

Долларовая зависимость

Луис А. В. Катан и Марко Терронес

Отход от использования доллара США во внутренних расчетах завершился после мирового кризиса в большинстве стран с формирующимся рынком, но не в Перу



Прохожие на фоне Дворца Правительства, Площадь Оружия (Пласа-де-Армас), Лима, Перу

ДОЛЛАРИЗАЦИЯ, частичная или полная замена национальной валюты иностранной, широко распространилась в 1970-е годы в Латинской Америке, когда высокая инфляция и гиперинфляция лишили национальные валюты их традиционной роли стабильного средства обмена и сбережения. Домашние хозяйства и фирмы в этих странах начали использовать иностранные валюты — в основном доллар США — для сбережений и крупных покупок, например, недвижимости.

Впоследствии это явление распространилось далеко за пределы Латинской Америки и стало общей чертой финансовых секторов во многих странах с формирующимся рынком. К началу 1990-х годов банковские системы Турции и некоторых стран Африки, Азии и Восточной Европы в обычном порядке накапливали существенные активы и пассивы, выраженные в долларах США. Возможность значительного превышения долларовых банковских пассивов над долларовыми банковскими активами создавало серьезный риск для финансовых систем в случае крупной и внезапной девальвации или ослабления валюты. Регулирующие и директивные органы были озабочены (как впоследствии выяснилось, вполне обоснованно) тем, что, поскольку доллары значительно подорожают после девальвации или ослабления национальной валюты, дисбаланс между выраженными в долларах банковскими пассивами и активами может привести к крупным убыткам и вызвать системную финансовую нестабильность. Эта несогласованность активов и пассивов объясняла некоторые из самых тяжелых финансовых кризисов в странах с формирующимся рынком в середине 1990-х и начале 2000-х годов, в том числе в Турции в 1994 году, в Аргентине в 1995 году, в России в 1998 году и снова в Аргентине в 2001 году.

В первые годы нынешнего века долларизация пошла на убыль, по мере того как экономическая ситуация во многих странах с формирующимся рынком улучшалась. Благоприятные условия торговли, более гибкие обменные курсы и более совершенная экономическая политика — включая принятие на вооружение таргетирования инфляции и усиление налогово-бюджетной дисциплины — способствовали сохранению инфляции на низком уровне и снизили риск резких девальваций во многих из этих стран. Однако в последние годы сильные снижения курсов валют в сочетании с более выраженными инфляционными ожиданиями и растущими долларовыми долгами предприятий снизили вероятность того, что отход от использования доллара будет продолжаться, и именно это, судя по всему, и происходит. Общий анализ международных данных за период после финансового кризиса показывает, что дедолларизация во многих странах с формирующимся рынком остановилась или даже пошла вспять. При этом достойные внимания исключения наблюдаются как раз в месте рождения современной финансовой долларизации — Латинской Америке, где отход от доллара продолжается. Мы подробно рассмотрели опыт Перу и пришли к некоторым ключевым выводам в отношении мер политики, которые могут быть применимы и ко многим другим странам.

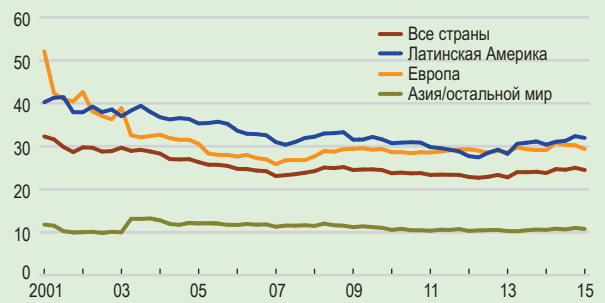
Глобальный анализ

Исследование 28 стран с формирующимся рынком на протяжении последних 15 лет выявило умеренно высокую степень финансовой долларизации в Европе и Латинской Америке и относительно низкую — в Азии и остальном мире (см. рис. 1). Имеют место две общие расходящиеся тенденции. Первая — устойчивое сокращение долларизации (доли банковских депозитов в долларах и евро в общем объеме депозитов) с начала века до кануна мирового финансового кризиса в 2007 году; вторая — рост долларизации в странах Европы с формирующимся рынком и разворот в дедолларизации в Латинской Америке начиная с 2012 года.

Рисунок 1

Долгое расставание

С начала века вплоть до мирового финансового кризиса финансовые системы в странах с формирующимся рынком отходили от использования иностранных валют вместо национальных; этот процесс завершился, но не был полностью обращен вспять. (Доля внутренних депозитов, выраженных в иностранных валютах)

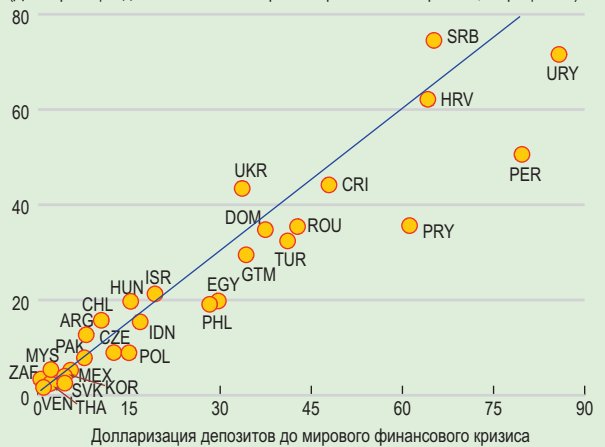


Источник: расчеты авторов.
Примечание. Данные по 28 странам с формирующейся экономикой в Азии/остальном мире, Европе и Латинской Америке.

Рисунок 2

По-прежнему впереди

Масштабы отхода от использования иностранных валют, доминировавшего в докризисные годы в странах с формирующимся рынком, превышают масштабы произошедшего после кризиса разворота. (Долларизация депозитов после мирового финансового кризиса, в процентах)



Источник: расчеты авторов.
Примечание. Долларизация депозитов — доля депозитов, выраженных в иностранных валютах, в финансовой системе страны. Период до мирового финансового кризиса: с I кв. 2000 года по III кв. 2006 года; период после мирового финансового кризиса: с I кв. 2010 года по IV кв. 2015 года. В обозначениях данных в рисунке использованы коды стран Международной организации по стандартизации (ISO).

Однако средние цифры по регионам скрывают значительные различия между отдельными странами. Для выявления этих различий мы нанесли на рис. 2 разбивку по странам в периоды до и после мирового кризиса. Страны, испытывавшие рост финансовой долларизации, находятся над линией, проложенной под углом в 45 градусов, испытывавшие снижение — под ней. Большинство стран находится под этой линией, то есть дедолларизация, произошедшая сразу после кризиса, все еще превышает весь отход от нее после 2012 года.

Более того, хотя в течение семи лет до 2007 года и в период после кризиса (с 2010 по 2015 год) в Европе и Азии и в остальном

мире практически не происходило изменений в уровне или дисперсии дедолларизации, в Латинской Америке все было иначе. В годы после мирового финансового кризиса дедолларизация там продолжалась, в основном под влиянием постоянной и значительной дедолларизации в Парагвае, Перу и Уругвае. Эти три страны были сильно долларизированы до 2000-х годов и испытали значительную дедолларизацию в канун кризиса. Мы исследуем опыт Перу, где темпы финансовой дедолларизации особенно примечательны.

Перу: купирование долларовой зависимости

Высокую степень долларизации в Перу в 1990-х годах преуспели только такие страны, как Эквадор и Сальвадор, официально заменившие свои валюты долларом США. Как показано на рис. 3, к концу 1990-х годов примерно 85 процентов банковских депозитов и 80 процентов банковских ссуд в Перу

К 2012 году доля долларовых банковских депозитов упала ниже 50 процентов, а долларовых ссуд — ниже 45 процентов.

были выражены в долларах США. Хотя банковские депозиты в долларах стабильно превышали банковские ссуды, оба вида долларизации демонстрировали схожие тенденции примерно до 2000 года. После этого дедолларизация пошла быстрыми темпами. К 2012 году доля долларовых банковских депозитов упала ниже 50 процентов, а долларовых ссуд — ниже 45 процентов. Долларизация ссуд продолжала сокращаться и к концу 2015 года достигла 30 процентов, хотя долларовые депозиты немного увеличились.

Важный вопрос для директивных органов, заинтересованных в снижении долларовой зависимости своих стран, заключается в том, как этого добиться. В случае Перу, которую

можно использовать в качестве примера, мы выявили четыре основных фактора, влияющих на процесс дедолларизации: введение таргетирования инфляции, внедрение нормативов, удорожающих для банков управление долларowymi депозитами и выдачу долларовых ссуд, устойчивое повышение реального курса национальной валюты и благоприятные внешние условия, такие как высокие мировые цены на биржевые товары и низкий уровень глобального неприятия риска (Catão and Terrones, 2016).

Перу ввела таргетирование инфляции в начале 2002 года в попытке взять внутреннюю инфляцию под контроль в условиях, когда многие денежно-кредитные агрегаты этой страны были выражены в долларах США. Их подход заключался в том, чтобы таргетировать инфляцию путем установления краткосрочной ключевой ставки по национальной валюте (солю) при одновременном использовании нетрадиционных инструментов для контроля над совокупным объемом кредитования (значительная часть которого была выражена в долларах США) и снизить волатильность обменного курса, которая может оказывать особенно дестабилизирующее влияние на сильно долларизированные страны, такие как Перу. Налоговая и расходная политика (фискальная) соответствовала применению указанных мер. Таргетирование инфляции в значительной мере способствовало снижению долларизации кредитов в Перу, так как оно позволило достигнуть низкой и стабильной инфляции. С 2002 по 2015 годы уровень инфляции составлял в среднем примерно 3 процента по сравнению с 55 процентами в 1991–2001 годы. Погашение ссуд с переменными процентными ставками в национальной валюте тогда становится более предсказуемым, чем ссуд в иностранной валюте, так как таргетирование инфляции направлено на внутреннюю, а не на долларовую инфляцию. Аналогичным образом, в той степени, в которой таргетирование инфляции допускает более высокую волатильность обменного курса по отношению к динамике инфляции, оно не поощряет зарубежные займы со стороны компаний, выручка которых не выражена в основном в долларах.

Повышение резервных требований

Вторым важным элементом дедолларизации является регуляция. Финансовую долларизацию можно сдерживать, облагая налогом долларовое кредитование и долларовые депозиты. Один из способов это сделать заключается в дифференциации между депозитами в долларах и в солях и в повышении сумм средств, которые банки обязаны держать в центральном банке (резервных требований) по долларовым депозитам. Поскольку центральный банк обычно платит проценты ниже рыночных по резервам, требование к банкам об их поддержании равносильно обложению этих организаций налогом, равным упущенным процентам. В плане кредитования нормативы также могут требовать от банков создавать больше резервов на покрытие потерь по долларовым ссудам, чем по ссудам в национальной валюте. Более высокие резервы на потери по ссудам повышают предельные издержки по долларовым ссудам и должны сокращать выдачу новых ссуд в долларах.

Экономический анализ периода с 1990 по 2014 годы показывает, что повышенные резервные требования по долларowym ссудам в Перу были особенно эффективными для сокращения долларизации как депозитов, так и ссуд; с другой стороны, предельные резервные требования по долларowym депозитам сыграли меньшую, хотя и значительную роль. В 2015 году центральный банк Перу активно проводил программу дедолларизации ссуд, включая не только дополнительное увеличение предельных резервных требований по долларowym депозитам, но и ограничения на автомобильные кредиты и ипотечные ссуды в долларах. Эти ограничения помогают объяснить непрерывное сокращение долларовых ссуд по отношению к долларowym депозитам начиная с 2015 года.

Рисунок 3

Избавляясь от долларов

В конце 1990-х годов примерно 85 процентов банковских депозитов и 80 процентов ссуд в Перу были выражены в долларах США. Сейчас ссуды в долларах составляют менее 30 процентов. Долларовые депозиты немного возросли с 2012 года и в настоящее время составляют примерно 50 процентов.
(Доля инструментов, выраженных в долларах США)



Источник: расчеты авторов.



Музей Центрального резервного банка, Лима, Перу.

В-третьих, допущение повышения реального обменного курса представляется важным шагом по снижению зависимости от доллара, особенно если основные экономические показатели его оправдывают. Следует отметить, что сокращение долларизации в результате укрепления национальной валюты может быть просто арифметическим: отношение долларовых депозитов к совокупным депозитам имеет тенденцию к снижению, когда о курс национальной валюты растет. Но, вероятно, здесь задействованы и другие экономические факторы. При повышении реального обменного курса цены на товары, являющиеся объектом торговли в международном масштабе, падают по отношению к ценам на невнешнеторговые товары. Поскольку невнешнеторговые товары приносят выручку в национальной валюте, поставщики таких товаров обычно предпочитают брать займы в местной валюте. Вместе с тем это не всегда бывает так в странах с формирующимся рынком, где увеличение относительной цены на невнешнеторговые товары может приводить к увеличению долларовых ссуд, выдаваемых сектору невнешнеторговых товаров, например, сектору недвижимости. Но поскольку таргетирование инфляции стабилизирует внутреннюю инфляцию, для банков становится менее привлекательно индексировать эти ссуды в долларах.

Мы выяснили, что дедолларизация в Перу в 2000-х годах была в определенной степени вызвана долгосрочным повышением реального обменного курса. Разворот дедолларизации депозитов, наблюдаемый с конца 2014 года, отчасти может быть связан со снижением курса валюты Перу и с сильными ожиданиями его снижения в преддверии нормализации денежно-кредитной политики в США.

Внешние силы

Четвертая группа факторов, оказавших влияние на дедолларизацию в Перу, связана с внешними силами, такими как рост цен на биржевые товары, которые способствовали переходу на ссуды и депозиты в национальной валюте по целому ряду причин. Эти причины включают в себя импульс, который рост цен на биржевые товары придает экономическому росту. Этот импульс стимулирует спрос на ссуды со стороны стремящегося к расширению своих операций сектора невнешнеторговых товаров, а также способствует доверию к мерам внутрен-

ней политики. В целом, фирмы и потребители внутри страны относятся к национальной валюте с большим доверием.

Но против дедолларизации работают другие внешние силы. Например, приступы неприятия риска на мировых рынках капитала и рост внешних процентных ставок обычно ассоциируются с увеличением финансовой долларизации. Стимула к долларизации от такого повышенного неприятия риска следует ожидать, он противодействует уверенности, порождаемой высокими экспортными ценами на биржевые товары. Если эти глобальные факторы, объясняющие дедолларизацию в Перу в 2000-х годах, наблюдаются и в других странах, они помогают пролить свет на общую для формирующихся рынков тенденцию, начавшуюся с 2000 года, и на глобальное замедление дедолларизации после кризиса.

Однако значительный *положительный* эффект мировых процентных ставок для долларизации заставляет задуматься. Снижая затраты по займам в долларах, нынешние низкие процентные ставки, казалось бы, могли бы стимулировать предложение долларов внутри страны. Но пониженные процентные ставки за рубежом могут поощрять фирмы, покупающие и продающие внешнеторговые товары, занимать за границей, а не дома, сокращая спрос на займы в долларах внутри страны и снижая долларизацию. Теоретически, чистое влияние более высоких мировых процентных ставок на долларизацию как депозитов, так и ссуд, является неоднозначным. Оно зависит от того, насколько высок уровень самой долларизации, а также от предельных издержек ведения счетов в долларах и в национальной валюте (Catão and Terrones, 2000). В такой стране, как Перу, где первоначально долларизация была высокой, можно ожидать ее разворота по мере снижения глобальных процентных ставок. Наш экономический анализ свидетельствует о том, что именно этот эффект и преобладал в последние годы.

Опыт Перу подчеркивает важность четырех факторов дедолларизации — таргетирования инфляции, нормативных требований, удорожающих для банков прием долларовых депозитов и выдачу долларовых ссуд, устойчивого повышения реального курса национальной валюты и благоприятных внешних факторов, таких как высокие мировые цены на биржевые товары и низкий уровень глобального неприятия риска. В то время как некоторые из этих факторов характерны для Перу, другие имеют более широкое значение (Garcia-Escribano and Sosa, 2011; Mecagni et. al., 2015). Эти данные могут иметь ценность для разработки мер политики, направленных на снижение зависимости финансового сектора страны от иностранной валюты. ■

Луис А. В. Катан — старший экономист, а Марко Терронес — заместитель начальника отдела в Исследовательском департаменте МВФ.

Литература:

Catão, Luis A. V., and Marco E. Terrones, 2000, "Determinants of Dollarization: The Banking Side," IMF Working Paper 00/146 (Washington: International Monetary Fund).

—, 2016, "Financial De-Dollarization: A Global Perspective and the Peruvian Experience," IMF Working Paper 16/97 (Washington: International Monetary Fund).

Garcia-Escribano, Mercedes, and Sebastián Sosa, 2011, "What Is Driving Financial De-Dollarization in Latin America?" IMF Working Paper 11/10 (Washington: International Monetary Fund).

Mecagni, Mauro, and others, 2015, "Dollarization in Sub-Saharan Africa: Experience and Lessons," IMF Departmental Paper (Washington: International Monetary Fund).