

УДК 339.972:339.747

**О. І. Зикова,**  
аспірант кафедри міжнародних фінансів  
Інституту міжнародних відносин Київського національного  
університету імені Тараса Шевченка



## СТРАТЕГІЇ ДЕДОЛАРИЗАЦІЇ НА РИНКАХ, ЩО ФОРМУЮТЬСЯ

У статті наведено результати дослідження стратегій дедоларизації на прикладі країн Латинської Америки, які демонстрували значне зниження рівня фінансової доларизації. Для проведення емпіричного тестування були використані два стандартні інструменти VAR-аналізу – функції імпульсних реакцій та декомпозиція дисперсії, щоб дослідити роль трьох груп факторів (макроекономічні змінні, пруденційні заходи контролю і розвиток ринку капіталу в національній валюті), що є рушійними силами дедоларизації.

**Ключові слова:** фінансова дедоларизація, волатильність валютного курсу, пруденційні заходи контролю, функції імпульсних реакцій, декомпозиція дисперсії.

**О. И. Зыкова**  
**СТРАТЕГИИ ДЕДОЛЛАРИЗАЦИИ**  
**НА ФОРМИРУЮЩИХСЯ РЫНКАХ**

В статье приведены результаты исследования стратегий дедолларизации на примере стран Латинской Америки, которые демонстрировали значительное снижение уровня финансовой долларизации. Для проведения эмпирического тестирования были использованы два стандартных инструмента VAR-анализа – функции импульсных реакций и декомпозиция дисперсии, чтобы исследовать роль трех групп факторов (макроекономические переменные, пруденциальные меры контроля и развитие рынка капитала в национальной валюте), которые являются движущими силами дедолларизации.

**Ключевые слова:** финансовая дедолларизация, волатильность валютного курса, пруденциальные меры контроля, функции импульсных реакций, декомпозиция дисперсии.

**O. I. Zykova**  
**DE-DOLLARIZATION STRATEGIES IN**  
**EMERGING MARKETS**

The article covers the results of the research on de-dollarization strategies considering the example of the Latin American countries, which experienced a gradual decline in the level of financial dollarization. The empirical results were achieved through two standard tools of VAR-analysis: impulse response functions and variance decomposition, in order to examine the role of three sets of factors – macroeconomic variables, prudential regulations, and the development of the capital market in domestic currency – as drivers of de-dollarization.

**Key words:** financial de-dollarization, exchange rate volatility, prudential regulations, impulse response function, variance decomposition.

**Постановка проблеми.** Фінансова доларизація є деструктивним фактором в економіці, оскільки обмежує можливість повною мірою реалізувати грошово-кредитну політику, знижує ефекти фіскальних заходів, прискорює знецінення реального курсу національної валюти в умовах інфляції та збільшує економічні ризики.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Існує чимало наукових джерел, де розкриваються причини фінансової доларизації. Проте не так уже й багато вчених досліджують процеси, які призводять до дедоларизації. Reinhart, Rogoff та Savastano (2003), Galindo і Leiderman (2005), Erasmus et al. (2009) розглядають міжнародний аспект процесу дедоларизації. Вони виділяють тільки чотири успішні випадки з істотною та постійною депозитною дедоларизацією (Ізраїль, Мексика, Пакистан і Польща) серед групи 86 країн [1; 2]. Galindo і Leiderman (2005) ідентифікують випадки Чилі, Ізраїлю та Польщі як успішні. Kokenyne et al. (2010), користуючись даними про депозитну і позичкову доларизацію 32 ринків, що формуються, в 2001–2009 рр., показав, що вища волатильність валютного курсу, пов'язана зі стійкою інфляцією, сприяє дедоларизації. Garca-Escribano (2010) аналізує феномен дедоларизації через категорії позик та депозитів у Перу й доходить висновку, що дедоларизація відбувається на фоні макроекономічної стабільності, запровадження заходів пруденційної політики (ефективне управління резервними вимогами) і розвитку ринку капіталу в національній валюті (випуск довгострокових казначейських цінних паперів), що полегшує процес банківського фінансування та оцінку довгострокових позик у національній валюті.

**Мета статті** – емпіричне дослідження процесу дедоларизації, що має за мету виявлення пріоритетів грошово-кредитної політики з установленням орієнтирів щодо ва-

лотної структури активів і пасивів банківської системи, контролю ризиків ліквідності та платоспроможності в поєднанні із заходами щодо підвищення привабливості національної валюти.

**Основні результати дослідження.** Протягом останнього десятиліття група латиноамериканських країн (Болівія, Парагвай, Перу та Уругвай) досягла значного зниження рівня фінансової доларизації [1]. Випадки примусової дедоларизації, наприклад у Болівії та Перу в 1980-х рр., спричинили високі макроекономічні витрати, і доларизація швидко повернулася. У 1980-х рр. в Болівії та Перу було проведено примусову конвертацію іноземної валюти за депозитами в національну валюту, що призвело до відпливу капіталу і фінансової дезінтермедіації. Коли обмеження на депозити в іноземній валюті було знято, швидко настала редоларизація [2; 3].

На противагу цьому, успішні випадки базувалися на ринковій моделі фінансової системи та комбінували макроекономічну стабільність з іншою політикою (наприклад, розвитком ринку капіталу в національній валюті). Дедоларизація мала тенденцію до поступового зниження в Болівії, Парагваї, Перу і Уругваї після успішного вжиття заходів щодо макроекономічної стабілізації. На рис. 1 та рис. 2 показано еволюцію доларизації депозитів і кредитів в іноземній валюті, оціненої за постійним обмінним курсом [4–8].

Рівень депозитної доларизації знизився в середньому на 27 відсоткових пунктів у період від I кварталу 2001 р. до III кварталу 2010 р. Проте між країнами є відмінності: якщо до III кварталу 2010 р. рівень депозитної доларизації впав на 42 відсоткових пункти, то в Уругваї – лише на 10,5. Середній показник зниження позичкової доларизації склав 26%, із ранжуванням між країнами – від 41% в Болівії до 15% в Парагваї.

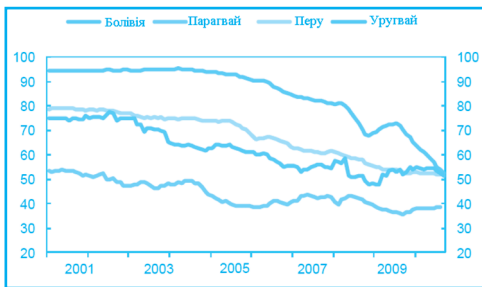


Рис. 1. Еволюція фінансової доларизації. Доларизація позичок

Джерело: Розраховано автором за даними національних банків [4-7]

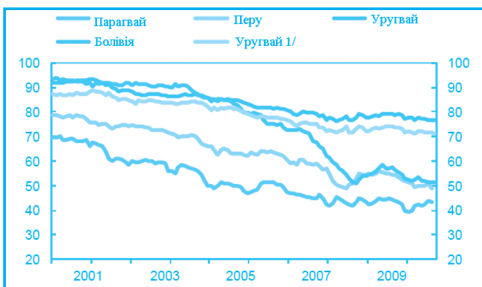


Рис. 2. Еволюція фінансової доларизації. Доларизація депозитів

Джерело: Розраховано автором за даними національних банків [4-7]

Примітка: 1/ – без депозитів нерезидентів в іноземній валюті.

заходів у фінансовому секторі; (ii) продовження кривої доходності для облігацій державної позики в національній валюті; (iii) макрозмінні; (iv) зміна в рівні депозитної доларизації; (v) зміна в рівні позичкової доларизації.

Для застосування емпіричного підходу в оцінці рушійних сил короткострокових варіацій депозитної та позичкової доларизації у стандартній країні використовують специфічну VAR-модель. Окрім змін у позичковій та депозитній доларизації, модель враховує три групи змінних: 1) макроекономічні змінні; 2) введення пруденційних заходів для інтерналізації агентами ризиків фінансової доларизації; 3) розвиток ринку капіталу в національній валюті. Змінні визначено в табл. 1.

У моделі використовується декомпозиція Choleski і введено такі елементи: (i) вжиття пруденційних

Ряд науковців стверджує, що на фінансову доларизацію вплинула волатильність валютного курсу. Проте думки з цього приводу існують різні. Kokenyne et al. (2010) показав у своєму дослідженні, що двостороння волатильність валютного курсу посилює дедоларизацію, роблячи ризик іноземної валюти більш явним. Barajas і Morales (2003) доводять, що більша волатильність валютного курсу скорочує позичкову доларизацію в окремих країнах Латинської Америки [9]. Garca-Escribano (2010), а також Luca та Petrova (2007) представили подібні результати для Перу і низки транзакційних економік [10]. Натомість Berkmen та Cavallo (2010), Rennhack і Nozaki (2006), а також Neanidis і Savva (2009) не знаходять підтвердження тому, що більш гнучкий режим валютного курсу сприяє дедоларизації [11]. Arteta (2005) дотримується думки, що більш гнучкий курс фактично асоціюється із вищим рівнем доларизації, особливо у випадку депозитної доларизації. Дослідження показало, що вища волатильність валютного курсу, пов'язана із трендом підвищення курсу, супроводжується падінням рівня доларизації: у випадку Болівії та Перу – позичкової доларизації, а також депозитної доларизації в Болівії [12].

Запровадження пруденційних заходів. Упродовж останнього десятиліття Болівія, Парагвай, Перу і Уругвай вживали різні пруденційні заходи для того, щоб зменшити стимули банків до надання позик та розміщення депозитів в іноземній валюті, а також зменшення переваги агентів від використання іноземної валюти як платіжного засобу.

Болівія і Перу підвищили вимоги до позик в іноземній валюті. Починаючи від 2009 року, вимагається, щоб банки Болівії встановили додаткову умову в розмірі 1,5% для позик в іноземній валюті, класифікованих категорією «А» (найвищої якості). Починаючи від середини 2006 року, перуанським банкам доводиться здійснювати шаблонну оцінку валютних ризиків, або, як альтернатива, встановлювати додаткове резервування в розмірі від 0,25 до 1% для кредитів в іноземній валюті, що не були оцінені.

Болівія, Парагвай, Перу та Уругвай зменшили вимоги до капіталу за відкритими валютними позиціями. Наприкінці 2009 року Болівія скоротила обмеження довгої відкритої позиції для банків від 70 до 60%. Парагвай встановив обмеження для відкритої позиції на рівні 50% капіталу в середині 2007 року і скоротив обмеження на довгу позицію до 30% наприкінці 2008 року. На початку 2010 року в Перу змінено обмеження для довгої (короткої) відкритої позиції до 75 (15) відсотків капіталу, на відміну від попереднього показника у 100 (10) відсотків капіталу. Уругвай ввів обмеження для чистої відкритої позиції на рівні 150% мінімально необхідного регулятивного капіталу наприкінці 2003 року. Болівія запровадила фінансовий транзакційний податок на дебети та кредити в іноземній валюті, звільнивши від оподаткування транзакції в болівано в середині 2006 року.

У цих чотирьох країнах здійснювалося також активне управління резервними вимогами. Зокрема зростання спреду між співвідношенням резервних вимог за депозитами в іноземній валюті та депозитами в національній валюті сприяло дедоларизації депозитів і позик.

Окрім перелічених вище фінансових пруденційних заходів, чотирма країнами вживалися й інші заходи – асиметричні вимоги ліквідності для зобов'язань в іноземній та національній валюті в Перу, що мали вплив на банківську доларизацію. Але оскільки вони не були модифіковані або представлені під час проведення аналізу, до емпіричного аналізу вони не включаються.

Розвиток ринку капіталу в національній валюті. Позичкова дедоларизація була полегшена розвитком ринку капіталу в національній валюті, зокрема завдяки випуску

Таблиця 1  
Визначення змінних у VAR

Макрозмінні	Визначення змінних
$inflation_t$	Сума місячної відсоткової зміни ІЦП у проміжку $t$ та $t-1$
$e_t$	Сума місячної відсоткової зміни номінального валютного курсу в проміжку $t$ та $t-1$
$s_t$	Стандартне відхилення щоденної відсоткової зміни номінального валютного курсу протягом 90 днів
<b>Пруденційні заходи</b>	
$\Delta RR_t$	Різниця у проміжку $t$ та $t-2$ спреду між необхідною ставкою $RR$ за депозитами в іноземній валюті та ставкою за депозитами в національній валюті ( $y\%$ )
$d_t$	Дорівнює 1 (для 3 місяців) після введення пруденційних заходів (відмінних від змін у резервних вимогах); в іншому випадку – дорівнює 0.
<b>Розвиток національного ринку капіталу</b>	
$d_t^{10-30}$	Дорівнює 1, якщо середньо- та довгострокові облігації (строком від 10 до 30 років, залежно від країни) були випущені протягом місяця; в іншому випадку – дорівнює 0.
<b>Фінансова доларизація</b>	
$\Delta DL_t$	Зміна у проміжку $t$ та $t-1$ показника депозитної доларизації
$\Delta CL_t$	Зміна у проміжку $t$ та $t-1$ показника позичкової доларизації

Джерело: [1]

Макрозмінні – роль тренду та волатильності валютного курсу. Дедоларизація сприяла зниженню рівня інфляції, зменшенню очікування інфляції, послідовному підвищенню валютних курсів. На рис. 3 показано, що порівняно із попередніми десятиліттями, які характеризувалися дуже високим рівнем інфляції, Болівія, Парагвай, Перу та Уругвай успішно загальмували інфляцію впродовж періоду аналізу.

Зниження рівня доларизації протягом минулого десятиліття у цих чотирьох країнах супроводжувалося тенденцією до підвищення валютного курсу (рис. 4, 5). Під час подальшого емпіричного аналізу досліджується, чи була ця тенденція важливим фактором у поясненні дедоларизації.

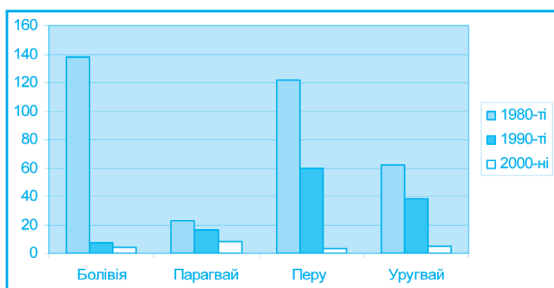


Рис. 3. Еволюція інфляції (середня щорічна інфляція), %  
Джерело: Розраховано автором за даними національних банків [4-7]

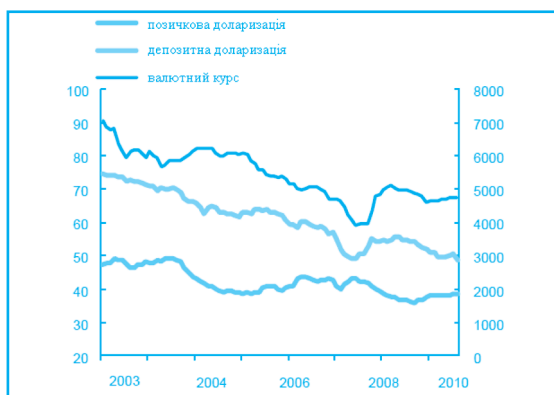


Рис. 4. Еволюція валютного курсу та доларизація в Парагваї

Джерело: Розраховано автором за даними Центрального банку Парагваю [5]

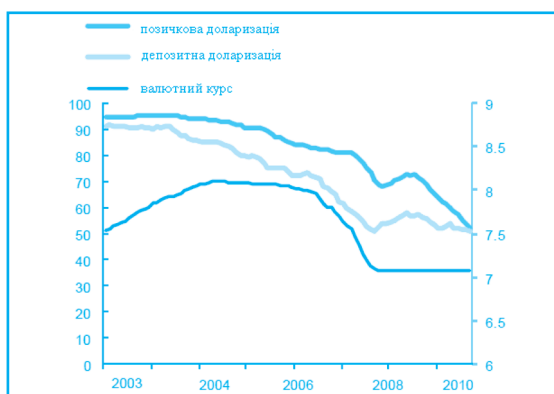


Рис. 5. Еволюція валютного курсу та доларизація в Болівії

Джерело: Розраховано автором за даними Центрального банку Болівії [7]

довгострокових облігацій у національній валюті. За винятком Парагваю, ці країни протягом останніх років активно розвивали публічний борговий ринок у національній валюті. Болівія, Перу та Уругвай здійснили емісію облігацій державної позики в національній валюті зі строком погашення понад 10 років, що призвело до значного подовження кривої внутрішньої дохідності та, своєю чергою, полегшило процес банківського фінансування, а також оцінку довгострокових позик у національній валюті. Найдовший строк урядового цінного паперу в національній валюті в Перу склав 32 роки, тоді як у 2003 році він становив п'ять років. Крива дохідності наразі подовжується до показника у 30 років у Болівії та 15 років у Уругваї.

Результати емпіричного дослідження були досягнуті за допомогою двох стандартних інструментів VAR-аналізу: функції імпульсних реакцій і декомпозиція дисперсії. Імпульсні реакції визначають практичний шлях ідентифікації

динамічних реакцій змін у рівнях депозитної та позичкової доларизації. У статті представлено імпульсні реакції, що показують ефекти кожного місяця, і некумулятивні ефекти за весь період часу. Декомпозиція дисперсії забезпечує визначення відносної важливості кожного із потрясінь (шоків) як джерела варіацій у рівнях доларизації.

**Висновки.** Позичкова дедоларизація була полегшена розвитком ринку капіталу завдяки емісії довгострокових облігацій у національній валюті. Протягом останніх років чотири досліджувані країни активно розвивали публічний борговий ринок у національній валюті.

Активне управління диференціалами резервних вимог, зокрема шляхом збільшення спреда між співвідношеннями резервних вимог за депозитами в іноземній та національній валюті, сприяли дедоларизації. Країни звузили вимоги до капіталу для відкритих валютних позицій. Болівія ввела фінансовий транзакційний податок на дебет і кредити в іноземній валюті, звільнивши від оподаткування транзакції в національній валюті.

Запровадження інших пруденційних заходів зменшило стимули банків до надання позик та розміщення депозитів в іноземній валюті, а також переваги агентів від використання іноземної валюти як платіжного засобу, що сприяло інтерналізації ризиків доларизації і посиленню позичкової дедоларизації.

Зниження рівня доларизації в Болівії, Парагваї, Перу та Уругваї супроводжувалося тенденцією підвищення валютного курсу. Подовження кривої дохідності національної валюти полегшило процес позичкової дедоларизації.

Основними напрямками фінансово-економічної політики для боротьби з високим рівнем фінансової доларизації є: підтримка макроекономічної стабільності (наприклад утримання низької та стійкої інфляції), удосконалення пруденційних заходів у фінансовому секторі (зокрема активне управління резервними вимогами), інтерналізація агентами валютних ризиків, подальший розвиток ринків капіталу в національній валюті.

## Література

- Mercedes Garcia-Escribano and Sebastian Sosa. What is Driving Financial De-dollarization in Latin America? // IMF Working Paper. – 2011. – N 10. – P. 24.
- Galindo A and Leiderman L. Living with Dollarization and the Route to Dedollarization // IDB Working Paper. – 2005. – N 526. – Inter-American Development Bank. Washington DC.
- Reinhart C., Rogoff R. and Savastano M. Addicted to Dollars // National Bureau of Economic Research. – 2003. – WP N 10015. – Cambridge, MA – P. 55.
- Офіційний сайт Центрального банку Уругваю. – <http://www.bcu.gub.uy/Paginas/Default.aspx>
- Офіційний сайт Центрального банку Парагваю. – <http://www.bcp.gov.py/>
- Офіційний сайт Центрального банку Перу. – <http://www.bcrp.gob.pe/home.html>
- Офіційний сайт Центрального банку Болівії. – <http://www.bcb.gob.bo/>
- Аналітика щодо країн регіону Латинської Америки. – <http://www.latinamericamonitor.com/>
- Barajas A. and Morales R. A Dollarization of Liabilities: Beyond the Usual Suspects // IMF Working Paper. – 2003. – N 11. – 52 p.
- Luca A. and Petrova I. What Drives Credit Dollarization in Transition Economies? // Journal of Banking and Finance. – 2008. – N 32(5). – P. 858–869.
- Neanidis K. C. and Savva C. S. Financial Dollarization: Short-Run Determinants in Transition Economies // Journal of Banking and Finance. – 2009. – N 33 (10). – P. 1860–1873.
- Arteta Carlos. Exchange Rate Regimes and Financial Dollarization: Does Flexibility Reduce Bank Currency Mismatches? // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. – September 2005. – P. 5.

Стаття надійшла до редакції 1 липня 2012 року