

# Долларизация: причины и пути решения проблемы

Михаил ДЕМИДЕНКО



Заместитель директора Центра интеграционных исследований Евразийского банка развития кандидат экономических наук

Наталья МИРОНЧИК



Кандидат экономических наук

Алексей КУЗНЕЦОВ



Экономист Евразийского банка развития

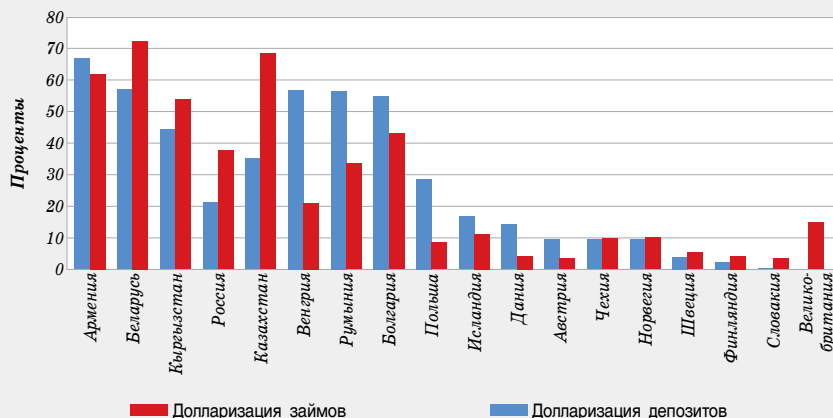
**Ключевые слова:**  
долларизация, дедолларизация.

Одним из важнейших вызовов для государства в монетарной и финансовой сфере является долларизация. Почему долларизация является проблемой? Главный ее недостаток заключается в том, что она снижает эффективность работы процентного канала, поскольку изменение процентных ставок почти не влияет на ставки валютных кредитов и депозитов. Это уменьшает действенность денежно-кредитной политики, тем самым ограничивая возможности правительства в плане управления макроэкономическими процессами. В условиях, когда внешние валютные обязательства страны превышают ее валютные активы, балансовый эффект от изменения обменного курса работает в направлении противоположном эффекту изменения относительных цен и суммарный эффект от ослабления обменного курса на экономический рост может быть отрицательным. Системный риск для финансовой системы возрастает, по крайней мере, по двум причинам. Во-первых, финансовая долларизация снижает способность центрального банка выступать в качестве кредитора последней инстанции, поскольку увеличивает вероятность дефицита ликвидности в финансовой системе в иностранной валюте в стрессовых ситуациях. Во-вторых, ввиду того, что банки кредитуют в иностранной валюте не только экспортеров, финансовая долларизация порождает валютные несовпадения, которые усиливают кредитный риск в иностранной валюте. Следовательно, повышение эффективности денежно-кредитной политики и обеспечение финансовой стабильности невозможно представить без низкого уровня долларизации и высокого уровня доверия к национальной валюте.

В Республике Беларусь сохраняется один из самых высоких уровней долларизации экономики среди государств – участников ЕАЭС и стран Европы (рисунок 1). По данным на 1 октября 2016 г., в Беларуси объем задолженности секторов экономики по валютным кредитам банков в общей сумме их кредитной задолженности составил 57%, в том числе объем кредитной задолженности государственных коммерческих предприятий в иностранной валюте в общей сумме их задолженности по кредитам банков – 69%. На долю валютных депозитов в структуре широкой денежной массы приходилось 64%. Депозиты в иностранной валюте составляли 72% от общей суммы всех депозитов, в том числе в структуре банковских депозитов, принадлежащих домашним хозяйствам, этот показатель был равен 78%, а в структуре депозитов юридических лиц – 61% (рисунок 2).

Значительные изменения уровня долларизации пришлось на 2009 г., вследствие 20-процентной девальвации обменного курса белорусского рубля к доллару США в ответ на негативное воздействие мирового финансово-экономического кризиса на экономику Республики Беларусь, и на 2011 г., в результате почти трехкратного обесценения обменного курса белорусского рубля по отношению к основным мировым валютам. После 2011 г., вплоть до начала 2016 г., доля валютной составляющей в структуре депозитов и кредитов продолжала увеличиваться из-за вынужденных корректировок курса белорусского рубля к иностранным валютам, в том числе в ответ на ослабление курса российского рубля на внешних рынках под воздействием неблагоприятных внешних шоков.

### Долларизация займов и депозитов в государствах – участниках ЕАЭС и в Европе<sup>1</sup>



Примечание. Разработка авторов на основе данных центральных банков стран ЕАЭС и Европы.

Рисунок 1

### Долларизация в Республике Беларусь и обменный курс белорусского рубля к доллару США



Примечание. Разработка авторов на основе данных Национального банка Республики Беларусь.

Рисунок 2

Снижение уровня долларизации финансового сектора принесло бы значительные экономические и политические дивиденды для Республики Беларусь. Однако для того, чтобы добиться успеха, нужно устранить коренные причины этого феномена.

По мнению экономистов Алена Изе и Эдуардо Леви Еяти, они кроются в денежно-кредитной и экономической турбулентности, а также в слабости национальных

институтов, поскольку долларизация есть не что иное, как проявление рационального стремления экономических субъектов застраховаться от гиперинфляции [7]. Некоторые экономисты утверждают, что долларизация объясняется не только уровнем инфляции, но и неопределенностью динамики реальной доходности активов, номинированных в национальной валюте, возникающей в силу волатильности ин-

фляции [4]. Также вряд ли кто-то будет опровергать вывод о том, что разные формы долларизации взаимно усиливают друг друга [6]. Например, финансовая долларизация будет выше в экономике с более высоким уровнем «реальной долларизации» (то есть формированием цен на товары в долларах и евро) и/или более широкой степенью долларизации расчетов. Среди других важных причин также называются низкое доверие общественности к денежно-кредитной политике, высокие инфляционные и девальвационные ожидания, память о недавних фактах высокой инфляции и/или девальвации.

По нашему мнению, основные причины высокого уровня долларизации экономики следующие.

**1. Высокий уровень инфляции и таргетирование (фиксация) обменного курса.** Факт того, что долларизация в значительной степени возникает под воздействием денежно-кредитной политики, неспособной обуздать инфляцию, наглядно демонстрируют результаты межстрановых сопоставлений (рисунки 3, 4). При этом жесткий контроль за обменным курсом только усиливает мотивацию к долларизации. Многие исследования и практический опыт ряда стран (например, Турции и Польши) указывают на то, что восстановление гибкого обменного курса и реализация мер, направленных на снижение и стабилизацию инфляции, являются ключевыми условиями, без выполнения которых другие усилия по дедолларизации с высокой степенью вероятности окажутся бесплодными.

Следует учитывать, что эти макроэкономические условия могут быстрее повлиять на сбережения и инвестиционные решения фирм, чем на домашние хозяйства, где преодоление негативных воспоминаний о высокой инфляции требует большего срока [9]. В этой связи центральные банки на протяжении длительного периода должны не только посылать общественности последовательные сигналы о своем твердом намерении обеспечивать монетарную стабильность и гибкость обменного

<sup>1</sup> В рисунках 1, 3 данные по Армении, Беларуси, Казахстану, Кыргызстану и России представлены за сентябрь 2016 г., данные по Австрии, Болгарии, Великобритании, Венгрии, Дании, Исландии, Норвегии, Польше, Румынии, Словакии, Финляндии, Чехии, Швеции – за 2015 г.

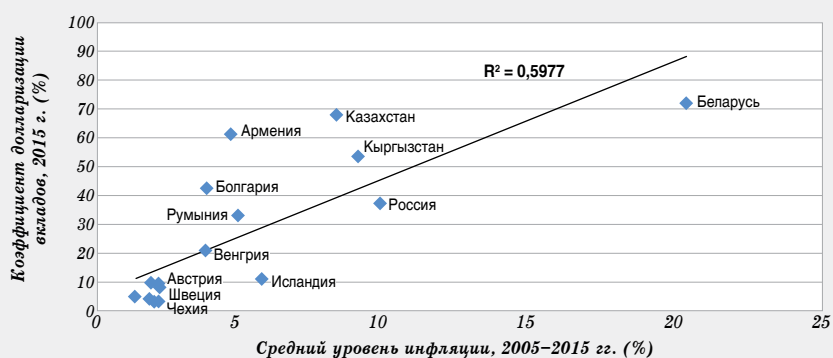
### Долларизация вкладов и инфляция в странах СНГ и ЕС



*Примечание.* Разработка авторов на основе данных центральных банков стран ЕАЭС и Европы.

Рисунок 3

### Долларизация обязательств и инфляция в странах СНГ и ЕС



*Примечание.* Разработка авторов на основе данных центральных банков стран ЕАЭС и Европы.

Рисунок 4

курса и не допускать попятных движений в политике, но также предпринимать поддерживающие меры, направленные на формирование благоприятной финансовой рыночной среды и создание дополнительных экономических стимулов дедолларизации экономики.

**2. Макроэкономическая волатильность.** Волатильность инфляции, в случае если она выше, чем волатильность номинального ослабления валютного курса, является одной из причин долларизации. В частности, политика дезинфляции (сокращения и стабилизации инфляции) посредством контроля за динамикой обменного курса, когда последний стабилизируется быстрее, чем инфляция, склонна стимулировать долларизацию. В данном случае можно привести в пример Армению: с одной стороны, в республике достаточно долгое время стабильно низкая инфляция, однако и долларизация активов и пассивов банковского сектора одна

из самых высоких в ЕАЭС. Это объясняется тем, что режиму денежно-кредитной политики в Армении присущ ряд особенностей, нехарактерных для чистого инфляционного таргетирования. Так, стабильный обменный курс наряду с другими факторами создает предпосылки для высокой долларизации.

Важны также роль ожиданий и степень доверия участников рынка. Если экономические субъекты не верят, что недавние хорошие результаты макроэкономической политики изменят среднесрочную динамику, долларизация может не снизиться даже в том случае, если макроэкономическая политика претерпела фундаментальные изменения.

**3. Страх плавающего обменного курса, вызванный разрывом балансовых позиций** (наличием значительных открытых валютных позиций). В высоко долларизованной экономической среде у центрального банка может возникнуть соблазн зафиксиро-

вать или жестко контролировать обменный курс, чтобы защитить экономику от последствий девальвации для балансов субъектов экономики. Однако при недостаточности золотовалютных резервов и воздействии на экономику существенных неблагоприятных внешних шоков такая курсовая политика становится заложницей «страха плавающего обменного курса».

**4. Недооценка кредитного риска нехеджированных заемщиков.** Заемщики и кредиторы могут недооценивать кредитный риск, возникающий в результате предоставления кредитов в иностранной валюте нехеджированным заемщикам. Неспособность предвидеть резкое и существенное обесценение обменного курса, с одной стороны, обуславливает принятие заемщиками чрезмерного валютного риска, с другой – побуждает кредиторов предоставлять кредиты в иностранной валюте. Также значительный разрыв в уровнях процентных ставок в пользу иностранной валюты может через процесс неблагоприятного отбора спровоцировать рост концентрации более рискованных проектов в сегменте нехеджированных заемщиков.

Эффективно функционирующий глубокий и ликвидный валютный рынок (спотовый и форвардный), снабженный надежными механизмами ценообразования, снижает потребность в иностранной валюте в качестве «страховки», поскольку предоставляет участникам рынка неограниченный доступ к финансовым ресурсам и инструментам хеджирования валютных рисков. Без эффективно функционирующего валютного рынка субъекты хозяйствования будут стремиться привлечь финансирование в альтернативных валютах, подвергая себя валютным рискам. Для импортеров при отсутствии развитого института хеджирования лучшей политикой покрытия валютных рисков является фиксация цен в иностранной валюте.

Учитывая изложенное, видится целесообразным разделить меры по сокращению уровня долларизации экономики на три уровня: первоочередные – направленные на изменение макроэкономической среды; второй

уровень – пассивные, ориентированные на формирование благоприятной финансовой рыночной среды; третий уровень – активные, призванные воздействовать на стимулы распространения операций конкретного сегмента рынка, а также правила установления цен на отдельные товары. Как показывает эмпирический анализ, проведенный МВФ, центральные банки достаточно широко используют активные меры для стимулирования и поддержки процесса дедолларизации [10].

К *первоочередным мерам*, направленным на изменение макроэкономической среды, относятся меры по снижению и стабилизации инфляции на основе гибкого обменного курса. Цель данного этапа заключается в устранении главного препятствия – высокого уровня инфляции и недостаточной гибкости обменного курса, без чего все другие меры и действия или большая их часть будут обречены на провал.

*Меры второго порядка – пассивные* – касаются формирования благоприятной финансовой рыночной конъюнктуры. Их цель – создать условия, которые минимизируют неблагоприятные последствия в экономике в случае, если стратегические меры, отнесенные к первой группе, не будут реализованы в полном объеме. В частности, данные меры должны содействовать расширению балансов банков за счет продвижения номинированных в национальной валюте инструментов и развития внутренних финансовых рынков, а также за счет устранения неопределенности относительно уровня долгосрочных процентных ставок.

Пассивные меры в большей степени должны быть сосредоточены на изменении структуры будущих потоков, а не на существующих долларовых позициях. Как свидетельствует международный опыт, в случае успешной дедолларизации потоков позиции начнут корректироваться примерно через 2–4 года (в зависимости от дюрации среднего банковского портфеля) [5].

К пассивным мерам следует отнести:

- воздержание от действий, способствующих продвижению использования иностранных

валют в ущерб национальной, что включает: осуществление государственных заимствований и сбережений преимущественно в национальной валюте; предоставление субсидий на погашение кредита в основном номинированных в национальной валюте; использование системы дифференцированного налогообложения доходов от сбережений, страхования вкладов и другие;

- регулярное размещение значительных объемов взаимозаменяемых эталонных векселей и облигаций для формирования кривой доходности, заслуживающей доверия у инвесторов, которая может использоваться для ценообразования долгосрочных кредитных инструментов в национальной валюте, а также сделок хеджирования;
- развитие вторичных рынков облигаций и других инструментов, номинированных в национальной валюте, с целью создания продуктов, с помощью которых можно формировать цены на долгосрочные кредитные инструменты, номинированные в национальной валюте, что также будет способствовать совершенствованию механизма ценообразования форвардных курсов;
- стимулирование развития института хеджирования валютных рисков, в том числе посредством совершенствования механизмов: учета, налогового регулирования и осуществления операций хеджирования; предоставления отчетности по сделкам с производными инструментами; корпоративного риск-менеджмента;
- совершенствование инфраструктуры валютного рынка (развитие торговых систем, расширение возможности для применения удаленных торговых терминалов);
- постепенную либерализацию потоков капитала и развитие внутреннего валютного рынка, что могло бы стимулировать увеличение на рынке числа и возможностей риск-тейкеров, которые готовы были бы брать на себя позиции по покупке/продаже валюты с форвардными датами исполнения;

- развитие рынка производных инструментов государственных ценных бумаг (опционов, фьючерсов), поскольку они стимулируют развитие валютных опционов, фьючерсов;

- развитие и совершенствование системы мониторинга валютных рисков, информирование участников рынка о валютных рисках и преимуществах сделок, номинированных в национальной валюте;
- предоставление банкам гарантированного доступа к ликвидности в национальной валюте в случае возникновения дефицита ликвидности в банковской системе.

*Меры третьего порядка* – активные, то есть стимулирующие использование национальной валюты посредством регулирования степени дифференциации норм и требований к финансовым операциям в разных валютах и на разных сегментах финансовых рынков, а также правил установления цен.

В части финансовых операций меры третьего порядка, по мнению авторов, должны быть сосредоточены преимущественно на кредитных операциях банков, а не на вкладах, поскольку динамика вкладов физических лиц формируется под воздействием мотивов и условий, часто не связанных с уровнем процентных ставок (например, девальвационных ожиданий). Также недостаток вкладов в национальной валюте в значительной степени может являться эндогенным ответом на недостаток кредитов в ней.

Как показывает опыт других стран, коммерческие банки считают сегменты розничного и краткосрочного кредитования наиболее перспективными объектами дедолларизации и изъявляют готовность сотрудничать во внедрении необходимых для этого ограничений [8]. Следует отметить, что работа по дедолларизации операций малых и средних компаний может начаться на более позднем этапе. Также важно обозначить, что крупные корпоративные клиенты и домохозяйства, как правило, больше других сопротивляются переходу с иностранной валюты на национальную, и это желательно учитывать при разработке и реализации мер.

Учитывая вышесказанное, к мерам третьего уровня следует отнести:

- усиление дифференциации резервных требований, включая дифференцированный подход к их смягчению;
- усиление дифференциации требований пруденциального надзора (например, введение дифференцированных залоговых коэффициентов и коэффициентов покрытия выплат по обслуживанию задолженности текущими доходами, особенно в наиболее уязвимых сегментах, таких как потребительское и краткосрочное кредитование; введение ограничений на предоставление валютных кредитов в наиболее уязвимых сегментах). Международный опыт (например, Польша, Сербии, Турции) свидетельствует, что кредитование населения в иностранной валюте содержит высокий валютный риск и риск непогашения таких кредитов в случае увеличения сумм платежей по ним до размеров, превышающих доходы кредитополучателя;
- содействие конверсии валютных кредитов в национальную валюту;
- субсидирование процентных ставок по валютным кредитам, конвертированным в национальную валюту;
- проведение широкомасштабной кампании по продвижению национальной валюты в качестве расчетного средства, в том числе путем введения запрета на установление цен (тарифов, ставок налогов и иных платежей) в иностранной валюте.

Считается, что меры третьего уровня наименее ценны в ситуации, когда меры предыдущих двух уровней не реализованы. В лучшем случае они будут бесполезны, в худшем – спровоцируют неблагоприятные последствия, например, когда клиентам будут навязываться невыгодные кредиты в национальной валюте или у банков будут возникать дополнительные кредитные риски, которые они не смогут интернализировать<sup>2</sup>.

Меры третьего порядка призваны, во-первых, ограничить

наиболее уязвимые сегменты от валютных рисков, а во-вторых, сделать неприемлемой банковскую модель, которая основана на механическом переводе валютных рисков на клиентов. При этом необходимо следить за тем, чтобы эти меры не были излишне ограничительными с учетом текущей фазы бизнес-цикла.

### Опыт Республики Беларусь

Осознавая влияние высокого уровня долларизации на монетарную сферу и риски для финансовой стабильности, а также невозможность искоренить данную проблему в одиночку, Национальный банк и Правительство Республики Беларусь развернули реализацию целого комплекса мер по снижению уровня долларизации и разрешению таких взаимосвязанных проблем, как низкий уровень доверия населения к белорусскому рублю, несоответствие валют активов и обязательств, ограниченный доступ к валютной ликвидности, существенные годовые валовые потребности страны во внешнем финансировании, что требует постоянного поиска компромиссных и взвешенных решений. В этой связи стратегия дедолларизации является фундаментальной и лежит в основе не только стратегий монетарной, пруденциальной политики и развития финансового рынка в Беларуси, но также государственной экономической политики в целом.

К числу основополагающих уже принятых мер первого уровня следует отнести:

1) проведение с 2011 г. Национальным банком и Правительством работ по постепенной отмене директивного кредитования;

2) переход Национального банка в 2012 г. к политике поддержания положительных в реальном выражении процентных ставок, способствующих формированию сбережений в национальной валюте;

3) использование с 2015 г. нового режима денежно-кредитной политики – монетарного таргетирования, который позволил сконцентрировать усилия Национального банка на достижении одной цели – снижении и стабилизации уровня инфляции;

4) переход Национального банка с начала 2015 г. к более гибкой системе курсообразования, предусматривающей постепенное снижение частоты вмешательства Национального банка на валютный рынок и усиление роли рыночных факторов в формировании обменного курса;

5) ужесточение налогово-бюджетной политики, включая политику заработных плат, что поспособствовало уменьшению внешних и внутренних дисбалансов в экономике и снижению валютных рисков.

Благодаря стабилизации курса национальной валюты, с марта 2016 г. началось снижение доли валютных депозитов в структуре широкой денежной массы.

В этой связи видится совершенно обоснованным использование Национальным банком режима монетарного таргетирования исключительно в качестве временной стратегии и его планирование в среднесрочном периоде осуществить переход к режиму инфляционного таргетирования, который считается более эффективным в решении задачи повышения доверия экономических агентов к денежно-кредитной политике в целом и национальной валюте в частности.

В то же время уровень долларизации продолжает быть высоким, при этом крайне актуальной остается проблема ликвидности и недостаточности валютных запасов для нейтрализации значимых внешних шоков, низкой эффективности экономики в целом [1]. Все это требует дальнейших активных действий в данном направлении, а также принятия других – пассивных и активных – мер поддержки.

Что касается пассивных мер, ориентированных на создание благоприятной финансовой рыночной среды, условий и конъюнктуры, хотелось отметить следующее.

Переход Национального банка к более гибкому режиму обменного курса, а также внешние шоки, связанные с наблюдаемыми в последние годы существенными колебаниями мировых цен на нефть и курсов мировых валют, стимулировали нефинансовые

<sup>2</sup> Интернализация рисков долларизации означает покрытие возникающих рисков за счет большего потребления нормативного капитала.

организации, осуществляющие расчеты в иностранных валютах по экспортно-импортным сделкам и обязательствам по банковским кредитам, к хеджированию валютных рисков. Вместе с тем в силу таких причин, как: отсутствие нормативных правовых документов, регламентирующих и разъясняющих порядок проведения и учета нефинансовыми организациями операций хеджирования, а также устанавливающих порядок налогообложения доходов по операциям хеджирования валютных рисков и учета возникающих расходов в налогообложении; низкое качество корпоративного риск-менеджмента на предприятиях; отсутствие на валютном рынке риск-тейкеров, которые готовы были бы взять на себя позиции по покупке/продаже валюты с форвардными датами исполнения; отсутствие на рынке бенчмарков доходности по долгосрочным долговым инструментам, а также влияния других факторов объем заключаемых банками сделок с субъектами хозяйствования с целью покрытия последними своих валютных рисков незначителен. Предпринимаемые Национальным банком в 2015–2016 гг. усилия по популяризации операций хеджирования [2] не позволяют переломить данную тенденцию. Поэтому первоочередными в данном направлении представляются меры по совершенствованию механизмов регулирования сделок хеджирования валютного риска в части учета, налогообложения и порядка проведения, а также созданию бенчмарков доходности финансовых инструментов, номинированных в белорусских рублях. Скорейшее разрешение данных проблем будет зависеть прежде всего от действий Министерства финансов Республики Беларусь по внедрению Национального стандарта бухгалтерского учета и отчетности «Финансовые инструменты», который будет определять порядок отражения предприятиями в бухгалтерском учете информации о сделках с финансовыми инструментами, в

том числе используемых в целях хеджирования, и размещению соответствующих по срокам эталонных выпусков государственных облигаций для формирования кривой доходности по белорусскому рублю.

В части решения задачи по наращиванию ликвидности в иностранной валюте будет разумным задействовать в большей мере канал прямых иностранных инвестиций (далее – ПИИ), а не внешних займов, которые склонны усиливать риски сохранения высокого уровня долларизации. Поэтому представляется крайне важной скорейшая реализация начатых Правительством институциональных и структурных реформ, направленных на повышение инвестиционной привлекательности белорусской экономики, снижение факторов макрофинансовой уязвимости и усиление экономического потенциала. Также в целях улучшения условий для привлечения ПИИ крайне важной видится реализация Национальным банком намеченных мероприятий по либерализации валютных отношений и снижению нормы обязательной продажи валютной выручки. Отметим, что с 1 сентября 2016 г. размер обязательной продажи иностранной валюты уже был снижен Национальным банком с 30 до 20 процентов от суммы валютной выручки.

Если говорить о косвенном регулировании привлекательности рублевых и валютных вкладов, то для создания стимула для увеличения срока срочных депозитов Декретом Президента № 7 от 11 ноября 2015 г. было установлено, что с 1 апреля 2016 г. доходы в виде процентов по безотзывным депозитам населения освобождаются от подоходного налога, если срок такого депозита в белорусских рублях и иностранной валюте превышает 1 и 2 года соответственно. Учитывая текущий низкий уровень валютных запасов Национального банка и банков, не видится уместным кардинально менять данный порядок в ближай-

шее время с целью повышения привлекательности долгосрочных сбережений в национальной валюте по сравнению с валютными. Однако по мере накопления высоколиквидных валютных активов Национальным банком и банками отмена преференций с депозитов в иностранной валюте должна стимулировать процесс финансовой дедолларизации.

Также с целью обеспечения привлекательности отечественной банковской системы, поощрения и охраны сбережений граждан с 2008 г. в Беларуси действует система 100-процентного страхования вкладов физических лиц<sup>3</sup>. В данном случае аналогично вышеуказанному порядку уместно постепенно по мере финансовой стабилизации перейти к системе гарантированного возмещения вкладов в ограниченных пределах, то есть только для вкладов в национальной валюте.

Стоит отметить, что лишь в определенной степени используются в Республике Беларусь инструменты (меры) **третьего уровня**, действенность которых, как отмечалось выше, проявляется за счет:

- 1) интернализации рисков долларизации;
- 2) упреждения и предотвращения негативного воздействия шоков обменного курса на экономику;
- 3) укрепления потенциала и способности финансовой системы абсорбировать шоки.

Главной мерой данного уровня можно считать действующий в Республике Беларусь с 2009 г. запрет на кредитование населения в иностранной валюте<sup>4</sup>. В целях снижения потенциальных рисков в финансовой системе полагаем правильным создание для банков Республики Беларусь стимулов сократить в своих активах долю кредитов в иностранной валюте, не препятствуя при этом валютному кредитованию внешнеторговых операций. Учитывая, что уровень долларизации экономики за 2011–2016 гг. не снизился, а вырос, видится целесообразным сохранить действующую

<sup>3</sup> Регулируется Декретом Президента Республики Беларусь от 4 ноября 2008 г. № 22 «О гарантиях сохранности денежных средств физических лиц, размещенных на счетах и (или) в банковские вклады (депозиты)» и Законом Республики Беларусь от 8 июля 2008 года № 369-З «О гарантированном возмещении банковских вкладов (депозитов) физических лиц».

<sup>4</sup> Постановление Правления Национального банка Республики Беларусь от 14 июля 2009 г. № 105 «О внесении дополнений и изменений в Инструкцию о порядке предоставления (размещения) банками денежных средств в форме кредита и их возврата от 30 декабря 2003 г. № 226».

щий запрет на выдачу валютных кредитов физическим лицам.

Другой важной мерой дедолларизации экономики Национальный банк и Правительство считают отказ от расчетов в иностранной валюте между резидентами на территории Республики Беларусь. С этой целью в середине 2016 г. был принят совместный план мероприятий, предусматривающий к 2019 г. значительное сокращение случаев использования иностранной валюты в расчетах между резидентами, а также отказ от привязки к доллару США или евро при определении ставок налогов, таможенных пошлин, арендной платы, тарифов и иных платежей и их установление исключительно в белорусских рублях.

Третья мера – это дифференциация норм обязательного резервирования. Несмотря на то, что в прошлом нормативы обязательных резервов были разными для разных валют и типов вкладчиков, в условиях актуализации задач обеспечения финансовой стабильности и проблемы ликвидности банков Национальным банком с июня 2015 г. была установлена единая норма обязательного резервирования для всех видов депозитов на уровне 7,5% (рисунок 5). Считается, что использование одинакового норматива обязательных резервов по вкладам в национальной и иностранной валютах вместо применения более высокой нормы по валютным свидетельствует о признании одинакового риска ликвидности по вкладам в национальной и иностранной валютах. Вместе с тем в условиях ограниченного доступа к источникам финансирования в иностранной валюте, что характерно для Беларуси, риск ликвидности в иностранной валюте выше. В этой связи видится целесообразным вернуться к дифференциации норм обязательного резервирования и установить более высокие ставки для валютных вкладов, чем для рублевых. Более высокий норматив обязательных резервов для валютных депозитов будет действовать в качестве «налога» на финансовое посредничество в иностранной валюте, способствуя тем самым снижению уровня дол-

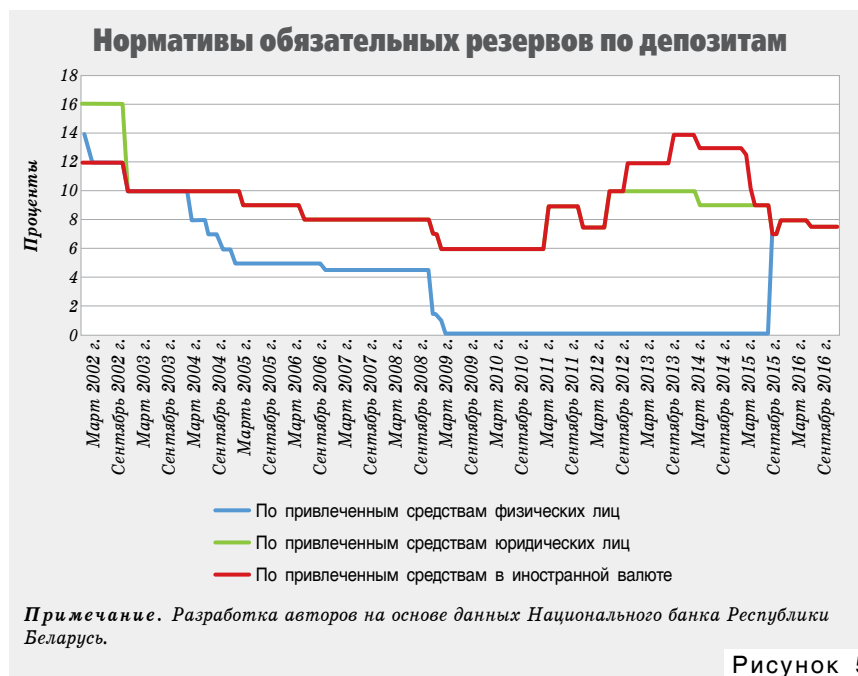


Рисунок 5

ларизации финансовой системы. Процентные ставки по валютным депозитам снизятся, а по валютным кредитам повысятся, что уменьшит их привлекательность по сравнению с депозитами и кредитами в белорусских рублях.

Четвертая группа мер – макропруденциальные меры, направленные на ограничение валютного риска и повышение устойчивости финансового сектора. Согласно результатам исследований экспертов Всемирного банка и Международного валютного фонда, проведенных в 2016 г., в отдельных банках Республики Беларусь выявлен значительный косвенный кредитный риск по кредитам в иностранной валюте, предоставленным нехеджированным заемщикам [1]. Учитывая положительный международный опыт применения макропруденциальных мер для снижения уровня долларизации<sup>5</sup> видится целесообразным повысить требования к капиталу таких банков посредством повышения весовых коэффициентов риска для капитала по валютным кредитам, которые имеют больший кредитный риск, связанный с колебаниями обменного курса, побудив тем самым банки повышать процентные ставки по валютным кредитам, что, в свою очередь, снизит спрос на них.

## Выводы

Беларуси предстоит еще долгий путь выхода на устойчиво высокие темпы экономического роста, а высокий уровень долларизации создает ряд системных рисков, которые могут существенно осложнить этот путь. Сегодня экономические агенты, деловые партнеры, инвесторы, кредиторы и др. – все нуждаются в снижении негативных ожиданий относительно будущего белорусской экономики и белорусского рубля. Поэтому проблемы долларизации, а также девальвации и инфляции должны решаться комплексно и фундаментально. Это означает не только следование цели поддержания ценовой стабильности и обеспечение гибкости обменного курса, но также предполагает реализацию целого комплекса взаимосвязанных мер по стимулированию структурного сдвига в пользу национальной валюты. Без надлежащего доверия к белорусскому рублю Республика Беларусь не сможет восстановить устойчивую положительную макроэкономику своей экономики.

Необходима скорейшая реализация начатых Правительством институциональных и структурных реформ, направленных

<sup>5</sup> Более высокий весовой коэффициент риска для кредитов нехеджированным заемщикам устанавливали Коста-Рика, Гватемала и Гондурас. Ограничения на предоставление валютных кредитов нехеджированным дебиторам использовали Албания и Аргентина.

на повышение инвестиционной привлекательности белорусской экономики, снижение факторов макрофинансовой уязвимости и усиление экономического потенциала. Сложность решения задач обуславливается ограниченностью запасов в иностранной валюте, необходимостью погашения валютных обязательств страны и повышения уровня золотовалютных резервов.

Создание полноценного института хеджирования также крайне важно для формирования благоприятной финансовой рыночной среды и условий снижения потенциальных валютных рисков, расширения использования национальной валюты иностранными инвесторами,

экспортерами и отечественными заемщиками.

Триггерами и значимыми катализаторами процесса дедолларизации могут стать конкретные макропруденциальные меры, направленные на ограничение валютного риска нехеджированных заемщиков, запрет наиболее рискованных видов валютного кредитования, сокращение практики использования иностранной валюты в расчетах между резидентами, отказ от привязки ставок налогов (таможенных пошлин, арендной платы, тарифов и иных платежей) к доллару США и евро, возврат к дифференцированным нормам обязательного резервирования, а также косвенное регулирование привлекательности рублевых и

валютных вкладов. Данные меры не следует игнорировать, поскольку они содействуют снижению валютного риска, уменьшению степени его воздействия на экономику. А это, в свою очередь, способствует повышению уровня финансовой устойчивости, так как создается пространство для повышения гибкости обменного курса и экономики в целом и одновременно – условия для поддержания стабильности цен и инфляционных ожиданий, повышения доверия к национальной валюте и эффективности монетарной политики.

\* \* \*

*Материал поступил 23.11.2016.*

**Источники:**

1. Республика Беларусь. Доклад персонала для консультаций 2016 года в соответствии со статьей IV [Электронный ресурс] / МВФ, Вашингтон. – 9 августа, 2016. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/scr/2016/cr16298r.pdf>. – Дата доступа: 10.11.2016.
2. Хеджирование валютных рисков нефинансовыми организациями [Электронный ресурс] / Национальный банк Республики Беларусь. – Режим доступа: <https://www.nbrb.by/finsector/forexhedging>. – Дата доступа: 10.11.2016.
3. Basso, H.S. *Financial dollarization the role of banks and interest rates* / H.S. Basso, O. Calvo-Gonzalez // *European Central Bank. – Working Paper. – 2007. – № 748. – 76 p.*
4. Calvo, G. *From Currency Substitution to Dollarization and Beyond: Analytical and Policy Issues* / G. Calvo, C. Vegh // *In Money, Inflation and Output. – Cambridge, MA: MIT Press. – 1997. – P. 153–175.*
5. Catao, L. *Financial De-Dollarization: A Global Perspective and the Peruvian Experience* / L. Catao, M. Terrones // *IMF Working Paper. – 2016. – № 97. – 25 p.*
6. Ize, A. *Real Dollarization, Financial Dollarization, and Monetary Policy* / A. Ize, E. Parrado // *Central Bank of Chile. – Working Paper. – 2006. – № 375. – 24 p.*
7. Ize, A. *Financial Dollarization* / A. Ize, E.L. Yeyati // *Journal of International Economics. – 2003. – № 59. – P. 323–347.*
8. Neanidis, K.C. *Financial Dollarization: Short-run Determinants in Transition Economies* / K.C. Neanidis, C.S. Savva // *Journal of Banking and Finance. – 2009. – № 33 (10). – P. 1860–1873.*
9. Savastano, M.A. *Dollarization in Latin America: Recent Evidence and Some Policy Issues* / M.A. Savastano // *The Macroeconomics of International Currencies: Theory, Policy, and Evidence ed. by P. Mizen and E. Pentecost. – Gloucestershire, UK: Edward Elgar. – 1996. – P. 193–224.*
10. *Staff Guidance Note On Macroprudential Policy* // IMF. – Washington. – December. – 2014. – 84 p.