией, увеличение волатильности реального обменного курса приводит к снижению уровня базовой долларизации (то есть

$\frac{\partial \lambda^*}{\partial S_{ss}} < 0$). Вместе с тем, увеличение уровня инфляции при заданной дисперсии изменений реального обменного курса и ковариации между инфляцией и реальной девальвацией

приводит к росту базовой долларизации (то есть $\frac{\partial \lambda^*}{\partial S_{\pi\pi}} > 0$). Кроме того, Ize, Yeyati (2003) показали, что показатель базовой долларизации является значимым для объяснения динамики долларизации при анализе панельных данных по довольно широкой выборке стран.

Стоит отметить, что выражение базовой долларизации через соотношение инфляции и реальной девальвации приводит к ряду затруднений при интерпретации роли режима монетарной политики в определении уровня долларизации. С этой позиции приведенное выше соотношение можно упростить и выразить базовую долларизацию как функцию от инфляции и динамики номинального обменного курса³. В этом случае уровень базовой долларизации будет характеризоваться следующим соотношением (2):

$$\lambda^* = \frac{S_{\pi\pi} + Cov(\mu_{\pi}, \mu_e - \mu_{\pi})}{S_{ee}} \quad (2),$$

где $S_{\pi\pi}$ and S_{ee} – дисперсия инфляции и уровня номинальной девальвации; μ_{π} – уровень инфляции, μ_e – уровень девальвации (темп роста номинального обменного курса). Данное соотношение более пригодно для анализа воздействия типа режима монетарной политики на уровень долларизации. Увеличение дисперсии инфляции по-прежнему будет способствовать росту уровня долларизации, в то время как увеличение колебаний номинального обменного курса будет сокращать долларизацию. Но в зависимости от типа режима монетарной политики уровень долларизации депозитов может изменяться вследствие различной ковариации инфляции и девальвации.

Таблица 1. Различные режимы монетарной политики и уровень базовой долларизации

Режим политики	μ_{π}	μ_e	$\mu_e - \mu_{\pi}$	$Cov(\mu_{\pi}, \mu_e - \mu_{\pi})$	$S_{\pi\pi}$	S_{ee}	λ^*
Жесткая привязка	-	0	$-\mu_{\pi}$	$-S_{\pi\pi}$	-	0	Не определен
Привязка	-	$\mu_e < \mu_{\pi}$	< 0	< 0	Высокий	Низкий	?
Плавающий обменный курс	$\mu_{\pi} < \mu_e$	$\mu_e > \mu_{\pi}$	> 0	> 0	Низкий	Высокий	?

² Реальная девальвация рассматривается в этом случае как соотношение динамики номинального обменного курса и инфляции, без учета зарубежной инфляции.

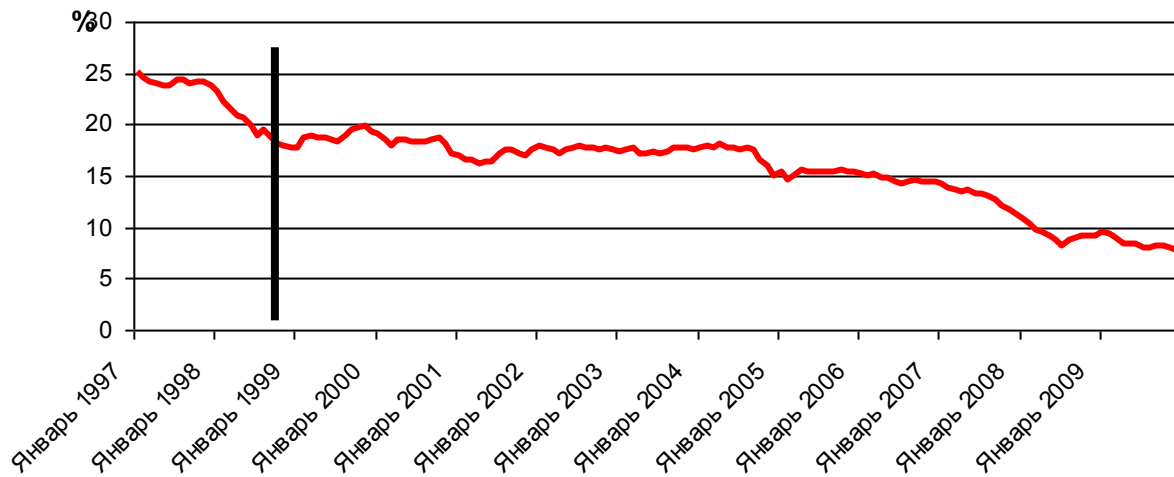
³ Рассматривая темп роста реального обменного курса как разницу темпов роста номинального обменного курса и инфляции, мы получаем функцию от двух последних переменных.

Таргетирование инфляции	→0	$\mu_e > \mu_\pi$	>0	→0	→0	Высокий	→0
-------------------------	----	-------------------	----	----	----	---------	----

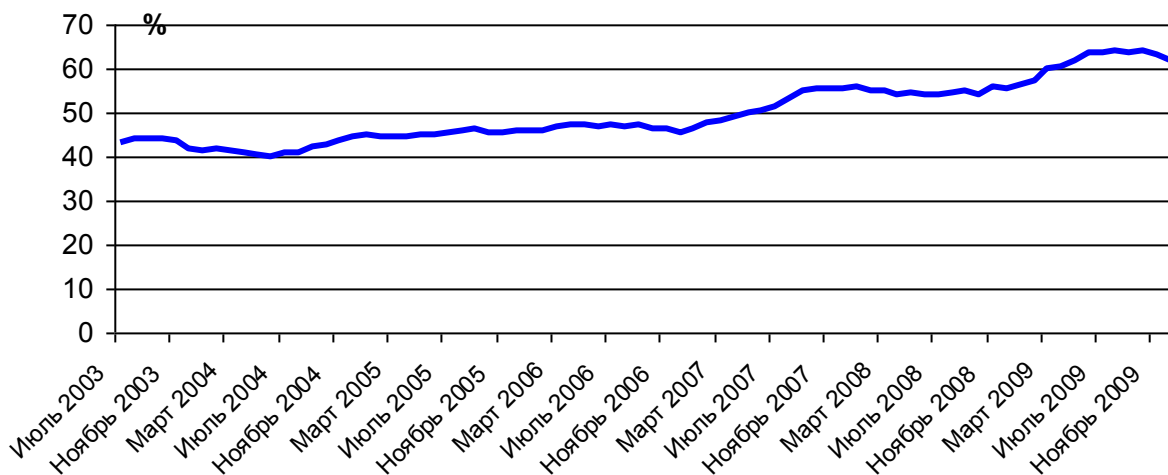
Источник: Собственная разработка.

Вывод о связи чувствительности уровня долларизации к режиму монетарной политики может быть подтвержден рядом примеров из мировой практики, когда финансовая долларизация существенно снижалась после перехода к режиму таргетирования инфляции, и, наоборот, оказывалась стабильной в условиях таргетирования обменного курса (см. Вставку 1).

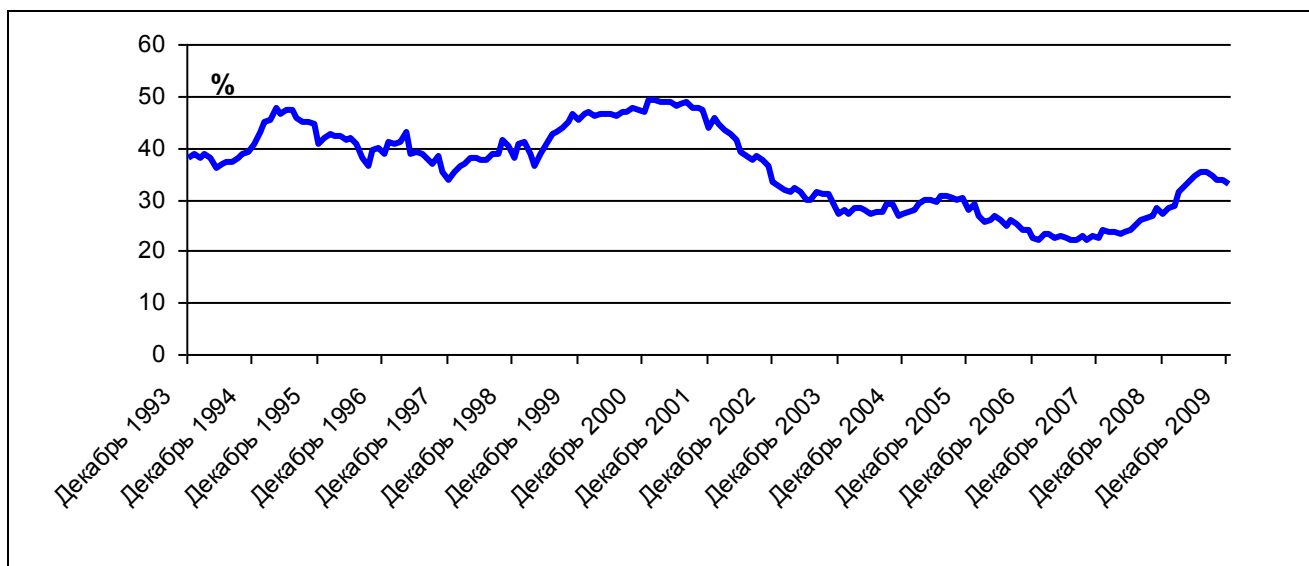
1. Долларизация депозитов в Польше (ТИ с 1999 г.), %



2. Долларизация депозитов в Латвии (жесткая привязка обменного курса), %



3. Долларизация депозитов в Литве (жесткая привязка обменного курса), %



Долларизация со стороны активов может быть представлена как «зеркальное отражение» пассивов банков, исходя из предпосылки о равновесии на кредитно-депозитном рынке, в том числе, и в его валютной структуре. Это равновесие устанавливается вследствие трех групп факторов. Во-первых, минимизация волатильности доходности, при теоретическом допущении о неприемлемости риска для инвесторов, которые предпочитают валюту, более стабильную и надежную в долгосрочном периоде. Ize (2005) посредством моделирования, базирующегося на предпосылках не расположенных к риску заемщиках и нейтральных к риску банков, показывает, что равновесие на кредитном рынке установится при валютной структуре, обеспечивающей минимальную дисперсию доходности. Такая валютная композиция будет пропорциональна ожидаемому передаточному эффекту от девальвации к инфляции. В таком случае, уровень финансовой долларизации не зависит от уровня девальвации, его изменения в рамках действующего режима монетарной политики или же от вероятности изменения режима монетарной политики. Он будет зависеть лишь от ожиданий того, что текущая монетарная политика столкнется с необходимостью девальвации обменного курса, вне зависимости от того «насколько вероятна такая девальвация».

Вторым фактором долларизации со стороны активов является склонность к минимизации кредитных рисков со стороны банков, которые предпочитают валюту, минимизирующую риск дефолта. При допущении о потенциальной переоценке обменного курса, банки могут столкнуться с двумя типами дефолтов по кредитам. Во-первых, невозможность возратить кредит может ассоциироваться с девальвацией, которая делает неплатежеспособным заемщика, получающего выручку в национальной валюте, в то время как его обязательства (кредит в банке) номинированы в иностранной валюте (случай балансового эффекта для нефинансовых предприятий). Такой случай неплатежеспособности ассоциируется с валютным риском. Второй тип дефолта предполагается в случае отсутствия девальвации, что может неблагоприятно сказаться на финансовом положении заемщика вследствие потери ценовой конкурентоспособности. Этот случай рассматривается в качестве «кредитного риска вследствие сокращения выпуска». В этом случае, валютный портфель с минимальной вариацией будет характеризоваться отсутствием валютного риска, но вместе с тем, являться более дорогим для заемщика, то есть ему будет присущ больший «кредитный риск, ассоциированный с выпуском». Предполагается, что банки в полной мере интернализируют кредитный риск, а потому пытаются минимизировать его. В этом случае, возможен ряд равновесных положений, в зависимости от величины обоих типов риска. Выбирая между равновесием с высокой долларизацией и низкой долларизацией, банки выберут первый в случае, если валютный риск при таком уровне долларизации будет меньшим, нежели «кредитный риск, ассоциированный с выпуском» в случае выбора положения при низкой долларизации.

Третьим фактором, определяющим уровень финансовой долларизации по активам, является максимизация возможностей, предоставляемых правительством в рамках помощи банкам или же посредством гарантирования депозитов. Этот фактор определяет выбор в

пользу валюты, которая максимизирует возможные издержки страхователя рисков. Burnside, Eichenbaum и Rebello (2001) показывают, что в случае гарантирования депозитов, банки имеют дополнительные стимулы привлекать депозиты и выдавать кредиты в валюте, которая максимизирует «возможную величину имплицитных гарантий». Таким образом, в данной ситуации банки перестают быть нейтральными к риску и отказываются от интернализации рисков. То есть они берут на себя дополнительные совокупные риски. Вероятность такого поведения банков может быть ограничена ужесточением пруденциальных норм, так как ужесточение нормативов минимального размера капитала и достаточности капитала приведет к менее рисковому поведению банков.

Данные факторы во многом являются следствиями недостатков монетарной политики. Потому, можно говорить о том, что основной причиной финансовой долларизации являются не непредвиденные шоки, а недостатки монетарной политики. Вследствие последних и формируются негативные ожидания экономических агентов, что в результате способствует росту финансовой долларизации. Среди характеристик монетарной политики, которые способствуют росту финансовой долларизации, как правило, выделяют: (i) недостаток доверия экономических агентов, (ii) боязнь плавания обменного курса, (iii) переоцененность обменного курса, (iv) асимметрия монетарной политики⁴ (Ize (2005)). Поэтому основными рекомендациями по снижению уровня финансовой долларизации выделяют, в первую очередь, необходимость повышения уровня доверия к центральному банку и проводимой монетарной политике, а также увеличение степени гибкости обменного курса. Следует отметить, что гибкость обменного курса является гораздо более важным показателем, чем процентный спред по финансовым контрактам в национальной и иностранной валютах. В случае изменения процентных ставок равновесное положение, основанное на предположении о минимальной вариации, существенно не изменяется. Вместе с тем, повышение степени гибкости обменного курса сделает норму доходности активов в иностранной валюте более волатильной и может существенно изменить равновесную валютную композицию в пользу национальной валюты.

4. Политика дедолларизации в Беларуси

Как показано выше, меры НББ по дедолларизации были сконцентрированы вокруг снижения реальной долларизации. Поскольку сценарий официальной долларизации является неприемлемым для Беларуси и по умолчанию подразумевается проведение автономной монетарной политики, то данные административные меры можно считать достаточно эффективными для снижения реальной долларизации, и, как следствие, валютного замещения. Вместе с тем, масштаб воздействия этих мер не столь велик, а реальная долларизация в целом вряд ли является основной проблемой для Беларуси. Также следует отметить, что административные меры по снижению реальной долларизации могут испытывать противодействие вследствие растущего вовлечения Беларуси в процесс глобализации и повышения корреляции внешних и внутренних шоков. Данный эффект, при прочих равных условиях, может обусловить постепенный рост уровня реальной долларизации, в случае недостаточного доверия к внутренней монетарной политике НББ.

Другая часть мер НББ направлена на снижение уровня финансовой долларизации (главным образом, со стороны пассивов банков) и преимущественно осуществляется посредством процентной политики. С начала 2009 г. НББ сохраняет процентные ставки на довольно высоком уровне, как в номинальном, так и в реальном выражении. Наряду с этим НББ рекомендовал банкам снизить уровень процентных ставок по депозитам в иностранной валюте, для того чтобы сделать национальную валюту более привлекательной в качестве средства сбережения. В этой связи необходимо отметить два момента. Первое, как показано выше, финансовая долларизация тесно связана с валютным замещением и отражает эффект «недостаточного доверия к монетарной политике» ("less than credible monetary policy" (Calvo, Vegh (1996))). В этом случае, высокая волатильность процентных ставок в национальной валюте и ожидания возможных

⁴ Асимметрия монетарной политики предполагает, что центральный банк может реагировать на переоценку обменного курса посредством девальвации, но никогда не прибегает к укреплению национальной валюты в случае ее недооценки. Это формирует ожидания того, что обменный курс может изменяться только в одном направлении, обесценивая национальную валюту.

будущих шоков выражаются в более высоком спросе на иностранную валюту, и соответствующем предпочтении номинировать депозиты в иностранной валюте. Как показано в Ize (2005), определяя валютную структуру портфеля несклонные к риску экономические агенты ориентируются не на текущий уровень процентных ставок, а на их волатильность в долгосрочном периоде. Поэтому искусственное снижение процентных ставок в иностранной валюте частично может приводить не к изменению валюты депозиты в пользу национальной, а к увеличению наличной иностранной валюты в качестве средства сбережения. Такая тенденция может быть особенно опасной в период глобального кризиса, когда имеются дополнительные основания для: (i) снижения нормы сбережений, (ii) увеличение объема наличной иностранной валюты в качестве средства сбережения. В целом, обычной реакцией домохозяйств на экономическую рецессию является увеличение склонности к сбережениям, при снижении склонности к заимствованиям. В Беларуси же масштаб проявления такой тенденции в 2009 г. очень ограничен (см. Табл.2).

Таблица 2. Структура денежных расходов населения.

	2008				2009			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Покупка товаров и оплата услуг	81.3	82.7	85.1	87	77.6	79.2	81.7	84.1
Оплата налогов, взносов и других платежей	16.5	17.1	17.6	19.9	21.8	19.5	16.3	16.1
Сбережения	6.3	5.5	3.9	0	9.8	4.9	2.6	5.9
Изменение задолженности населения по кредитам	-4	-6.8	-7.5	-5.9	-5.5	-2.9	-3.1	-5.6
Превышение денежных доходов над расходами (+) или расходов над доходами (-)	-0.1	1.5	0.9	-1	-3.7	-0.7	2.5	-0.5
Денежные доходы населения, всего	100	100	100	100	100	100	100	100

Источник: Белстат.Источник: Белстат.

Во многом это можно объяснить сохранением роста реальных доходов населения в 2009 г. Но частично недостаточное увеличение склонности к сбережению и сохранение высокой склонности к заимствованиям может быть объяснено эффектом «недостаточного доверия к монетарной политике». Поэтому последующие меры политики по искусственному ограничению процентных ставок могут привести к увеличению наличной иностранной валюты, используемой уже не только преимущественно как средство обращения, но и как средство сбережения. Полномасштабная оценка эффекта валютного замещения достаточно трудна. Но частично, ее можно охарактеризовать через соотношение объемов покупки иностранной валюты и объемов новых депозитов населения в иностранной валюте (см. рис.1).

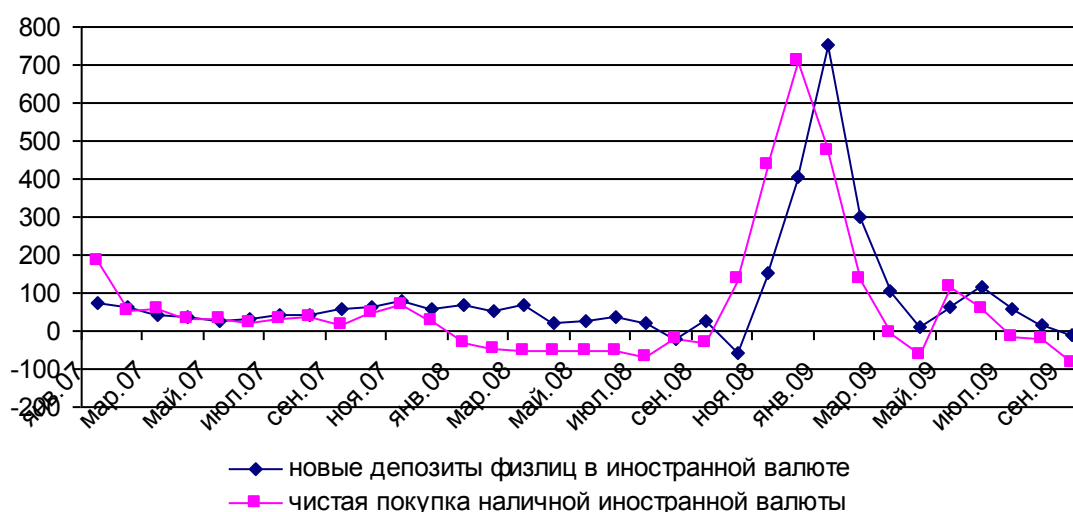


Рисунок 1. Новые депозиты физических лиц в иностранной валюте и покупка наличной иностранной валюты

Эти данные не в полной мере отражают процесс валютного замещения, поскольку не отражают процесса мультипликации депозитов в иностранной валюте. Тем не менее, даже исходя из этих данных, можно утверждать, что как минимум в конце 2008 г. наряду с увеличением долларизации депозитов имел место и эффект валютного замещения. Со 2-ого квартала 2009 г. данная тенденция не имела столь ярко выраженный характер, и долларизация преимущественно имело место в форме финансовой долларизации. С другой стороны, косвенным образом о наличии эффекта валютного замещения свидетельствует устойчивая с начала 2009 г. тенденция сокращения спроса на наличную национальную валюту (на 1 октября на 17.3% г/г в номинальном выражении) в условиях продолжающегося роста реальных доходов населения и относительно стабильном уровне сбережений. Таким образом, можно полагать, что данная проблема остается актуальной, хотя ее масштаб не столь велик. Однако дальнейшие меры по искусственному сокращению ставок по депозитам в иностранной валюте могут привести к изменению формы долларизации с финансовой на валютное замещение и обусловить отток средств из банковской системы. Последнее представляется достаточно опасным в условиях глобального кризиса и недостатка ликвидности в белорусском банковском секторе. Поэтому активная политика дедолларизации, основанная на процентных ставках, может привести к оттоку ликвидности из банковской системы. **Поэтому мы полагаем, что текущий период, характеризуемый достаточно низкими темпами роста доходов и многочисленными вызовами для НББ, не является благоприятным для проведения политики дедолларизации посредством процентной политики. Эффективность таких мер будет достаточно низка, поскольку скорее сократиться не уровень долларизации, а измениться ее форма, что будет сопровождаться оттоком ликвидности из банков.**

В случае Беларуси одним из главных движущих факторов финансовой долларизации является высокая волатильность процентных ставок в национальной валюте. Вариация реальных процентных ставок в национальной валюте достаточно высока. Поэтому с точки зрения данного критерия, эффективность процентной политики НББ для снижения уровня финансовой долларизации относительно низка, поскольку важным для установления равновесия на рынке является, в том числе, и волатильность процентных ставок. Кроме того, в ряде случаев более высокая процентная ставка в национальной валюте для ряда экономических агентов может быть в большей мере сигналом ожидаемой девальвации, нежели сигналом к изменению валютной композиции своего портфеля.

Как показывает модель, предложенная Ize (2005), а также ряд эмпирических исследований (например, Piantkovsky (2003)), **наиболее эффективным инструментом по борьбе с долларизацией является повышение степени гибкости обменного курса**, что сделает реальные процентные ставки в иностранной валюте более волатильными, а потому более привлекательными станут финансовые контракты в национальной валюте.

Вместе с тем, повышение степени гибкости обменного курса окажет воздействие на процентные ставки в иностранной валюте. Наряду с этим следует также **ограничить волатильность реальных ставок в национальной валюте**, что наилучшим образом может быть достигнуто посредством **обеспечения стабильного уровня инфляции**. Данные цели не являются противоречащими друг другу и их можно одновременно достигнуть в рамках одного режима монетарной политики – режима таргетирования инфляции. Помимо обеспечения технических инструментов для снижения уровня финансовой долларизации, данный режим также обуславливает институциональные предпосылки, которые могут существенно повысить доверие к проводимой монетарной политике (Kruk, Kirchner (2007)). Наконец, внедрение нового режима монетарной политики может разорвать замкнутый круг – долларизация, боязнь плавания, высокий передаточный эффекты от обменного курса к ценам. Посредством изменения институциональной среды и иерархии целей монетарной политики, данный режим может обусловить изменение структуры каналов монетарной трансмиссии, главным образом посредством ограничения действия канала обменного курса и усиления действия процентного канала. Наконец, данный режим политики направлен на борьбу непосредственно с первопричинами долларизации - неблагоприятными ожиданиями – посредством проведения политики на основе утвержденных правил. Поэтому, на наш

взгляд, такая логика политики дедолларизации должна рассматриваться в качестве приоритетной. Вместе с тем, в период кризиса целесообразно очень осторожно применять меры по дедолларизации, чтобы избежать негативных последствий связанных с оттоком ликвидности из банковского сектора и валютным замещением.

5. Резюме рекомендаций

1. Меры, направленные на снижение реальной долларизации являются обоснованными, но при их осуществлении необходимо иметь в виду балансовый эффект и изменение величины валютного риска в банковском секторе.

2. Искусственное снижение процентных ставок в иностранной валюте не является эффективным инструментом по снижению долларизации. Кроме того, это может привести к изменению формы долларизации в пользу валютного замещения. В результате, отток ликвидности из банковского сектора может обусловить дополнительные проблемы банков. С этой позиции, период глобального кризиса не является благоприятным периодом для дедолларизации.

3. Борьба с долларизацией посредством процентной политики не в полной мере эффективна. Высокие процентные ставки наоборот могут способствовать увеличению долларизации со стороны активов.

4. Активное рефинансирование банков НББ искажает структуру кредитного риска в банковской системе и может приводить к принятию дополнительных рисков, что также может способствовать увеличению долларизации.

5. Наиболее эффективными инструментами для борьбы с долларизацией являются увеличение гибкости обменного курса и обеспечение низкой и стабильной инфляции. Эти цели могут быть реализованы в рамках перехода к режиму таргетирования инфляции, что также существенно повысит уровень доверия к монетарной политике и будет способствовать снижению долларизации.