



Банк России

Центральный банк Российской Федерации

**Динамика долларизации
депозитов в условиях
ослабления национальной
валюты в России
и Казахстане**

Февраль 2016

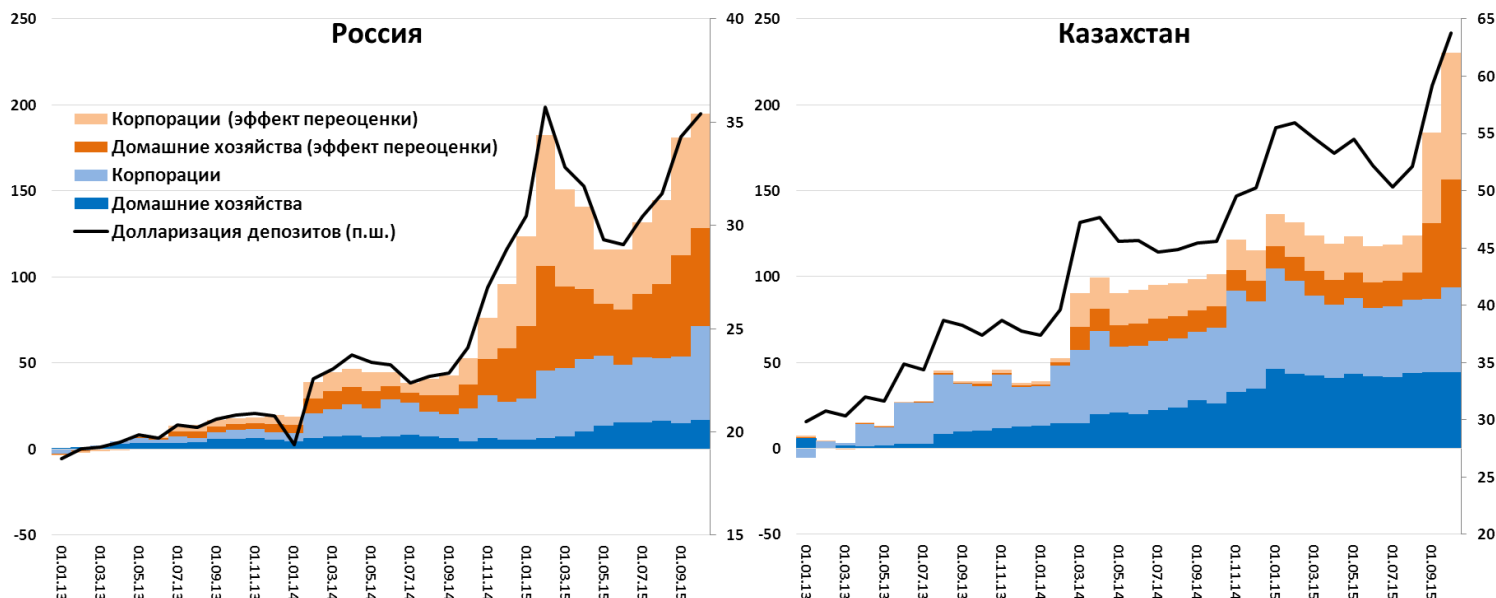
**Аналитическая записка
Департамента исследований
и прогнозирования
Банка России**

№1 08.02.2016

Несмотря на менее масштабное, чем в России, ослабление национальной валюты, уровень долларизации банковских депозитов в Казахстане в 2014–2015 годах повысился в гораздо большей степени, что могло быть связано с режимом фиксированного валютного курса, отсутствием возможности проводить активную процентную политику и изначально более высоким уровнем долларизации экономики Казахстана.

Обесценения национальной валюты в 2014-2015 годах вызвало заметный рост долларизации банковских депозитов как в России, так и в Казахстане. При этом в России доля валютных депозитов увеличилась с начала 2014 года с 20 до 35%, а в Казахстане – с 37 до 65%¹. В то время как основным фактором роста доли депозитов в иностранной валюте в России был эффект переоценки, в Казахстане процесс долларизации был значительно усилен изменением сберегательных предпочтений экономических агентов в пользу иностранной валюты, особенно в 2014 году (Рисунок 1).

Рисунок 1. Доля депозитов в иностранной валюте в общем объеме депозитов и декомпозиция их прироста относительно уровня 2012 года, %



Источник: Банк России, Национальный Банк Казахстана.

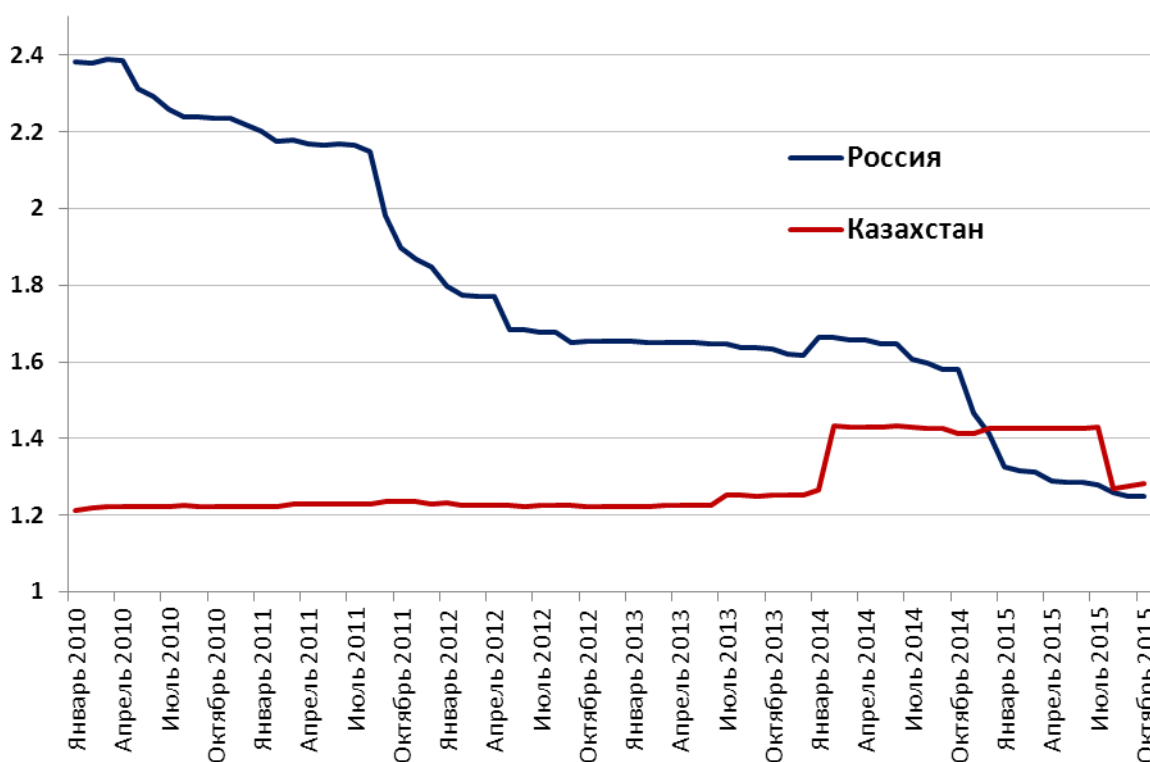
Для более формальной иллюстрации взаимосвязи динамики долларизации и валютного курса можно использовать результаты регрессионного анализа. Оцененные коэффициенты, связывающие изменения долларизации и курсовую динамику в России и Казахстане, оказались схожими (1,25 и 1,28 соответственно)². Однако эти коэффициенты характеризуют рассматриваемую взаимосвязь в среднем на ис-

¹ По состоянию на конец III квартала 2015 года.

² В качестве показателя валютного курса использовалась переменная $(1 - d_{t-1}) * d_{t-1} * (E_t / E_{t-1} - 1)$, где E_t – валютный курс (рублей/тенге за доллар США), d_t – доля валютных депозитов в общем объеме депозитов (подробнее см. Нопочан (2007)). В этом случае коэффициент 1 означает, что долларизация изменяется исключительно под влиянием эффекта переоценки. Коэффициенты больше 1 отражают более активную перебалансировку структуры депозитов в пользу иностранной валюты в периоды ослабления рубля/тенге.

пользуемой выборке (2000–2015 годы)³. Рекурсивные оценки указывают на нестабильность этой взаимосвязи в России (Рисунок 2): в период с 2010 года добавление новых наблюдений приводило к пересмотру коэффициента связи в сторону уменьшения. Это означает, что реакция вкладчиков на новые эпизоды курсовых колебаний становилась менее острой, чем в среднем за предыдущий рассматриваемый период. Данная тенденция сохранилась и при добавлении наблюдений за 2014–2015 годы, в то время как в Казахстане добавление наблюдений за этот период приводило к повышению коэффициента статистической связи.

Рисунок 2. Рекурсивные оценки коэффициента связи между изменением долларизации депозитов и изменением показателя курсовой динамики



Источник: расчеты ДИП.

Существуют несколько теоретических объяснений такого различия в динамике долларизации.

Во-первых, в качестве фактора, сдерживающего долларизацию, может рассматриваться режим свободного курсообразования (Kokenyne et al. (2010); Ben Nasseur et al. (2015)). Волатильность обменного курса повышает риски, связанные с конвертацией валютных активов и, соответственно, снижает ликвидность валютных депозитов. Кроме того, режим фиксированного обменного курса зачастую приводит к возникновению асимметричных ожиданий: экономические агенты верят в желание и способность центрального банка сдерживать укрепление национальной валюты, но не ее ослабление.

В отличие от Казахстана, в России обменный курс перестал быть жестко управляемым уже в 2009 году, а в 2014 году его волатильность возросла многократно (Рисунок 3). Это могло способствовать снижению спроса на валютные depo-

³ Коэффициент связи, оцененный на выборке с 2010 по 2015 год, в России составляет 0,94, а в Казахстане – 1,3.

зиты. Частые движения обменного курса вверх и вниз, как в России, делают бессмысленными попытки играть на курсе. Вместе с тем волатильность, которая возникает при редких, но значительных разовых девальвациях, как в Казахстане, дает возможность подготовиться к очередному раунду девальвации, покупая впрок иностранную валюту.

**Рисунок 3. Волатильность курса валюты в России и Казахстане
(медиана модуля дневного изменения обменного курса
на скользящем 90-дневном периоде, п.п.)**

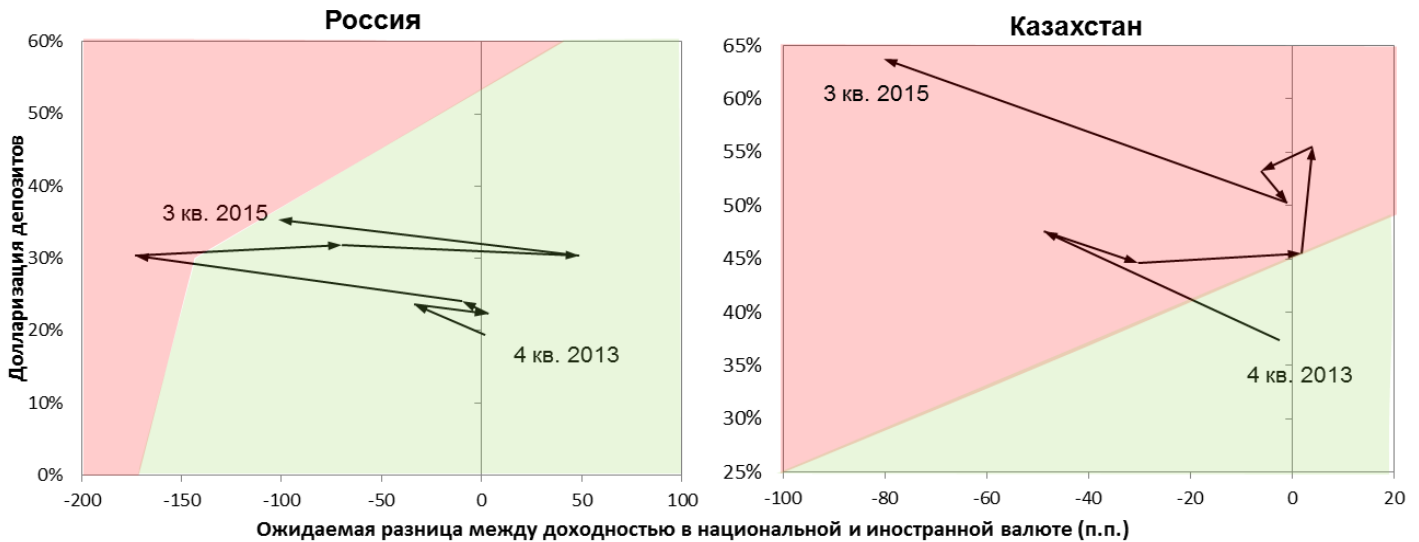


Источники: Банк России, Национальный Банк Казахстана.

Во-вторых, фактором нарастания долларизации депозитов в Казахстане мог быть эффект гистерезиса, т.е. ситуация, когда уровень долларизации, достигнув высоких значений, укореняется в экономике и не снижается даже при стабилизации курса национальной валюты. Это связано с устойчивым изменением сберегательных предпочтений экономических агентов в пользу иностранной валюты.

В качестве порогового значения долларизации депозитов, после достижения которого возврат к низкому уровню долларизации становится менее вероятным из-за устойчивого изменения поведения экономических агентов, можно рассматривать уровень в 45% (Крупкина и Пономаренко (2015)). Данный уровень был превышен в Казахстане уже в начале 2014 года, и во все последующие кварталы экономика страны находилась в состоянии конвергенции к высокому равновесному уровню долларизации (Рисунок 4). В России этого не произошло. Уровень долларизации хотя и вырос, но незначительно, оставшись ниже порогового значения.

Рисунок 4. Пороговые значения соотношения долларизации и чистой доходности валютных депозитов и фактические соотношения этих показателей в 2014–2015 годах в России и Казахстане Красная область – соотношения, обеспечивающие схождение к высокому равновесному уровню долларизации, зеленая область – к низкому.



Источники: Банк России, Национальный Банк Казахстана, Крупкина и Пономаренко (2015).

В-третьих, существенное различие между ситуациями на финансовых рынках двух стран заключалось в том, что в России процентные ставки по депозитам в национальной валюте резко возросли, в то время как в Казахстане они оставались стабильными (рисунок 5). Во многом это объясняется отсутствием возможности у Национального Банка Казахстана проводить активную процентную политику в условиях режима управляемого валютного курса, в то время как Банк России активно влиял через ключевую ставку на процентные ставки в экономике и привлекательность рублевых активов.

В-четвертых, современная экономическая теория рассматривает поведение банков в качестве отдельного фактора долларизации депозитов (Basso et al. (2011)). Можно предположить, что резкий рост ставок по рублевым депозитам в России мог отражать желание коммерческих банков сохранить валютную структуру своих балансов и не допустить резкого роста валютных пассивов и возникновения несоответствия между валютной структурой пассивов и активов. В то же время коммерческие банки Казахстана были готовы к наращиванию валютных активов и не стремились сохранить пассивы в национальной валюте. Все же, по нашему мнению, влияние этого фактора на долларизацию депозитов в России было незначительным. Повышение Банком России ключевой ставки до 17% в декабре 2014 года сделало рублевые депозиты привлекательными и остановило отток вкладов. Достаточная развитость инструментов хеджирования валютных рисков в России посредством форвардных контрактов, валютных свопов и т.д. давала российским банкам возможность сохранять баланс между валютной структурой активов и пассивов.

**Рисунок 5. Ставки по срочным депозитам физических лиц
в национальной валюте, п.п.**



Литература

Basso, H.S., O. Calvo-Gonzalez, and M. Jurgilas (2011) Financial dollarization: The role of foreign owned banks and interest rates. *Journal of Banking and Finance* 35: 794–806.

Ben Naceur, S., Hosny, A. and G. Hadjian. (2015) How to De-Dollarize Financial Systems in the Caucasus and Central Asia? Working Paper 203, IMF.

Honohan, P. (2007) Dollarization and exchange rate fluctuations. CEPR Discussion Paper 6205.

Kokenyne, A., Ley, J. and R. Veyrune (2010) Dedollarization. Working Paper 88, IMF.

Крупкина А., Пономаренко А. (2015) Долларизация депозитов в странах с формирующимися рынками: «эффект храповика». Серия докладов об экономических исследованиях Банка России № 7.

Департамент исследований и прогнозирования

Анна Крупкина

Алексей Пономаренко