

ДОЛЛАРИЗАЦИЯ АКТИВОВ И ПАССИВОВ БАНКОВ: ПРИЧИНЫ, ПОСЛЕДСТВИЯ И ВОЗМОЖНОСТИ ДЕДОЛЛАРИЗАЦИИ

Д.Э. Крук

Белорусский государственный университет, dekruk@gmail.com

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 кредитную 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 отказаться от чересчур мягкой монетарной политики, следствием которой может стать высокий уровень инфляции. 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.

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). 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.

В отношении реальной долларизации попытки количественной оценки ее уровня редко оказываются эффективны, поскольку отсутствуют соответствующие статистические показатели. Несмотря на трудности с объективной оценкой реальной долларизации, на основании косвенных оценок можно говорить лишь об ограниченном проявлении реальной долларизации в развивающихся странах [1] 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.

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. Если же масштабы валютного замещения довольно велики, то можно говорить о том, что официальный показатель спроса на наличные деньги (M0), 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. 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. Кроме того, наличная иностранная валюта может поддерживаться 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. Наконец, 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.

Наиболее распространенной современной формой долларизации является финансовая долларизация, которая отражает номинацию финансовых контрактов в иностранной валюте. Как правило, ее измеряют либо со стороны 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.

Причины финансовой долларизации существенно 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 снижение 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. Вводя предпосылку о том, что держатели депозитов не предрасположены к риску, 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. При таких гипотезах в ряде работ рассматривается «базовый уровень» долларизации [2], 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 девальвации¹.

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

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 $\frac{\partial \lambda^*}{\partial S_{\pi\pi}} > 0$).

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 курса². 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.

Таким образом, при прочих равных условиях, режим монетарной политики, предполагающий большую волатильность обменного курса и меньшую волатильность инфляции будет наиболее эффективно способствовать снижению долларизации. Вместе с тем, активная политика дедолларизации, основанная на процентных ставках, может привести к оттоку ликвидности из банковской системы, то есть к переходу из формы финансовой долларизации к валютному замещению.

¹ Реальная девальвация рассматривается в этом случае как соотношение динамики номинального обменного курса и инфляции, без учета зарубежной инфляции.

² Рассматривая темп роста реального обменного курса как разницу темпов роста номинального обменного курса и инфляции, мы получаем функцию от двух последних переменных.

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	?
Таргетирование инфляции	$\rightarrow 0$	$\mu_e > \mu_\pi$	>0	$\rightarrow 0$	$\rightarrow 0$	Высокий	$\rightarrow 0$

Источник: собственная разработка.

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.

Однако, исходя из теоретического анализа, мы можем утверждать, что процентная политика является не столь эффективным инструментом для борьбы с финансовой долларизацией. Кроме того, активное использование данного инструмента может привести к изменению формы долларизации в пользу валютного замещения. В результате, отток ликвидности из банковского сектора может обусловить дополнительные проблемы банков, что особенно опасно в условиях глобального кризиса. 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 внедрению режима таргетирования инфляции, что также существенно повысит уровень доверия к монетарной политике и будет способствовать снижению долларизации.

Литература:

1. Ize A., Yeyati E.L. Financial Dollarization /A. Ize, E.L. Yeyati// J of International Economics. – 2003.- Vol. 59, № 2. – P.323-347.
2. Ize A. Financial Dollarization Equilibria: A Framework for Policy Analysis/ A. Ize// IMF Working Paper. – 2005. - WP/05/186.

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.