

ВИЗНАЧЕННЯ ПРИРОДНОГО РІВНЯ ДОЛАРИЗАЦІЇ В УКРАЇНІ¹

КОСТЯНТИН ХВЕДЧУК^a, ВАЛЕНТИНА СІНІЧЕНКО^a, БАРРИ ТОПФ^b

^aНаціональний банк України, Київ, Україна

E-mail: Kostiantyn.Khvedchuk@bank.gov.ua

E-mail: Valentyna.Sinichenko@bank.gov.ua

^bКонсультант, Міжнародний валютний фонд, у минулому Банк Ізраїлю

E-mail: Barrystopf@gmail.com

Анотація

У статті представлено огляд передумов фінансової доларизації в Україні. Автори використовують кількісні методи, такі як модель портфеля з найменшою варіацією та порівняння із зіставними країнами, і враховують особливості економіки України для оцінки її природного рівня доларизації. В дослідженні також розглянуто можливі шляхи приведення фінансової доларизації в Україні до природного рівня, який автори оцінюють у близько 20%. Додаткові фактори свідчать, що реалістичною середньостроковою ціллю економічної політики є зниження доларизації до діапазону 20–30%.

Класифікація JEL

F41, E58, G11

Ключові слова:

фінансова доларизація, природна доларизація, "євроізація", портфель з найменшою варіацією

1. ВСТУП

Доларизація² є типовою проблемою країн з перехідною економікою і водночас проблемою, яку вирішити непросто. Це поширена тема для дослідників у всьому світі. Україна – приклад такої країни з перехідною економікою, в якій гривня є законним платіжним засобом з 1996 року. Після періоду гіперінфляції 1990-х років Україна досягла відносної стабільності шляхом стримування інфляції на двозначковому рівні і в останні роки – на однозначковому. Високий рівень доларизації в Україні значною мірою зумовлений швидкими темпами інфляції, які спостерігалися протягом останніх майже 20-ти років. Вона проявляється у фінансовій доларизації (фінансові активи та зобов'язання в іноземній валюті), реальній доларизації (індексація цін та заробітної плати до іноземної валюти) та заміщенні національної валюти (використання іноземної валюти для здійснення внутрішніх розрахунків). Недовіра до влади, пам'ять про різку девальвацію, геополітичні загрози і періодичні банківські кризи спонукали населення користуватися іноземною валютою, у тому числі для заощаджень. Крім того, слабкий розвиток фінансових ринків обмежує можливості для диверсифікації.

Доларизація має негативні наслідки для національної економіки, однак надає мало переваг. Aleksić et al. (2008) and Yeuati (2006) показали, що доларизація послаблює дію процентного каналу трансмісійного механізму

монетарної політики³. Країни з надмірно доларизованою економікою мають нестабільний фінансовий сектор, оскільки різкі коливання обмінного курсу спричиняють великі збитки (так званий балансовий ефект). Такі країни схильні до банківських криз, їхнє економічне зростання сповільнене та більш волатильне (Yeuati, 2006). Хоча фінансова доларизація і сприяє розширенню спектра фінансових послуг шляхом надання можливості хеджування ризиків у межах країни, ця перевага виникає лише в періоди високого рівня інфляції (De Nicolo et al., 2005). Доларизація сприяє зростанню інвестицій шляхом зниження відсоткових ставок, але ціною погіршення фінансової стабільності. Таким чином, органи влади намагаються зменшити рівень доларизації з метою пом'якшення її найбільш негативних наслідків.

Певного ступеня доларизації неможливо уникнути у відкритій економіці, оскільки депозити в іноземній валюті надають можливість диверсифікації і можуть сприяти здійсненню міжнародної торгівлі. Dalgic (2017) розглядає депозити в іноземній валюті як своєрідну угоду страхування, за якою агенти, які одержують кредити в іноземній валюті, є постачальниками послуги страхування, а вкладники коштів в іноземній валюті страхують себе від ризиків девальвації.

Водночас надмірний рівень доларизації небажаний. Щоб виміряти, який рівень доларизації є надмірним, ми оцінюємо її природний рівень. Ми визначаємо його

¹ Погляди, висловлені у цій статті, є виключно поглядами авторів і не обов'язково відображають думку установ, у яких вони працюють.

² У тексті цієї статті терміни "доларизація" та "євроізація" взаємозамінні та стосуються використання будь-якої іноземної валюти (долара США, євро та інших поширених валют) замість національної валюти.

³ Однак, на думку Reinhart et al. (2003) та Leiderman et al. (2006), дезінфляція водночас можлива в країнах з надзвичайно високим рівнем доларизації. Успіх Перу, надзвичайно доларизованої країни, є таким прикладом.

як рівень доларизації, який відповідає структурним особливостям економіки України, за умов тривалого періоду макроекономічної стабільності та реалізації належної державної політики. Серед структурних факторів ми розглядаємо якість інституцій, геополітичне середовище, високий рівень відкритості економіки та гістерезис доларизації (стійкість очікувань, що відображається в інерційності поведінки).

Мета цієї статті – оцінити природний рівень доларизації в Україні. Це сприятиме визначенню рівня надмірної доларизації і слугуватиме орієнтиром для політики дедоларизації. Водночас розроблення ефективних заходів із дедоларизації потребує проведення додаткового емпіричного дослідження рушійних сил зниження доларизації.

У цьому дослідженні ми застосували модель портфеля з найменшою варіацією (англ. – minimum variance portfolio, далі – MVP) до макроекономічних показників України. Результати моделювання MVP ми використовуємо для визначення природного рівня доларизації, який враховує особливості економіки.

Стаття структурована таким чином: у наступному розділі подано огляд літератури щодо головних факторів доларизації і підходів до визначення природного рівня доларизації. У розділі 3 розглянуто тренди фінансової доларизації в Україні та описано її окремі фактори. У розділі 4 наведено оцінки природного рівня доларизації в Україні на основі моделі портфеля з найменшою варіацією, огляду зіставних економік та оцінок, одержаних з літературних джерел. Наостанок у розділі 5 подано висновки і запропоновано шляхи удосконалення політики дедоларизації.

2. ОГЛЯД ЛІТЕРАТУРИ

Фактори доларизації кредитів та депозитів добре вивчені в літературі. Їх можна поділити на три групи: макроекономічні, інституційні та пруденційне регулювання.

Макроекономічні фактори

Теорія оптимального портфеля за припущення про непокритий паритет відсоткових ставок (англ. – uncovered interest rate parity, далі – UIP) є найпоширенішою концепцією аналізу доларизації. Ize and Yeyati (2003) впроваджують модель розподілу портфеля депозитів (і відповідно кредитів) з найменшою варіацією (MVP) між національною та іноземними валютами. Оптимальний портфель залежить від очікувань щодо динаміки інфляції та обмінного курсу. З моделі випливає, що фінансова доларизація не залежить від рівнів інфляції та реального обмінного курсу, натомість залежить від очікувань щодо їх волатильності, що відображено в співвідношенні MVP. Чим більшою є очікувана волатильність інфляції відносно волатильності реального обмінного курсу, тим більшою є частка депозитів в іноземній валюті в портфелі MVP. Співвідношення MVP близьке до фактичного рівня доларизації в багатьох країнах (Della Valle et al., 2018).

Відповідно до моделі MVP реальна доларизація визначає нижню межу рівня фінансової доларизації. Contreras et al. (2016) стверджують, що це є головною причиною відносно високого рівня фінансової

доларизації в Перу, незважаючи на макроекономічну стабілізацію в цій країні і забезпечення стабільного рівня інфляції нижче 5% протягом 15 років. Basso et al. (2011) довели, що реальна доларизація, яку вони вимірюють як рівень торговельної відкритості, підвищує доларизацію кредитів та депозитів бізнесу.

З моделі MVP випливає, що вибір монетарної політики і режиму обмінного курсу є ключовими факторами рівня доларизації в економіці. Режим фіксованого обмінного курсу спрямований на сприяння макроекономічній стабільності шляхом стабілізації обмінного курсу. Оскільки він зменшує волатильність обмінного курсу ефективніше, ніж волатильність інфляції, фіксований обмінний курс зумовлює зростання фінансової доларизації. Як зазначає Honig (2009), режим фіксованого обмінного курсу спонукає позичальників вважати, що їхній валютний ризик захеджований, таким чином стимулюючи доларизацію.

Навпаки, більшість країн, які впровадили інфляційне таргетування (IT), мають на меті не лише приведення інфляції до цільового показника, але й намагаються утримати її у визначеному діапазоні, таким чином зменшуючи волатильність інфляції. Такі країни надають першочергове значення стабілізації інфляції, а стабільність обмінного курсу залишається другорядною метою. Режим повноцінного інфляційного таргетування (тобто у поєднанні з режимом плаваючого обмінного курсу) найефективніше протидіє доларизації, оскільки він одночасно знижує волатильність інфляції та не зважає на волатильність обмінного курсу. Lin and Ye (2013) визначили, що впровадження інфляційного таргетування сприяє скороченню рівня фінансової доларизації в середньому на 8 відсоткових пунктів. Порівняння країн, у яких впроваджено повноцінне інфляційне таргетування, з країнами, які фіксують обмінний курс, дає ще вищу оцінку ефекту: 11 відсоткових пунктів.

Підхід, запропонований Basso et al. (2011), розширює модель MVP шляхом пом'якшення припущення щодо UIP. З нього випливає, що диференціал процентних ставок (ставка в іноземній валюті мінус ставка в національній валюті) разом зі співвідношенням MVP є важливим фактором доларизації в короткостроковому періоді, коли UIP не зберігається. Таким чином, фактори, які впливають на диференціал процентних ставок, також впливають на доларизацію. Доступ до значного іноземного банківського фінансування, яке розширює диференціали як кредитних, так і депозитних відсоткових ставок, призводить до зростання доларизації кредитів і зниження доларизації депозитів. Результати емпіричного аналізу підтвердили теоретичні прогнози щодо іноземного фінансування банків і показали, що диференціал процентних ставок разом з MVP впливає на доларизацію. Функції відгуку на шок (англ. – impulse response function) свідчать, що ефект відсоткового диференціалу є тимчасовим. Urosevic and Rajkovic (2017) також підтверджують, що диференціали процентних ставок впливають на доларизацію лише в короткостроковому періоді.

Структурні фактори

Деякі автори називають якість державного урядування серед головних факторів доларизації.

Honig (2009) зазначає, що після включення якості державного урядування в модель її вплив на доларизацію виявляється суттєвим і статистично значущим, тоді як вибір режиму обмінного курсу є практично незначущим. Гіпотетичне переміщення країни з кінця на початок рейтингу країн за якістю урядування зумовить суттєве зниження – на 35 відсоткових пунктів – рівня доларизації кредитів. De Nicolo et al. (2005) виявили аналогічний вплив довіри до макроекономічної політики і якості інституцій.

Адам Хоніг (Adam Honig) доводить, що вплив високого рівня інфляції в минулому є суттєвим і значущим, тоді як вплив теперішнього рівня інфляції, девальвації і портфеля MVP переважно незначущий. Це є ознакою гістерезису доларизації і пояснює, чому багатьом країнам не вдалося знизити рівень доларизації навіть після стабілізації своєї економіки. На перший погляд, це, здається, суперечить моделі портфеля з мінімальною дисперсією MVP. Однак, незважаючи на значне зменшення фактичної волатильності інфляції, населення все ще може не вірити у здатність держави забезпечити довгострокову стабільність національної валюти – отже, може існувати системна розбіжність між очікуваним і фактичними рівнями волатильності обмінного курсу та інфляції.

Як зазначають Basso et al. (2011), їхня модель може бути використана для прогнозування впливу грошових переказів на доларизацію, хоча це не висвітлено в праці та результатах емпіричного аналізу. Della Valle et al. (2018) показали, що перекази підвищують загальний рівень доларизації депозитів.

Пруденційне регулювання

Пруденційні заходи також є важливими факторами доларизації, оскільки вони впливають на диференціал процентних ставок. Надаючи більшу перевагу національній валюті перед іноземною, регулятор може сприяти дедоларизації. Однак короткостроковий характер ефекту диференціалу процентних ставок означає, що вплив таких заходів є також короткостроковим.

Catão and Terrones (2016), зокрема, зазначають, що встановлення більших нормативів резервування під збитки за кредитами в іноземній валюті знижує рівень доларизації як кредитів, так і депозитів. Водночас підвищення нормативів обов'язкового резервування для депозитів в іноземній валюті зменшує доларизацію депозитів лише в окремих випадках і не впливає на доларизацію кредитів. Крім того, збільшення нормативів відкритої валютної позиції не впливає на доларизацію балансів банків. Kokenyne et al. (2010) виявили, що нормативи ліквідності, встановлені для банківських активів в іноземній валюті, зменшують доларизацію депозитів, але ефект зникає невдовзі після їх впровадження.

Визначення природного рівня доларизації

Модель MVP може бути також ефективною під час визначення природного рівня доларизації. Підхід MVP визначає оптимальну валютну структуру портфеля депозитів з урахуванням наявного макроекономічного середовища. Природний рівень доларизації можна

визначити припускаючи, що економічні агенти очікують збереження макроекономічної стабільності в майбутньому. Однак інші фактори можуть спричинити системне відхилення фактичного рівня доларизації від співвідношення MVP. Згідно з Ize and Yeyati (2003) до таких факторів належать висока реальна доларизація і недовіра до режиму таргетування обмінного курсу, підкріплена досвідом різких девальвацій. Як зазначалося вище в цій статті, фактичний рівень доларизації може також відхилитися від портфеля MVP через надмірне зовнішнє банківське фінансування або значні приватні грошові перекази з-за кордону. Нарешті, як ми вже зазначали, через низьку якість інституцій і корумповані державні установи економічні агенти можуть не вірити у прагнення влади досягти макроекономічної стабільності в майбутньому, незважаючи на певні успіхи в досягненні такої цілі в минулому. Це призводить до системного відхилення співвідношення MVP, розрахованого на основі фактичних значень рівня інфляції та девальвації, від співвідношення MVP, розрахованого на основі очікувань.

Della Valle et al. (2018) одними з перших емпірично розрахували оптимальний рівень іноземної валюти в економіці. Автори оцінили регресію на підставі панельних даних країн щодо доларизації депозитів залежно від її факторів. Потім вони розрахували визначені таким чином рівні доларизації з використанням отриманих коефіцієнтів, але замінюючи фактичні значення макроекономічних змінних на ті, які характеризують сприятливі макроекономічні умови (тобто низьку волатильність інфляції та обмінного курсу). Їхня оцінка з використанням даних за 2000–2015 роки для України – приблизно 15%.

Geng et al. (2018) виявили, що автономна “євроізація” групи країн Європи та Центральної Азії з перехідною економікою в 2006–2016 рр. становила приблизно 15–20%. У цьому дослідженні під автономною “євроізацією” автори мають на увазі частку доларизації депозитів, яка не пояснюється довгостроковою доларизацією MVP, максимальним рівнем інфляції та якістю інституцій. Як зазначають автори, “це може включати, зокрема, ефект компаній-імпортерів, які утримують депозити в іноземній валюті як природний інструмент хеджування”. Це частка депозитів в іноземній валюті в економіці, яка використовується під час ведення торгівлі та бізнесу, без урахування інших факторів. Така частка може трактуватися як нижня межа природного рівня доларизації.

3. ПЕРЕДУМОВИ ФІНАНСОВОЇ ДОЛАРИЗАЦІЇ В УКРАЇНІ

Рівень фінансової доларизації в Україні є високим, проте не критичним (див. рисунок 1). У нещодавньому дослідженні Della Valle et al. (2018) до групи країн з низькою доларизацією віднесено країни, у яких її рівень становив 10–20% протягом 2009–2016 рр., тоді як країни з високою доларизацією мали рівень 40–80%. Таким чином, Україна з рівнем доларизації 44% потрапила до нижньої частини групи країн з високою доларизацією. Крім того, доларизація знизилася за останні три роки.

Серед фундаментальних факторів, які стимулюють фінансову доларизацію в Україні, виокремимо такі:



Рисунок 1. Показники фінансової доларизації в Україні та обмінний курс гривня/долар США
Джерело: НБУ, розрахунки авторів.

- Макроекономічна нестабільність – Україна неодноразово переживала епізоди високої інфляції та стрімкої девальвації національної валюти. За останні 20 років кілька валютних криз, що супроводжувалися високою інфляцією, відновили пам'ять про гіперінфляцію початку 1990-х рр. Не лише рівень інфляції в минулому, але й також її висока волатильність спричиняють невизначеність щодо вартості національної валюти в майбутньому. Наслідком цього є глибоко вкорінена “психологія доларизації”, яка може сама себе підкріплювати, що зумовлює надання стійкої переваги іноземній валюті перед національною.

- Низька якість урядування – Україна часто потрапляє в нижню частину рейтингу світових індикаторів урядування (англ. – Worldwide Governance Indicators)⁴, визначених на підставі оцінки показників рівня протидії та запобігання корупції, верховенства права, якості регуляторної політики та ефективності органів влади. В останні роки анексія Криму та військовий конфлікт на сході України підвищили рівень політичної нестабільності і зовнішніх загроз. Це додатково знизило довіру до економічної політики уряду і посилює відчуття нестабільності національної валюти. Крім того, нав'язливе і обтяжливе регулювання разом з прагненням бізнесу ухилитися від оподаткування виштовхує реальний сектор та фінансову економічну діяльність за кордон, таким чином призводячи до так званої офшоризації і подальшого скорочення фінансування в гривні.

- Режим монетарної політики – *де-факто* режим фіксованого обмінного курсу до 2014 року спотворив сприйняття ризику усіма учасниками грошового ринку. З одного боку, ризик стрімкої девальвації погіршив сприйняття гривні як засобу збереження вартості. З іншого боку, тривалі періоди стабільності обмінного курсу спричинили недалекоглядність позичальників щодо реальної вартості кредитів в іноземній валюті. У результаті вкладники інвестували кошти в іноземній валюті, “роблячи ставку” на девальвацію гривні, тоді як низькі процентні платежі за валютними кредитами приваблювали недалекоглядних позичальників. З переходом до режиму інфляційного таргетування в 2015 році було визначено чітке завдання центральному банку щодо досягнення рівня інфляції у окресленому діапазоні на додаток до режиму плаваючого обмінного курсу з проведенням валютних інтервенцій. Однак потрібен час, щоб нова політика завоювала довіру, і щоб очікування економічних агентів змінилися, зокрема щодо інфляції та обмінного курсу.

- Диференціал процентних ставок – у поєднанні з очікуваннями щодо девальвації диференціали процентних ставок можуть сприяти (де)доларизації в короткостроковому періоді. З емпіричного погляду ми спостерігаємо, що паритет відсоткових ставок зберігався в умовах макроекономічної стабільності, оскільки диференціали процентних ставок відповідали очікуванням щодо девальвації гривні в 2010–2013 рр. (див. рисунок 2). Однак очікування щодо девальвації відхилилися від диференціалу процентних ставок починаючи з часу кризи 2014 року. Систематичне перевищення очікувань щодо девальвації над диференціалом процентних ставок через свіжу пам'ять населення про кризу запобігало зниженню доларизації депозитів, незважаючи на відносно високу дохідність за гривневими вкладками.



Рисунок 2. Диференціал процентних ставок* та очікування щодо девальвації курсу гривня/дол. США[#], % річних.
Джерело: GFK, НБУ, розрахунки авторів.

* Диференціал процентних ставок – це різниця між ставками в національній та іноземній валютах.

[#] Очікування зміни обмінного курсу – це відношення обмінного курсу, очікуваного через 12 місяців, до поточного. Очікування щодо обмінного курсу ґрунтуються на результатах опитувань домогосподарств та підприємств.

- Зовнішні фактори – доступ до зовнішнього фінансування впливає на валютну позицію банків і їхнє бажання залучати депозити в іноземній валюті. Схильність українських банків до іноземного фінансування зростала до початку світової фінансової кризи (СФК). Частка іноземних пасивів в загальному обсязі пасивів банків зросла з 7% у 2002 році до 35% у 2008 році, тоді як частка іноземних активів залишилася відносно стабільною. Разом з надмірним надходженням іноземної валюти в банківську систему з-за кордону доларизація кредитів зросла, натомість доларизація депозитів скоротилася. Зворотні потоки іноземної валюти після СФК та посилення регулювання валютних операцій спричинили протилежну тенденцію – зниження доларизації кредитів, водночас доларизація депозитів залишалася відносно стабільною.

- Реальна доларизація – хоча минуло понад 22 роки відтоді, як гривня стала єдиним законним платіжним засобом на території України, долар США часто слугує мірою вартості. Певні товари, такі як нерухомість і транспортні засоби, *де-факто* індексуються до курсу долара США, хоча *де-юре* операції здійснюються у гривні.

- Структурні фактори – високий рівень відкритості української економіки та слабкорозвинені фінансові

⁴ Докладніша інформація доступна на веб-сайті Світового банку.

ринки можуть сприяти доларизації. Зовнішня торгівля коливається на рівні близько 100% від ВВП. Перекази коштів від трудових мігрантів з-за кордону досягли рекордного максимуму в 11,1 млрд дол. США у 2018 році, або 8,5% від ВВП. Нестача ліквідних цінних паперів у національній валюті гальмує розвиток фінансових ринків та знижує можливості вкладників диверсифікувати інвестиції без використання іноземної валюти. Обмежений доступ до інструментів хеджування може посилювати доларизацію. Водночас застосування заходів контролю за рухом капіталу стримує доларизацію. На думку Fernández et al. (2015), Україна належить до категорії "стіна", у якій обмежуються операції з капіталом для більшості типів активів.

4. ПРИРОДНИЙ РІВЕНЬ ФІНАНСОВОЇ ДОЛАРИЗАЦІЇ В УКРАЇНІ

Загалом доларизацію вважають негативним явищем, проте певна частка активів в іноземній валюті є природною для економіки. У нашому дослідженні як природний ми визначаємо такий рівень доларизації, що відповідає структурним особливостям економіки за умов тривалої макроекономічної стабільності та реалізації належної державної політики. Ми припускаємо, що доларизація як депозитів, так і кредитів наблизиться до природного рівня в довгостроковій перспективі за відсутності системних валютних дисбалансів.

Одна з точок зору щодо причин фінансової доларизації полягає в тому, що неохочий до ризику інвестор хеджує свій портфель від валютних та інфляційних ризиків. Для нього доларизація MVP є обґрунтованою часткою валютних активів у портфелі з урахуванням очікуваних волатильностей інфляції та реального обмінного курсу в умовах непокритого паритету відсоткових ставок.

Відповідно до моделі MVP, запропонованої Ize and Yeuati (2003), частка депозитів (та кредитів) в іноземній валюті, яка відповідає портфелю з найменшою варіацією, дорівнює:

$$\lambda = \frac{S_{\pi\pi} + S_{\pi s}}{S_{\pi\pi} + S_{ss} + 2S_{\pi s}}, \quad (1)$$

де λ – доларизація MVP, π – інфляція, s – реальний обмінний курс, S_{xy} – оператор варіації та коваріації.



Ми використали історичні волатильності реального обмінного курсу та інфляції як орієнтовні показники очікуваних рівнів волатильності, які ми не можемо спостерігати. Щоб розрахувати матрицю варіації/коваріації для MVP, ми випробували кілька варіантів довжини часових рядів. Чим більшою є довжина, тим "кращою", за припущенням, є пам'ять економічних агентів. Результати для довших часових проміжків є більш стійкими. Нелінійний зв'язок між обмінним курсом і цінами, який спостерігався протягом криз, ускладнює тлумачення результатів. У дослідженні ми обчислюємо два варіанти портфеля MVP, використовуючи плинні періоди завдовжки 5 та 10 років, що відповідно дає 5-річну і 10-річну доларизацію MVP. Ми виключаємо періоди кризи для одержання достовірніших результатів.

10-річна доларизація MVP спостерігалася в діапазоні 60–80% у 2003–2004 рр. через гіперінфляцію на початку 1990-х років (див. рисунок 3 а, б). Показники доларизації MVP знизилися до 30–40% у 2005 р. і згодом – до 18–22% станом на кінець 2018 року. Таким чином, згідно з моделлю MVP наразі оптимально тримати 18–22% портфеля в іноземній валюті.

Фактична доларизація збігалася із 5-річним MVP в 2004–2008 рр. Однак після СФК фактична доларизація переважала доларизацію MVP на 15–20 відсоткових пунктів. Регуляторне середовище є одним з пояснень такого відхилення: висока частка де-факто непрацюючих кредитів в іноземній валюті змусила банки тримати високу частку депозитів в іноземній валюті, щоб збалансувати валютну позицію. Однак девальваційні очікування вкладників, зміщені в бік знецінення гривні, не відображені в історичній волатильності, що є ще однією причиною відхилення MVP від фактичної доларизації.

Огляд зіставних країн є наступним кроком з оцінювання природного рівня фінансової доларизації. Для порівняння ми обрали країни Східної Європи та колишнього СРСР, які мають режим інфляційного таргетування, впроваджений щонайменше п'ять років тому (див. рисунок 4). Щоб охопити ключові чинники доларизації, ми розглядаємо доларизацію MVP, якість регулювання та фактичний рівень доларизації депозитів. Рівень MVP розраховується відповідно до (1) на підставі історичних даних за п'ять років. Для вимірювання якості регулювання ми використовуємо відповідні показники з бази даних світових індикаторів урядування (Worldwide



Рисунки 3а, б. Доларизація MVP та фактична доларизація, %. Сірим кольором позначені періоди криз
Джерело: база даних МВФ, Державна служба статистики України, розрахунки авторів.

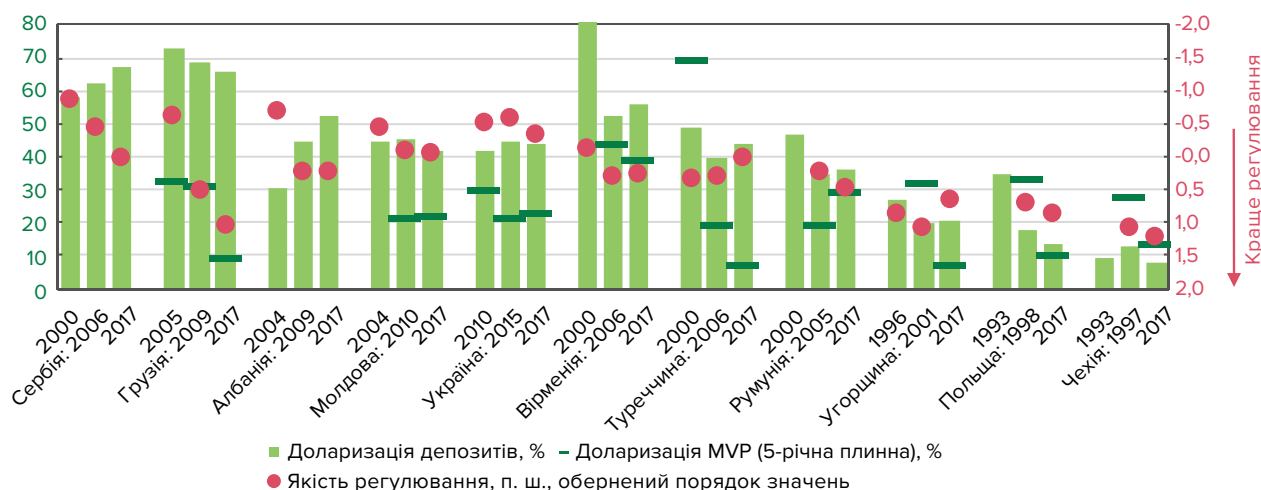


Рисунок 4. Доларизація депозитів, доларизація MVP та якість регулювання в окремих країнах, які таргетують інфляцію
 Джерело: Світові індикатори урядування від Світового банку, веб-сайти центральних банків, розрахунки авторів.
 Примітка: три стовпчики біля кожної країни представляють дані за кілька років до впровадження ІТ, рік впровадження ІТ та 2017 рік відповідно

Governance Indicators). Якість регулювання відображає сприйняття населенням здатності влади розробити і реалізувати виважену регуляторну політику, що сприяє розвитку приватного сектору⁵.

У більшості випадків фактична доларизація відображає якість регулювання: економіка з більш високою якістю регулювання має нижчий рівень доларизації, і навпаки. Україна належить до групи країн, де високий рівень доларизації відповідає низькій якості регулювання; група включає Албанію, Молдову, Вірменію, Туреччину та Румунію. Доларизація MVP, розрахована з використанням історичних даних, близька до фактичного рівня доларизації у Вірменії, Польщі та Чехії, водночас фактична доларизація значно вища за MVP в інших країнах. У Грузії та Сербії доларизація зберігалася на високому рівні навіть тоді, коли якість регулювання значно поліпшилася.

Відносно низьке значення MVP в Україні могло би стимулювати заощадження в національній валюті, проте перешкодою для дедоларизації є недовіра до державної політики і висока реальна доларизація. Підвищення якості регулювання, так державного урядування в цілому, і їх сприйняття населенням є надзвичайно важливими для відновлення довіри до національної валюти, але цього, можливо, усе ще недостатньо для зниження фінансової доларизації. Як зазначалося в огляді літератури, реальна доларизація визначає нижню межу рівня фінансової доларизації. Реальну доларизацію нелегко виміряти, однак часто в якості її наближеної оцінки використовують ефект перенесення обмінного курсу на ціни (англ. – exchange rate pass-through, надалі – ERPT). ERPT номінального ефективного обмінного курсу в Україні розраховується на рівні 0.27-0.28, а ERTP обмінного курсу дол. США/гривня – на рівні 0.40–0.42 (Faryna, 2016).

Підсумовуючи різні результати щодо визначення природного рівня доларизації в Україні (див. таблицю 1), ми робимо висновок, що в довгостроковій перспективі доларизація в Україні має знизитися до 20% за умови тривалої макроекономічної стабільності і проведення належної економічної політики. Як зазначалося в огляді

літератури, за результатами нещодавнього аналізу панельних даних 15% є оптимальним рівнем доларизації депозитів в Україні, водночас автономна доларизація для групи країн Європи та Центральної Азії з перехідною економікою, зокрема України, визначена на рівні 15–20%. Крім того, різні оцінки доларизації MVP з використанням історичних волатильностей свідчать про діапазон у 18–22%. Результати нашого огляду зіставних країн показують, що країни, які таргетують інфляцію і мають хорошу якість регулювання разом з тривалою історією макроекономічної стабільності, можуть досягнути доларизації на рівні 10–20% (Польща, Чехія, Угорщина).

Усі ці оцінки відображають концепцію природного рівня доларизації

Таблиця 1. Узагальнення оцінок природного рівня доларизації в Україні.

Джерело	Оцінка
Della Valle et al. (2018)	Орієнтир щодо “євроізації” в Україні становить 15%
Geng et al. (2018)	Автономна “євроізація” в країнах Європи та Центральної Азії (зокрема Україні) становить 15–20%
Доларизація MVP	18–22%
Огляд зіставних країн	Фактична доларизація в Польщі, Чехії та Угорщині перебуває в діапазоні 10–20%

Джерело: Della Valle et al. (2018), Geng et al. (2018), НБУ, веб-сайти інших центральних банків.

рівня доларизації і надають досить надійну оцінку щодо України в діапазоні 10–20%. Водночас фактори, які, ймовірно, не зникнуть навіть після впровадження належної економічної політики та макроекономічної стабілізації, у тому числі геополітичні ризики, сприйняття якості державного урядування та високий рівень відкритості економіки, піднімають природний рівень доларизації в Україні до верхньої межі – близько 20%. На наш погляд, з урахуванням гістерезису доларизації, діапазон у 20–30% є досяжною середньостроковою ціллю економічної політики.

⁵ Докладніша інформація доступна на веб-сайті Світового банку.

5. ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ

Певний рівень доларизації завжди наявний у відкритій економіці, але надмірна доларизація є небажаною. Органи влади намагаються знизити доларизацію для послаблення вразливості економіки, підвищення ефективності монетарної політики і створення середовища, яке сприятиме збалансованому зростанню.

Обґрунтований орієнтир може допомогти оцінювати прогрес в реалізації політики щодо дедоларизації. За результатами огляду актуальних джерел літератури, розрахунків MVP та розгляду зіставних країн пропонується діапазон у 10–20%. Однак структурні особливості української економіки зумовлюють більш високий природний рівень доларизації – близько 20%. На наш погляд, зважаючи на гістерезис доларизації, реалістичною середньостроковою ціллю економічної політики в Україні може бути зниження рівня фінансової доларизації до діапазону 20–30%. Рівень поточної доларизації кредитів та депозитів становить близько 40%, що, на наш погляд, є надмірним.

Будь-яке зниження доларизації залежить як від макроекономічної стабільності і розвитку фінансових ринків, так і від реалізації важливих структурних реформ. Крім того, Kokenyne et al. (2010), Mecagni et al. (2015) стверджують, що ринковий підхід має бути основою будь-якої довгострокової політики дедоларизації, оскільки примусові заходи, які застосовуються окремо від ринкових стимулів, можуть призвести до відпливу капіталу і пригнічення фінансового посередництва. Водночас для деяких країн доларизація досі є серйозною проблемою, незважаючи на виконання вищезазначених умов. Таким чином, визначення ефективних шляхів дедоларизації залишається відкритою темою для подальших емпіричних досліджень.

За результатами нашого аналізу основних факторів доларизації в Україні і огляду літературних джерел

ми пропонуємо такі складові ринкової стратегії дедоларизації для України:

- посилення інституцій і підвищення якості урядування: захист прав кредиторів, забезпечення сильної правової системи, зокрема прийняття ефективних і неупереджених рішень та їх впровадження, політика справедливого оподаткування, зменшення корупції;
- макроекономічна стабільність: зниження і стабілізація рівня інфляції, реалізація режиму гнучкого обмінного курсу із симетричними ризиками і помірною волатильністю, забезпечення відповідності реального обмінного курсу фундаментальним факторам, накопичення достатніх міжнародних резервів і проведення стійкої та збалансованої фіскальної політики;
- забезпечення стабільної фінансової системи і стійких фінансових інституцій.
- розвиток фінансових ринків, особливо ринку державних цінних паперів у гривні та інструментів хеджування.

Подолання надмірної фінансової доларизації не є завданням, яке можна вирішити швидко. Згідно з Hoptig (2008), гіперінфляція збільшує доларизацію щонайменше протягом наступних 10 років. Крім того, підвищення якості урядування потребує часу. Доларизація є результатом очікувань, які ґрунтуються як на фактичних показниках макроекономічного середовища, так і на вірі у здатність органів влади забезпечувати його стабільність у майбутньому. Зниження реальної доларизації шляхом підвищення довіри до економічної політики і, зокрема, національної валюти є надзвичайно важливим. Органи влади повинні постійно підтверджувати свою орієнтованість на довгострокову макроекономічну стабільність шляхом реалізації відповідної економічної і регуляторної політики та ефективної комунікації про них.

ЛІТЕРАТУРА

- Andres C., Betzer A., Limbach P. (2014). Underwrite Reputation and the Quality of Certification: Evidence From High Yield Bonds. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 40, No. C, pp 97-115. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.11.029>
- Arrow K. J. (1963). Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care. *American Economic Review*, Vol. 53, No. 5, pp. 941-973.
- Aleksić, M., Djurdjević, L., Palić, M., Tasić, N. (2008). Interest rate transmission in a dollarized economy: the case of Serbia. Working Paper Series, 15. Belgrade: National Bank of Serbia. Retrieved from http://www.nbs.rs/internet/latinica/90/90_0/2008_15_MA_LjDj_MP_NT.pdf
- Basso, H. S., Calvo-Gonzalez, O., Jurgilas, M. (2011). Financial dollarization: The role of foreign-owned banks and interest rates. *Journal of Banking & Finance*, 35(4), 794-806. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.11.018>
- Catão, L., Terrones, M. (2016). Financial de-dollarization: A global perspective and the Peruvian experience. IMF Working Paper, 16/97. International Monetary Fund. <http://dx.doi.org/10.5089/9781484341377.001>
- Contreras, A., Quispe, Z., Regalado, F. A. (2016). Real dollarization and monetary policy in Peru. Working Paper, 95, p. 16. Peruvian Economic Association. Retrieved from <http://perueconomics.org/wp-content/uploads/2014/01/WP-95.pdf>
- Dalgic, H. C. (2018). Financial dollarization in emerging markets: An insurance arrangement. CRC TR 224 Discussion Paper Series, 051. University of Mannheim.
- Della Valle, G., Kota, V., Veyrune, R. M., Cabezon, E., Guo, S. (2018). Euroization drivers and effective policy response: An application to the case of Albania. IMF Working Paper, 18/21. International Monetary Fund. <http://dx.doi.org/10.5089/9781484338728.001>
- De Nicoló, G., Honohan, P., Ize, A. (2005). Dollarization of bank deposits: Causes and consequences. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1697-1727. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.06.033>
- Faryna, O. (2016). Nonlinear exchange rate pass-through to domestic prices in Ukraine. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 236, 30-42. <https://doi.org/10.26531/vnbu2016.236.030>
- Fernández, A., Klein, M. W., Rebucci, A., Schindler, M., Uribe, M. (2015). Capital control measures: A new dataset. IMF Working Paper, 15/80. International Monetary Fund. <http://dx.doi.org/10.5089/9781484332177.001>
- Geng, N., Scutaru, T., Wiegand, J., Carry trade vs. deposit-driven euroization (2018). IMF Working Paper, 18/58. International Monetary Fund. <http://dx.doi.org/10.5089/9781484345269.001>
- Honig, A. (2009). Dollarization, exchange rate regimes and government quality. *Journal of International Money and Finance*, 28(2), 198-214. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2008.11.004>
- Ize, A., Yeyati, E. L. (2003). Financial dollarization. *Journal of International Economics*, 59(2), 323-347. [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(02\)00017-X](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(02)00017-X)
- Kokenyne, A., Ley, J., Veyrune, R. M. (2010). Dedollarization. IMF Working Paper, 10/188. International Monetary Fund. <http://dx.doi.org/10.5089/9781455202225.001>
- Leiderman, L., Maino, R., Parrado, E. (2006). Inflation targeting in dollarized economies. IMF Working Paper, 06/157. International Monetary Fund. <http://dx.doi.org/10.5089/9781451864175.001>
- Lin, S., Ye, H. (2013). Does inflation targeting help reduce financial dollarization? *Journal of Money, Credit and Banking*, 45(7), 1253-1274. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12051>
- Mecagni, M., Corrales, J. S., Dridi, J., Garcia-Verdu, R., Imam, P., Matz, J., ..., Yehoue, E. (2015). Dollarization in sub-Saharan Africa: experience and lessons. Washington: International Monetary Fund. <http://dx.doi.org/10.5089/9781498368476.087>
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., Savastano, M. A. (2003). Addicted to dollars. NBER Working Paper Series, 10015. National Bureau of Economic Research. Retrieved from: <https://www.nber.org/papers/w10015.pdf>
- Urosevic, B., Rajkovic, I. (2016). Dollarization of deposits in the short and long run: Evidence from CESE countries. *Panoeconomicus*, 64(1), 31-44. <http://dx.doi.org/10.2298/PAN141230017U>
- Yeyati, E. L. (2006). Financial dollarization: evaluating the consequences. *Economic Policy*, 21(45), 62-118. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0327.2006.00154.x>