



РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ

ОТДЕЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

17 декабря 2018

Утверждено
Европейским
департаментом

Подготовлено Дорой Бенедек

Содержание

ДЕДОЛЛАРИЗАЦИЯ В БЕЛАРУСИ	2
А. Введение	2
В. Долларизация	3
МЕРЫ ПОЛИТИКИ ПО ДЕДОЛЛАРИЗАЦИИ	5
ОСТАЮЩИЕСЯ ЗАДАЧИ	9
ВСТАВКА	
1. Перу: 6	6

ДЕДОЛЛАРИЗАЦИЯ В БЕЛАРУСИ¹

Высокий уровень долларизации в финансовой сфере представляет собой существенный системный фактор уязвимости для экономики. Он приводит к повышению рисков ликвидности и кредитных рисков, а также к снижению результативности денежно-кредитной политики. Уровень долларизации в Беларуси является высоким, хотя в последние годы он постепенно снижается благодаря более устойчивой макроэкономической политике и более целенаправленным пруденциальным мерам. Тем не менее, сохраняются основные задачи на пути его снижения и приближения к расчетному контрольному показателю, в том числе развитие рынков капитала в национальной валюте.

А. Введение

1. Финансовая долларизация в Беларуси находится на высоком уровне, как для депозитов, так и для кредитов. В последние годы ее уровень снижался, но он все еще выше, чем до мирового финансового кризиса. Высокая долларизация в основном обусловлена историческими факторами. Прошлые кризисы, эпизоды гиперинфляции и обвалы национальной валюты подорвали к ней доверие, побудив тем самым экономических агентов перевести свои сбережения и заимствования в иностранную валюту.

2. Высокий уровень финансовой долларизации представляет собой системный риск и фактор уязвимости для экономики, даже когда финансовый сектор кажется стабильным и обеспеченным достаточным капиталом.

- Долларизация повышает *риски ликвидности*. В случае нестабильности финансового сектора или падения доверия к банковской системе кредитор последней инстанции может предоставлять финансирование в национальной валюте, тогда как при финансировании в иностранной валюте он ограничен уровнем существующих резервов.
- Долларизация подвергает экономику *кредитному риску* в силу возможных несоответствий по валютам и нехеджированных позиций заемщиков или банков. Она повышает прямой валютный риск, если несоответствия по валютам наблюдаются на стороне банков, и косвенные валютные риски, если нехеджированным заемщикам предоставляется значительное кредитование. Эпизод девальвации национальной валюты может нейтрализовать выгоды от более низкой процентной ставки по валютным заимствованиям, ограничивая способность заемщиков выплачивать долги в долларах.
- *Последствия для экономической политики*. Высокая доля валютных авуаров ослабляет канал воздействия денежно-кредитной политики через процентные ставки и снижает результативность денежно-кредитной политики. Она также уменьшает поступления от эмиссионного дохода.

¹ Подготовлено Дорой Бенедек.

3. Беларусь недавно приняла меры для снижения высокой долларизации.

Макроэкономическая стабильность и более низкие уровни инфляции в последние несколько лет способствуют повышению доверия к национальной валюте. Были также введены соответствующие пруденциальные меры. Но некоторые важнейшие компоненты отсутствуют; в частности, внутренние рынки капитала являются неглубокими и в их текущем состоянии оказывают тормозящее влияние на деятельность по дедолларизации.

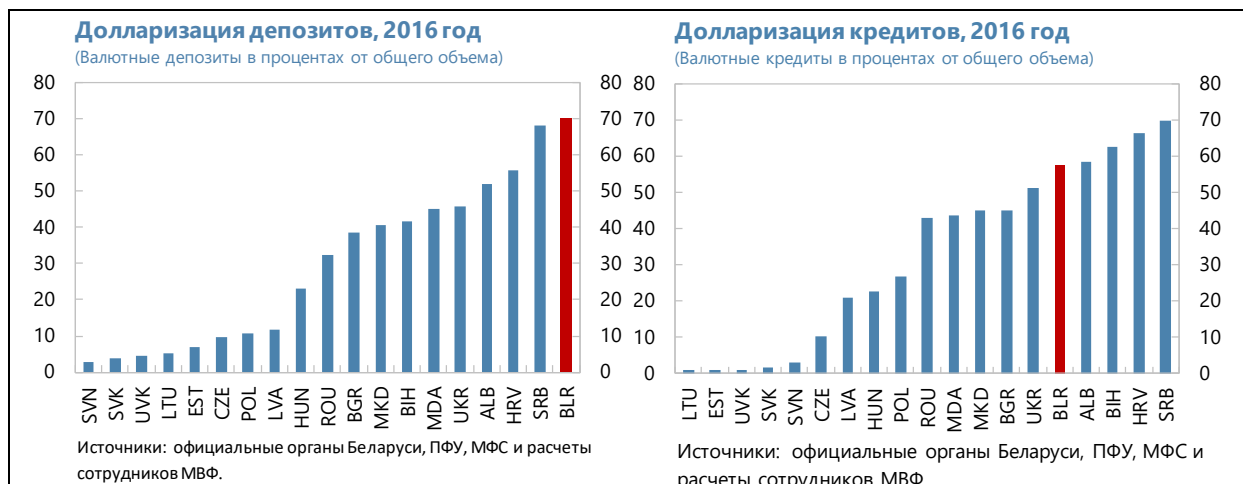
4. В настоящем документе дается оценка текущего уровня долларизации с учетом как исторической, так и международной перспективы. После анализа недавних мер и мировой оптимальной практики в работе приводятся некоторые рекомендации относительно основы для успешной дедолларизации.

В. Долларизация

5. Высокая долларизация обычно вызывается периодом тяжелой макроэкономической нестабильности в сочетании с ожиданиями дальнейшего ухудшения. Нестабильность может принимать различные формы, такие как кризисный опыт, обстановка высокой инфляции или иной вид макроэкономической волатильности, которая приводит к значительному снижению обменного курса. Если экономические агенты ожидают дополнительного значительного снижения курса, они предпочтут сберегать средства в валюте, чтобы хеджировать риск. Это рациональный выбор для защиты активов в условиях нестабильности. Долларизация усугубляется, если субъекты недооценивают риск заимствования в иностранной валюте и используют преимущества более низких ставок. Долларизация — стойкое явление, для преодоления которого требуется проводить обоснованную макроэкономическую политику и поддерживать стабильность в течение длительного времени. Наоборот, в нестабильных макроэкономических условиях меры политики, призванные уменьшить долларизацию, могут привести к бегству капитала, сокращению роли финансовых посредников и нестабильности банковского сектора.

Текущая ситуация в Беларуси

6. В Беларуси существует высокий уровень долларизации кредитов и депозитов в результате ряда внешних кризисов и гиперинфляции. За последние 25 лет Беларусь часто переживала периоды высокой инфляции. За рекордно высокой инфляцией в 1994 году вскоре последовал еще один период нестабильности цен в 1999 году. Мировой финансовый кризис вновь повлиял на белорусскую экономику. Во время последнего эпизода гиперинфляции в 2011 году рост цен превышал 100 процентов. В 2012 году инфляция сохранялась на уровне выше 65 процентов. Резкая девальвация и кризис платежного баланса в 2014 году вновь подорвали доверие к национальной валюте. Среди стран ЦВЕ в Беларуси самая высокая доля депозитов в иностранной валюте на уровне примерно 70 процентов и одна из самых высоких долей валютного кредитования, приближающаяся к 60 процентам. Более того, Беларусь — одна из немногих стран, где за период 2006–2016 годов долларизация как кредитов, так и депозитов существенно выросла. По оценке НБРБ, высокий уровень долларизации приводит к утрате поступлений от эмиссионного дохода в среднем в размере 2–3 процентов в год.



7. Оптимальный уровень долларизации в экономике не является нулевым.

Некоторый положительный уровень долларизации приносит экономические выгоды. Любая интеграция в мировую экономику может потребовать хеджирования иностранных операций. Обладание долларизованными финансовыми инструментами может уменьшить риски для иностранных инвесторов и предоставляет резидентам возможность диверсификации. Возможность валютного кредитования может снижать стоимость капитала и тем самым привести к увеличению инвестиций и более высоким темпам роста. Оптимальный уровень долларизации зависит от различных структурных факторов страны, таких как размер экономики, степень открытости, уровень финансовой интеграции и развития рынка.

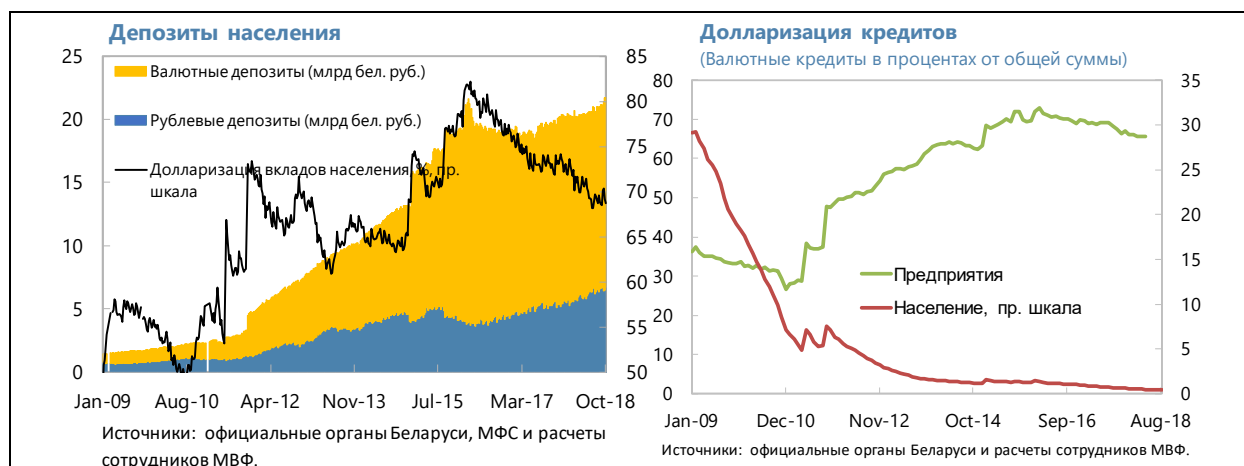
8. Долларизация в Беларуси существенно выше, чем во многих других странах, что объясняется различными движущими силами долларизации. Торговые и финансовые связи с остальным миром позволяют предположить контрольный уровень равный примерно 20 процентам, но Беларусь намного превышает этот прогнозный показатель². Более того, разрыв между этим контрольным показателем и фактической долларизацией в Беларуси один из самых высоких в регионе.

Фактический и контрольный уровень долларизации в Беларуси
(В процентах)



² Структурными факторами, определяющими контрольный уровень долларизации, являются размер экономики (население и реальный ВВП на душу населения), степень открытости торговли (экспорт и импорт в процентах ВВП), открытость счета операций с капиталом и денежные переводы в процентах ВВП для учета мобильности рабочей силы. Показатели, определяемые мерами политики, включают портфель с минимальной дисперсией, волатильность обменного курса и инфляцию, в том числе инфляцию с лагом для проверки воздействия воспоминаний о высокой инфляции на долларизацию. Описание метода оценки см. в работе Della Valle et al, Euroization Drivers and Effective Policy Response, An Application to the Case of Albania, IMF WP/18/21.

9. Долларизация уменьшается, но все же она выше, чем десять лет тому назад. Доля валютных депозитов населения снизилась с пикового уровня свыше 80 процентов в 2015 году, но до сих пор составляет около 70 процентов общей суммы депозитов по сравнению с лишь 35 процентами в 2006 году. Степень долларизации кредитов является высокой для предприятий и сейчас равна 65 процентам по сравнению с 40 процентами в 2006 году. Однако валютное кредитование населения снизилось в результате запрета на заимствование домохозяйств в иностранной валюте в 2009 году.



МЕРЫ ПОЛИТИКИ ПО ДЕДОЛЛАРИЗАЦИИ

10. Дедолларизация является длительным процессом, требующим восстановления доверия экономических субъектов к национальной валюте. Успешный опыт стран в области дедолларизации характеризуется следующим набором общих важнейших компонентов:

- **Публичная стратегия дедолларизации** для закрепления ожиданий и демонстрации приверженности оказалась очень важным средством информирования общественности.
- **Более успешные и устойчивые меры макроэкономической политики**, которые повышают доверие к национальной валюте.
- **Меры пруденциальной политики и надзорные мероприятия, которые снижают риски финансовой стабильности из-за долларизации**, ограничивают долларизацию теми сферами экономики, которые могут лучше выдержать колебаний обменного курса, и увеличивают резервы для защиты от колебаний обменного курса. Роль мер пруденциальной политики состоит в том, чтобы банки и заемщики надлежащим образом учитывали подлинные издержки заимствования в иностранной валюте.
- **Развитие национальных рынков капитала имеет важное значение для содействия национальной валюте.** Повышение емкости рынка государственных ценных бумаг будет задавать тон в развитии рынка капитала. Это потребует

диверсификации базы инвесторов государственных ценных бумаг, в том числе иностранных инвесторов, и развития вторичного рынка. Цель заключается в том, чтобы установить кривую доходности по государственным обязательствам, вдоль которой могут устанавливаться цены выпусков банков и корпоративных заемщиков. Органам государственного управления следует также содействовать долгосрочным сбережениям в национальной валюте для создания спроса на ценные бумаги с длительными сроками, например, через пенсионные фонды.

Вставка 1. Перу: пример успешной дедолларизации 1/

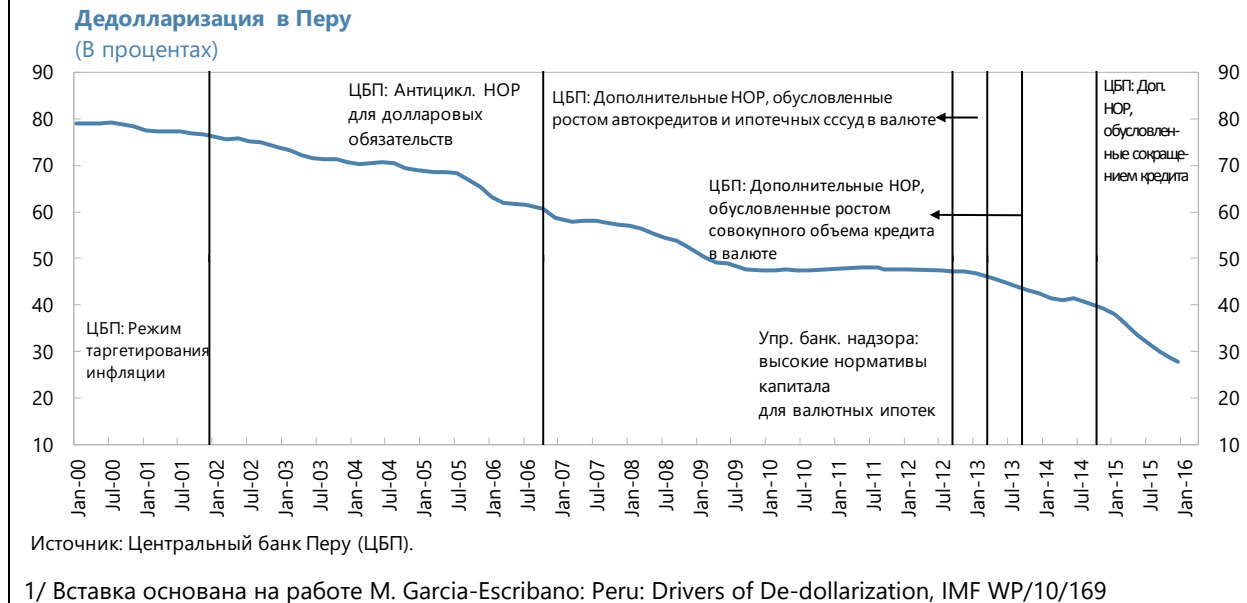
Высокая долларизация в Перу была наследием гиперинфляции в конце 1980-х годов после принудительных мер по уменьшению долларизации в середине 1980-х годов, которые привели к бегству капитала и снижению роли финансового посредничества. В результате макроэкономических и макропруденциальных мер доля кредитов в иностранной валюте в период 2003–2016 годов упала с 80 до 30 процентов.

Дедолларизация состояла из ряда важнейших элементов. Она была обусловлена макроэкономической стабильностью, которая обеспечила бюджетные профициты и стабилизировала инфляцию за счет введения таргетирования инфляции. Другим важнейшим элементом было развитие рынка капитала в национальной валюте. Официальные органы выпустили государственные облигации с более длительными сроками для удлинения кривой доходности, и сроки погашения сейчас превышают 30 лет. Макроэкономическая стабильность сопровождалась макропруденциальными мерами для целенаправленного ограничения рисков ликвидности и чрезмерного роста валютных кредитов, а также для защиты потенциала финансового сектора для покрытия убытков.

Применявшиеся в Перу инструменты:

- i) пруденциальные: более высокие требования к капиталу в случае валютных кредитов и требования к созданию резервов;
- ii) денежно-кредитные: циклические нормативы обязательных резервов и проценты по таким резервам (в иностранной валюте и в национальной валюте);
- iii) количественные: «РЕПО дедолларизации»;
- iv) нормативно-правовые: более строгие лимиты на чистые открытые валютные позиции и валютные производные инструменты.

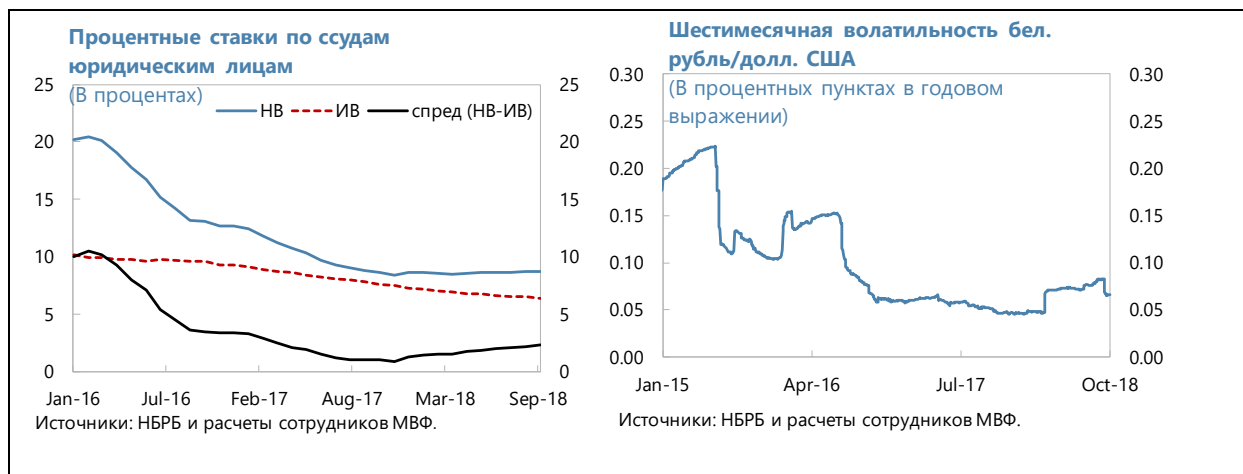
Вставка 1. Перу: пример успешной дедолларизации 1/ (окончание)



Текущая ситуация в Беларуси

Макроэкономическая политика

11. Последние достижения в области дедолларизации в значительной степени объясняются более устойчивой макроэкономической политикой. Налогово-бюджетная политика в последние годы была осмотрительной. Совокупный дефицит бюджета сектора государственного управления оставался на уровне ниже 3 процентов. Денежно-кредитная политика существенно улучшилась благодаря системе такой политики, в большей мере основанной на правилах, менее подчиненной бюджетным потребностям или нуждам ГП и нацеленной на обеспечение стабильности цен. Система целевых показателей денежно-кредитных агрегатов была принята в начале 2015 года и ориентирована на постепенный переход к таргетированию инфляции. Центральный банк совершенствует информирование общественности, что ведет к повышению доверия. В результате более эффективной политики инфляция резко снизилась, спреды ставок по рублевым и валютным кредитам снижаются, что способствует уменьшению спроса на валютные кредиты. Аналогично колебания обменных курсов постепенно уменьшаются, что снижает ценность валютных депозитов как инструмента страхования. Ограничение ценности валютных депозитов как инструмента страхования является одним из важнейших аспектов успешной дедолларизации и представляет собой трудную задачу для макроэкономической политики.



12. Параллельно, официальные органы принимают позитивные меры по либерализации валютного рынка, например, отмене обязательной продажи валютной выручки и упрощения процедуры регистрации для валютных операций. В настоящее время разрабатывается также новый законопроект для второй волны либерализации.

Макропруденциальная политика

13. Были введены пруденциальные нормативные положения, которые помогают банкам и заемщикам в полной мере учитывать социальные издержки, возникающие в связи с кредитованием и заимствованием в иностранной валюте:

- На стороне обязательств были введены дифференцированные нормативы обязательных резервов (НОР) по депозитам в национальной и иностранной валюте. Текущий НОР для валютных депозитов — 17 процентов, тогда как по средствам в национальной валюте он равен 4 процентам.
- На стороне активов (i) запрет на заимствование населения в валюте действует с 2009 года ввиду того, что домашние хозяйства редко получают валютные доходы; (ii) в случае предприятий от банков требуется оценить движение денежных средств заемщиков в иностранной валюте, чтобы убедиться в достаточности средств для погашения кредита, банки больше не могут учитывать движение рублевых средств. Увеличение резервов также распространяется на кредитование в иностранной валюте.
- Принятые меры также ограничивают размер открытой валютной позиции банков 10 процентами нормативного капитала. В этой связи справедливо отметить, что при наличии значительных объемов валютных депозитов закрытие валютных позиций банков означает, что банки должны кредитовать в валюте, возможно, нехеджированных заемщиков, или накапливать значительные объемы валютных государственных облигаций, как это имеет место в Беларуси.

ОСТАЮЩИЕСЯ ЗАДАЧИ

14. Несмотря на улучшения в последние годы, в сфере макроэкономической политики остаются трудности.

- Пока НБРБ постепенно переходит к таргетированию инфляции, обеспечение стабильности цен остается совместной задачей органа денежно-кредитного регулирования и правительства (Министерства антимонопольного регулирования и торговли), что снижает доверие и ослабляет каналы передачи воздействия денежно-кредитной политики. Доля регулируемых цен в последние несколько лет существенно снизилась, но на нее все еще приходится около 20 процентов ИПЦ. Кроме того, нерегулируемые цены могут до сих пор быть «заморожены» административным решением.
- Несмотря на устранение различных искажений рынка в последние годы НБРБ по-прежнему применяет набор рекомендуемых уровней процентных ставок для банков. Они также ослабляют канал передачи воздействия политики через процентные ставки, одновременно искажают рыночную конкуренцию. В частности, лимит на процентную ставку по депозитам домохозяйств, установленный ниже конкурентоспособного уровня, ограничивает способность банков привлекать больше депозитов в национальной валюте и создает неблагоприятные стимулы с точки зрения дедолларизации.
- Заимствование ГП в валюте сопряжено с моральным риском в том плане, что ГП учитывают возможность экстренной помощи от государства, если они окажутся не в состоянии погасить свои долги в иностранной валюте.

15. Необходимо углублять внутренние финансовые рынки, которые в их текущем состоянии оказывают тормозящее воздействие на процесс дедолларизации. В этой связи есть некоторые обнадеживающие шаги. ЕБРР совместно с властями работает над развитием национального рынка капитала; он стал выпускать обязательства с более длительными сроками погашения в рублях, а также предоставлять кредиты в рублях. Кроме того, власти планируют на 2019 год номинированный в рублях выпуск бумаг сроком свыше одного года. Эти действия необходимо активизировать, чтобы установить надлежащую эталонную кривую доходности. Одновременно необходимы усилия по созданию институционального спроса на более долгосрочные облигации, который сейчас отсутствует.

16. Всесторонняя, публично объявленная национальная стратегия дедолларизации экономики является недостающим элементом. Такая стратегия послужит важным сигналом и подтверждением приверженности и поможет информировать заемщиков о рисках (частных и социальных) валютного заимствования. Эта стратегия будет предусматривать практическую «дорожную карту», которая также обеспечит согласованность существующих мер политики и координацию стратегических и практических мер. Ее реализация будет зависеть от условий, при этом каждый этап обусловлен успехами на предыдущих рубежах, основной упор — на достижении макроэкономической стабилизации, финансовой стабильности и проведении структурных реформ. Эта «дорожная карта» должна быть ориентирована на рыночные и благоприятствующие рынку меры. История других стран показывает, что жесткие директивные меры могут привести к пагубным последствиям.