

# WESTERN UNION



Вестерн Юнион, Франкфурт (Германия): денежные переводы из стран с развитой экономикой, таких как Германия, часто осложняют проведение денежно-кредитной политики в странах-получателях.

## Проблемы с передачей воздействия мер политики

*Адольфо Барахас, Ралф Чами, Кристиан Эбеке и Энн Ёкинг*

**Сильный приток  
денежных  
переводов  
препятствует  
способности  
страны проводить  
независимую  
денежно-кредитную  
политику**

**В** многих развивающихся странах и странах с формирующимся рынком идет модернизация способов проведения денежно-кредитной политики, чтобы сделать ее более прозрачной и ориентированной на перспективу, уделяя больше внимания гибкости обменного курса, ставя явные цели в области инфляции и добиваясь большей опоры на краткосрочные процентные ставки в качестве инструмента политики.

Однако для того, чтобы добиться в этом успеха, таким странам необходимо иметь действенный «механизм передачи воздействия политики», обеспечивающий, чтобы производимые центральным банком изменения в директивной ставке распространялись по всей экономике и в конечном счете сказывались на принимаемых домашними хозяйствами и фирмами решениях о своих расходах. В нескольких из проведенных в последнее время исследований было сделано заключение, что в странах с более низкими доходами этот механизм передачи воздействия политики отсутствует или сильно ослаблен.

Такое же ослабление механизма передачи воздействия политики было обнаружено в странах со средним уровнем доходов и в странах с формирующимся рынком, являющихся крупными получателями денежных переводов, то есть средств, которые граждане, проживающие за границей, посылают домой своим семьям. Это означает, что директивным органам этих стран следует принимать во внимание трудности, с которыми они сталкиваются в попытках проведения полностью современной денежно-кредитной политики, и им может иметь смысл рассмотреть вопрос о применении мер по укреплению механизма передачи воздействия политики или иные подходы, которые помогли бы им в проведении денежно-кредитной политики.

**Денежные переводы являются крупными и продолжают увеличиваться**

Приток денежных переводов со стороны работников-мигрантов из-за границы является неотъемлемой чертой многих развивающихся стран и стран с формирующимся рынком.

По миру в целом официальные показатели этих потоков характеризовались устойчивой тенденцией к повышению: с пренебрежимо низкого уровня в 1980 году до примерно 588 млрд долларов в 2015 году, причем 435 млрд долларов из этих средств были получены развивающимися странами. В качестве источника иностранных средств в последние годы денежные переводы работников мигрантов составляли в среднем почти 2 процента ВВП для всех стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, в то время как прямые иностранные инвестиции (ПИИ) составляли 3 процента ВВП, портфельные инвестиции — почти 1 процент, а официальные трансферты (иностранная помощь) были лишь чуть больше ½ процента. В 2014 году примерно 115 стран получили денежные переводы, составлявшие не менее 1 процента ВВП, а в 19 странах они составляли не менее 15 процентов ВВП. По сравнению с потоками частного капитала или официальной помощи, денежные переводы являются более стабильными. Их циклическая изменчивость оказывается заметно меньшей, и с началом мирового финансового кризиса в 2008 году они сократились в существенно меньшей степени.

В некоторых странах денежные переводы затмевают собой другие внешние потоки. Например, в 2015 году в Иордании (входящей в число 30 крупнейших получателей денежных переводов) их приток составил примерно 9 процентов ВВП страны, что в четыре раза больше притока ПИИ и в три с половиной раза больше притока средств от размещения частных еврооблигаций.

Невозможно отрицать, что денежные переводы приносят ощутимые выгоды стране-получателю, поддерживая ее доходы и потребление оставшихся в стране семей отправителей, но при этом можно также ожидать, что идущие из года в год потоки такого объема будут оказывать существенное влияние на экономику в целом, и не все это влияние обязательно будет положительным. В ходе обзора экономических исследований (Chami et al., 2008) было обнаружено, что денежные переводы оказывают подающее влияние на обменные курсы, долгосрочную устойчивость налоговой политики и политики в области (бюджетных) расходов, на институциональную систему и качество управления, долгосрочный экономический рост и денежно-кредитную политику. В нескольких исследованиях было показано, что стойкий приток денежных переводов оказывает повышательное давление на долгосрочный реальный обменный курс, что удорожает товары, экспортируемые страной — получателем переводов. Помимо своего влияния на обменные курсы и экспортные товары, эти потоки представляют собой канал, по которому могут передаваться потрясения из стран — отправителей переводов в страны-получатели, и этот канал связывает циклы деловой активности этих стран. Например, в ходе недавнего мирового кризиса резкий спад в странах с развитой экономикой (отправителях) передался на страны с низкими и средними доходами (получателей), поскольку работники были вынуждены сократить объем средств, которые они в состоянии посылать своим семьям (Barajas et al., 2012). Позднее снижение цен на нефть привело к аналогичному влиянию со стороны стран — производителей нефти в Персидском заливе на соответствующие страны-получатели, которыми в основном являются импортеры нефти на Ближнем Востоке и в Северной Африке.

Что касается налогово-бюджетной политики, здесь могут быть как положительные, так и отрицательные эффекты для страны, имеющей крупный и устойчивый приток денежных переводов в течение значительного времени. Денежные переводы напрямую вызывают расширение налоговой базы, что облегчает поддержание устойчивости государственных финансов, не допуская ситуации чрезмерного увеличения государственного долга. Однако денежные переводы могут также вызывать нежелательные сдвиги в поведении органов государственного управления. Во-первых, что представляется несколько парадоксальным, само увеличение базы государственных доходов может внести искажения в стимулы, которыми определяется деятельность государства, сни-

жая издержки непродуктивных расходов. Во-вторых, дополнительный доход, образующийся у домашних хозяйств благодаря денежным переводам, увеличивает их возможности приобретать товары, замещающие собой государственные услуги, и уменьшает их стимулы к тому, чтобы требовать подотчетности государства за его деятельность.

### **Влияние на денежно-кредитную политику**

Большинство исследований денежных переводов исходит из предпосылки о наличии хорошо функционирующей финансовой системы и действенного механизма передачи воздействия политики, в то время как эти условия необязательно присутствуют в рассматриваемых странах. Иными словами, в этих исследованиях предполагается, что, когда органы политики изменяют свою директивную ставку, это изменение практически влияет на другие ставки в экономике, в конечном счете сказываясь на кредитовании со стороны финансовых посредников и решениях, принимаемых домашними хозяйствами и фирмами о своих расходах.

Мы исследовали, насколько это является верным представлением условий денежно-кредитной политики в странах, являющихся крупными получателями денежных переводов. Если механизм передачи воздействия политики в странах-получателях отсутствует, то директивные органы будут сталкиваться с дополнительными сложностями в проведении независимой и ориентированной на перспективу денежно-кредитной политики с использованием инструмента процентной ставки (Barajas et al., 2016).

В случае стран с низкими доходами обнаруживается все больше свидетельств того, что передача воздействия денежно-кредитной политики является существенно более слабой, чем в странах с развитой экономикой. Хотя может действовать целый спектр различных каналов передачи, в работе Mishra, Montiel, and Spilimbergo (2012) утверждается, что слабость развития рынка ценных бумаг, неполная интеграция в международные финансовые рынки и сильное регулирование обменных курсов, с большой вероятностью, ведут к тому, что в более бедных странах остается только один действенный канал передачи воздействия политики — банковское кредитование. Изменение директивной ставки распространяется через рынки краткосрочных ценных бумаг, в конечном счете несколько сказываясь на стоимости финансирования для банков и потому на их способности предоставлять кредиты частным заемщикам, которыми могут быть как фирмы, так и население.

Однако даже канал банковского кредитования может быть серьезно ослаблен, если в банковской сфере низок уровень конкуренции, отмечается низкое качество институциональной среды, неразвиты межбанковские рынки, на которых банки проводят между собой операции, и отсутствует информация о качестве заемщиков. Эти факторы совместно могут нейтрализовать передачу воздействия краткосрочной директивной ставки на стоимость финансирования для банков.

Денежные переводы, приток которых характерен не только для стран с низкими доходами, но также и для различных стран со средним уровнем доходов и стран с формирующимся рынком, могут также сказываться на проведении денежно-кредитной политики. Это влияние может быть двояким. Во-первых, денежные переводы ведут к увеличению балансов банков, выступая стабильным и по существу бесплатным источником депозитов, поскольку они в значительной мере нечувствительны к процентным ставкам. При прочих равных условиях страны — получатели денежных переводов, как правило, имеют более крупные банковские системы. Таким образом, поскольку депонирование средств денежных переводов на банковские счета ведет к повышению объемов финансовой посреднической деятельности (процесс, при котором банки сводят заемщиков и лиц, формирующих сбережения), можно ожидать, что денежные переводы будут способствовать усилению передачи воздействия денежно-кредитной политики. В конечном счете, чем больше финансовых услуг используется

в экономике, тем сильнее влияние, которое оказывают колебания в банковском кредите на экономическую активность.

С другой стороны, хотя банки могут из года в год получать значительные объемы практически бесплатного дополнительного финансирования за счет размещения в них денежных переводов, это не означает, что они будут в такой же мере увеличивать кредитование частного сектора. Страны, являющиеся получателями денежных переводов, такие как большинство развивающихся стран, часто страдают от целого ряда проблем, в том числе от слабости институциональной системы и механизмов регулирования и недостатка кредитоспособных заемщиков. В самом деле, как отмечалось выше, потоки денежных переводов могут вносить свой вклад в снижение качества управления. Такая неблагоприятная среда для кредитной деятельности уменьшает склонность банков к предоставлению кредитов за пределами очень ограниченного круга «достойных» заемщиков, и на этой несклонности никак не сказывается наличие дополнительных средств, доступных для предоставления в качестве кредитов. Поэтому банки в странах-получателях обычно оказываются держателями более значительных объемов ликвидных активов, избыточных резервов и государственных ценных бумаг, чем банки в странах, не получающих денежные переводы (см. рис. 1). В результате, поскольку банки имеют избыток ликвидности, не происходит развития межбанковского рынка, на котором финансовые организации, нуждающиеся в краткосрочных средствах, берут их в заем у организаций, имеющих избыточные остатки средств. Учитывая, что директивная ставка призвана влиять на предельную стоимость финансирования для банков, когда межбанковский рынок практически отсутствует, влияние изменений директивной ставки оказывается ослабленным, либо они не оказывают никакого влияния. Канал банковского кредитования оказывается недейственным.

### Более слабая передача воздействия денежно-кредитной политики

Наш эмпирический анализ подтверждает, что по мере увеличения денежных переводов происходит заметное ослабление передачи воздействия денежно-кредитной политики через канал банковского кредитования. Опираясь на выборку из 58 стран из различных регионов мира за период с 1990 года по 2013 год, нами было обнаружено, что сила передачи воздействия мер политики, изме-

ряемая как прямое воздействие изменения в директивной ставке на изменения в ставках по банковским кредитам, постоянно снижается с увеличением размера денежных переводов. В странах, которые не получают денежных переводов и имеют конкурентные банковские системы, почти 90 процентов изменения в директивной ставке передается на ставку по банковским кредитам. И наоборот, в стране, ежегодно получающей денежные переводы в размере 5 процентов ВВП, передается только примерно 4 процента того же изменения ставки на ставку по кредитам, даже если банковская система является конкурентной. А когда денежные переводы достигают 7,6 процента ВВП, директивная ставка не оказывает никакого влияния на ставки по банковским кредитам. Если банковская система не является конкурентной, поворотная точка приходится на значительно более низкий уровень денежных переводов — 1,2 процента ВВП (см. рис. 2).

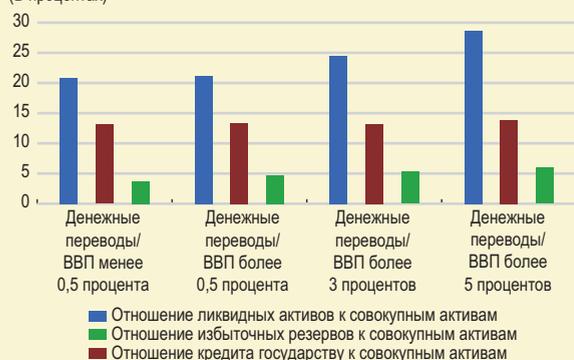
Так называемой трилеммой основ политики постулируется, что, когда допускается свободное перемещение капитала в страну и из страны, но при этом поддерживается фиксированный обменный курс, способность страны к проведению независимой денежно-кредитной политики оказывается серьезно ограниченной. Попытки директивных органов влиять на внутреннюю процентную ставку, как правило, ведут к быстрому возникновению крупных потоков капитала (либо в страну, либо из страны, в зависимости от того, повышается или снижается процентная ставка), которые в конечном счете приводят к нейтрализации эффекта, создаваемого принятой мерой политики. Полученные нами результаты указывают на то, что при наличии денежных переводов в страну может возникать параллельная трилемма, но по иной причине. В отличие от потоков капитала, денежные переводы не реагируют на изменения внутренних процентных ставок. Их постоянное присутствие ослабляет денежно-кредитную политику, не потому, что директивные органы не могут повлиять на внутренние процентные ставки, а потому, что директивная ставка органов регулирования может не влиять на решения, сказывающиеся на внутренней экономической активности. Таким образом, странам — получателям денежных переводов могло бы иметь смысл несколько ограничить свои планы достижения полной независимости денежно-кредитной политики. Проведенные исследования указывают на то, что более значительный приток денежных переводов действительно связан с более зна-

Рисунок 1

#### Приток наличных средств

Банки в странах, получающих крупные суммы денежных переводов, обычно хранят более значительные объемы ликвидных активов, государственных ценных бумаг и избыточных резервов, чем банки в странах, не получающих денежные переводы или получающих их в меньших размерах.

(В процентах)



Источники: МВФ, *Международная финансовая статистика*; обследование центральных банков; расчеты авторов.

Примечание. Данные охватывают период с 1997 года по 2007 год. Размер выборки несколько различается: 101 страна в отношении избыточных резервов, 112 стран в отношении кредита государству, 123 страны в отношении ликвидных активов.

Рисунок 2

#### Подавление сигнала

Чем крупнее денежные переводы и чем менее конкурентной является банковская система, тем меньшее влияние оказывает изменение директивной процентной ставки на ставки по банковским кредитам.

(Величина, на которую изменение директивной ставки на 1 процентный пункт передается на ставки по кредитам)



Источник: расчеты авторов.

Примечание. Результаты основаны на выборке из 58 стран в период с 1990 года по 2013 год. Уровень конкуренции основан на так называемом индексе Лернера, которым измеряется банковская маржа, представляющая собой разность между ценой банковского продукта и предельными издержками. Чем выше значение индекса, тем менее конкурентной является банковская система. Низкий уровень конкуренции показывает страны-годы, в которых индекс Лернера для банковской системы был выше медианы по выборке различных стран, а высокий уровень конкуренции показывает случае, когда индекс Лернера был ниже медианы.

чительными интервенциями на валютных рынках либо для поддержания полностью фиксированного обменного курса, либо для регулирования его колебаний.

### Варианты политики

Эти результаты могут вести к заключению о том, что, если не отказываться от независимости денежно-кредитной политики, стране-получателю следует вести работу с объемами денежных переводов, учитывая, что их присутствием, по крайней мере частично, объясняется ослабление влияния денежно-кредитной политики. В частности, могут предприниматься попытки контролировать или сдерживать приток денежных переводов. Однако непрактично прилагать усилия к принудительному сокращению притока денежных переводов, поскольку это их не остановит, а заставит переместиться на параллельный рынок. Кроме того, их сокращение лишит экономику положительного влияния переводов на сокращение бедности и обеспечение страхования для домашних хозяйств-получателей.

Вместо этого, страны могут исследовать альтернативы краткосрочным процентным ставкам, одновременно переходя на более прозрачные и ориентированные на перспективу основы политики. Одним из вариантов может быть введение требования о том, чтобы хранимые банками депозиты (резервы) в центральном банке были достаточно крупными, чтобы оказывать сдерживающее влияние, и тем самым восстановить некоторый контроль над банковским кредитованием. Безусловно, ценой этому будет уменьшение кредита частному сектору. Еще одним вариантом может быть введение налога на избыточную ликвидность банков (на наличные средства или активы, которые с легкостью могут конвертироваться в наличные, такие как государственные ценные бумаги), что будет подталкивать банки к увеличению кредитования. Однако такая мера может привести к увеличению кредитного риска, чего банки пытались избежать, ограничивая круг своих заемщиков.

Оптимальный подход заключается в том, чтобы направить усилия на фундаментальные факторы, такие как низкое каче-

ство институциональной системы и недостаток полной информации о надежности заемщиков. Эти факторы заставляют банки накапливать избыточную ликвидность, вместо того чтобы расширять кредитование частного сектора за рамки хорошо известных им заемщиков. Однако если смотреть на вопрос реалистично, это займет длительное время. Важную роль могут также сыграть структурные реформы, такие как укрепление прав собственности и правового государства и борьба с коррупцией. Эти меры будут одновременно способствовать установлению контроля над бюджетным дефицитом, уменьшая необходимость привлечения государством займов у банков, что высвободит ресурсы на финансирование нуждающегося в кредите частного сектора. ■

*Ралф Чами — заместитель директора, а Адольфо Барахас — старший экономист в Институте профессионального и организационного развития; Кристиан Эбеке — экономист в Европейском департаменте МВФ, а Энн Ёкинг — экономист в Финансовом департаменте МВФ.*

#### Литература:

*Barajas, Adolfo, Ralph Chami, Christian Ebeke, and Anne Oeking, 2016, "What's Different about Monetary Policy Transmission in Remittance-Dependent Countries?" IMF Working Paper 16/44 (Washington: International Monetary Fund).*

*Barajas, Adolfo, Ralph Chami, Christian Ebeke, and Sampawende J. Tapsoba, 2012, "Workers' Remittances: An Overlooked Channel of International Business Cycle Transmission?" IMF Working Paper 12/251 (Washington: International Monetary Fund).*

*Chami, Ralph, Adolfo Barajas, Thomas Cosimano, Connel Fullenkamp, Michael Gapein, and Peter Montiel, 2008, Macroeconomic Consequences of Remittances, IMF Occasional Paper 259 (Washington: International Monetary Fund).*

*Mishra, Prachi, Peter Montiel, and Antonio Spilimbergo, 2012, "Monetary Transmission in Low-Income Countries: Effectiveness and Policy Implications," IMF Economic Review, Vol. 60, No. 2, pp. 270–302.*



COLUMBIA | SIPA

School of International and Public Affairs

## 12-MONTH MPA PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT AT COLUMBIA

Designed for mid-career professionals, with tracks in

- Economic Policy Management
- Central Banking and Financial Markets
- Global Energy Management and Policy

**Application Deadline for 2017–2018: January 5, 2017**

- A rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- Faculty of world's leading economists, policymakers, and expert practitioners
- Tailored seminar series on macroprudential policymaking, international finance, and financial crises

Contact us at [pepm@sipa.columbia.edu](mailto:pepm@sipa.columbia.edu) | 212-854-6982 | [sipa.columbia.edu/pepm](http://sipa.columbia.edu/pepm)