



Віктор Козюк

Доктор економічних наук, професор,
завідувач кафедри економічної теорії
Тернопільського національного
економічного університету



Наталія Атамась

Аспірант кафедри економічної теорії
Тернопільського національного
економічного університету

Дослідження/

Макроекономічний аналіз рівня та структури доларизації вітчизняної економіки

Доларизація як процес підтримання активів та формування пасивів у твердій валюті використовувалася у вітчизняній економіці ще за часів перебування України у складі СРСР. На початку 1990-х вона не сприймалася як серйозна проблема, спроможна істотно впливати на макроекономічні процеси, однак розглядалася як імовірна у випадку, коли внутрішня конвертованість буде оголошена швидше, ніж відбудеться макроекономічна стабілізація. Сьогодні ж доларизація активно прогресує і є однією з причин прорахунків під час розроблення Національним банком основних параметрів монетарної політики, що негативно впливає на всі сфери економіки й потребує глибокого аналізу та пошуку ефективних дедоларизаційних заходів.

У статті досліджено особливості прояву феномену доларизації в Україні, розкриваються основні причини та аналізується рівень доларизації вітчизняної економіки в розрізі доларизації грошової маси, депозитів, кредитів та динаміки зовнішнього боргу приватного сектору.

Глобальна фінансова криза загострила серйозні проблеми, які нагромаджувалися в економіці. Це стосується також і прогресуючої доларизації, що перешкоджає Національному банку реалізовувати ефективну монетарну політику. Нинішня ситуація вимагає від України розробки та впровадження комплексної дедоларизаційної політики, яка б нівелювала викривлення в грошово-кредитній сфері та допомогла стабілізувати економічні процеси. Саме тому дослідження проблем доларизації актуальне для вітчизняної економіки та потребує глибокого макроекономічного аналізу.

Активно досліджувати феномен доларизації розпочали тільки наприкінці 1970-х рр. у відповідь на макроекономічні труднощі, пов'язані з доларизацією, в країнах Латинської Америки. Різниця в рівнях інфляції в цих країнах, на думку П.Гвідотті та К.Родрігеса [9], є основною причиною доларизації трансакцій та підтримання залишків у твердій валюті. А.Галіно та Л.Лейдерман [8] дослідили доларизацію у вищезгаданих країнах та її кореляцію з інфляцією. С.Рейнхарт, К.Рогофф, М.Савастано [12] оцінили композитний індекс доларизації, який враховує співвідношення між доларизованими депози-

тами та агрегатом "широкі гроші", зовнішнім боргом та ВВП, зовнішнім боргом приватного сектору та зовнішнім боргом у цілому. Рівень доларизації активів для країн колишнього СРСР із розрахунком показника частки депозитів у іноземній валюті до загального обсягу депозитів та співвідношення депозитів у іноземній валюті до "широких грошей" аналізують О.Гаврилишин та Ч.Беддієс [10]. Чимало досліджень доводять, що рівень інфляції в цих країнах на початку ринкової трансформації цілковито зумовлений монетарними факторами (Р.Кокошинські, В.Сиденко, В.Шевчук, О.Пе-

трик) [3, 6]. А. Галіно та Л. Лейдерман, Р. Ренхарк та М. Нозакі, В. Козюк роблять спробу пояснити природу доларизації з різних точок зору, а не лише з позицій монетарної політики [1, 2]. Г. Кальво та К. Рейнхарт стверджують, що доларизація пасивів є одним із найсуттєвіших факторів, які спонукають країни з ринками, що виникають, вдаватися до підтримання сталих валютних курсів. О. Береславська та О. Дзюблук досліджують окремі аспекти доларизації економіки України та її впливу на динаміку економічного розвитку.

З огляду на це, метою статті є детальний макроекономічний аналіз рівня та структури доларизації економіки України, причин її виникнення та особливостей впливу на макроекономіку, зокрема на реалізацію монетарної політики.

ПРИЧИНИ ПОЯВИ ДОЛАРИЗАЦІЇ ТА ЗМІНА ЇЇ ФОРМ

Доларизація на ранньому етапі ринкової трансформації здебільшого проявляється у валютному заміщенні. У багатьох постсоціалістичних країнах валютне заміщення стало основою для розвитку інших форм доларизації.

Українська економіка є характерним прикладом прогресуючої доларизації. Після подолання гіперінфляції та в період високих темпів економічного зростання інфляція в Україні так і не набула значень, необхідних для забезпечення цінової стабільності. Тому прогресувало валютне заміщення. Невипадково в грошово-кредитній та банківській статистиці НБУ до 1997 року навіть використовується показник "валютні заощадження", а вже з 1998 року – показник "депозити (за класифікаційними категоріями) в національній та іноземній валюті". У 1994 році Національним банком було заборонено встановлювати ціни для внутрішніх розрахунків у іноземній валюті, що привело до її витіснення з легального грошового обігу. Однак завдяки подальшій стабілізації у банківській сфері та лібералізації валютного законодавства акумульовані за перші роки реформ грошові кошти в іноземній валюті стали основою для формування банківських депозитів у іноземній валюті.

Аналізуючи рівень доларизації економіки України, зупинимось детальніше на таких основних її формах: доларизація грошової маси, до-

ларизація депозитів, доларизація кредитів, динаміка зовнішнього боргу приватного сектору.

ВПЛИВ ДОЛАРИЗОВАНОЇ КОМПОНЕНТИ МЗ НА ПОВЕДІНКУ ГРОШОВОЇ ПРОПОЗИЦІЇ

Доларизація грошової маси відображає вплив її доларизованої компоненти на поведінку грошової пропозиції в цілому. Тому показник доларизації грошової маси, виражений часткою грошової маси МЗ в іноземній валюті, не тотожний показнику доларизації депозитів. Він відображає загальний макроекономічний монетарний ефект перебування в обігу доларизованої готівки та доларизованих активів. Динаміку цього ефекту відображено на графіку 1.

Аналіз поведінки показника, представленого на графіку 1, виявляє такі закономірності:

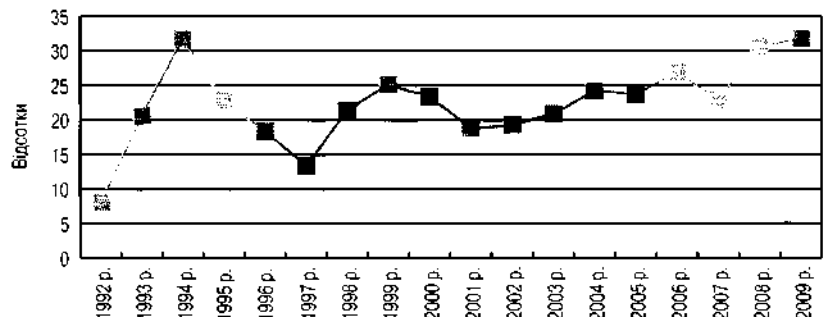
- різке його зростання з 1992-го до 1994-го року свідчить про поси-

лення значення доларизованої компоненти грошової маси в умовах гіперінфляції. Подальше її зменшення спричиняє позитивну тенденцію до оздоровлення макроекономічної ситуації та істотного зниження рівня інфляції у 1997 році;

- підвищення цього показника у 1998 році та подальше зниження у 2001 році є проявом реакції грошової пропозиції на кризу 1998 року та поступову девальвацію гривні. Зауважимо, що вона була спричинена не лише зміною структури грошової маси, а й передусім реакцією економічних агентів на кризу та різке загострення макроекономічної нестабільності;

- збереження у подальшому тенденції до зростання частки грошової маси МЗ в іноземній валюті може бути підтвердженням того, що зміна структури грошової маси не є арифметичним ефектом номінальної зміни валютного курсу. При збереженні відносно сталого (з незначним ре-

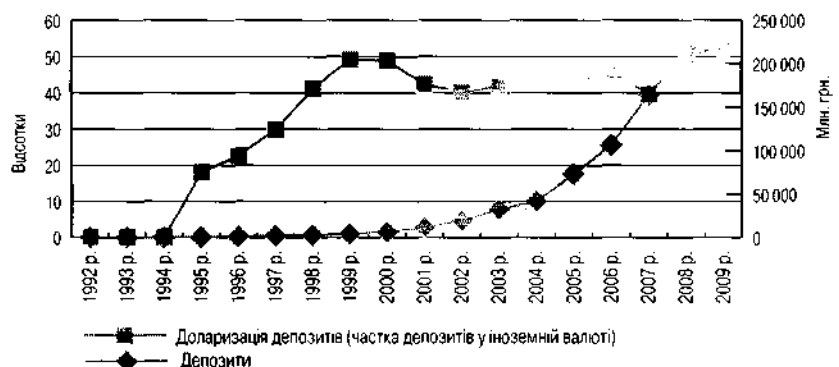
Графік 1. Частка грошової маси МЗ в іноземній валюті у загальній структурі грошового агрегату МЗ



Джерело: за даними НБУ.

Примітка. До 1994 р. агрегат МЗ був еквівалентний агрегату М2.

Графік 2. Динаміка депозитів та рівень їх доларизації



Джерело: за даними НБУ.

вальвацийним ухилом) валютного курсу в зазначений період постійне зростання доларизації грошової пропозиції відображає зміну тренду інфляції в 2001–2003 роках.

ДОЛАРИЗАЦІЯ ДЕПОЗИТІВ, ПРЯМІ ТА НЕПРЯМІ КАНАЛИ ВПЛИВУ НА ЇЇ ТРЕНД

Цінова нестабільність сприймається як фактор майбутньої девальвації навіть в умовах, коли в окремому поточному періоді сталість валютного курсу та зростання номінальних доходів роблять невідповідним чи неефективним валютне заміщення і доларизацію активів. Ця закономірність підтверджує висновки досліджень про те, що погіршення платіжного балансу та ризик майбутньої девальвації чутливіші до зміни внутрішньої інфляції, ніж до валютного курсу [6].

Реальна ревальвация є вагомим фактором макроекономічної дестабілізації, що підтверджується дослідженнями вразливості економік країн із ринками, що виникають [3; 4; 13]. Отже, практика запобігання номінальній ревальвации в трансформаційних країнах повинна сприйматись як ланка замкнутого кола, в якому девальвацийне зміщення націлене на підтримання макроекономічної стабільності (принаймні мінімізацію ризику погіршення платіжного балансу), але цим самим заохочується доларизація.

Масштабність інфляційних очікувань в Україні можна визначити, аналізуючи доларизацію активів чи доларизацію депозитів у вітчизняній економіці. На графіку 2 видно, що поруч із вагомим та швидким зростанням обсягів депозитних вкладів у

банківську систему України рівень їх доларизації також прогресує.

Після гіперінфляції в Україні доларизація депозитів зростала набагато швидше, ніж їх обсяги, що свідчило про недовіру економічних агентів до майбутньої монетарної політики та про їх невпевненість у ефективності макроекономічної стабілізації. Кризові події 1998–1999 рр. прискорили доларизацію депозитів. У 1999 році Україна опинилася на межі дефолту, і лише вдала реструктуризація зовнішніх облігаційних зобов'язань у 2000 році та структурні реформи бюджету й енергоринків істотно поліпили ситуацію. Зниження інфляції та стабілізація курсу гривні одразу позначилися на зниженні рівня доларизації депозитів. Однак із 2003 року, як і у випадку з доларизацією грошової маси, ситуація почала погіршуватися. Загалом рівень доларизації зріс і залишався нестабільним до 2008 року. Досяг свого піку – понад 50% – у 2009 році.

Беручи до уваги те, що функціонально (з точки зору поведінки економічних агентів) доларизація грошової маси та доларизація депозитів відрізняються, інфляція та зміни валютного курсу не повинні вважатися єдиними детермінантами зростання частки депозитів у іноземній валюті. Рівень та динаміку процентних ставок також слід враховувати, оскільки вони можуть прямо впливати на мотивацію економічних агентів щодо попиту на депозити та валюту їх деномінації. Непрямі канали впливу теж важливі. Частина готівкових заощаджень у валюті поповнила валютні депозити в умовах поліпшення ситуації у банківській сфері. Також цьому сприяло зростання добробуту населення та відкритість економіки. Не-

випадково, що експоненціальне збільшення обсягів депозитних вкладів у 2000-х рр. призвело до багаторазового фізичного збільшення обсягів депозитів у валюті, причому їх частка залишалася в межах 35–50%.

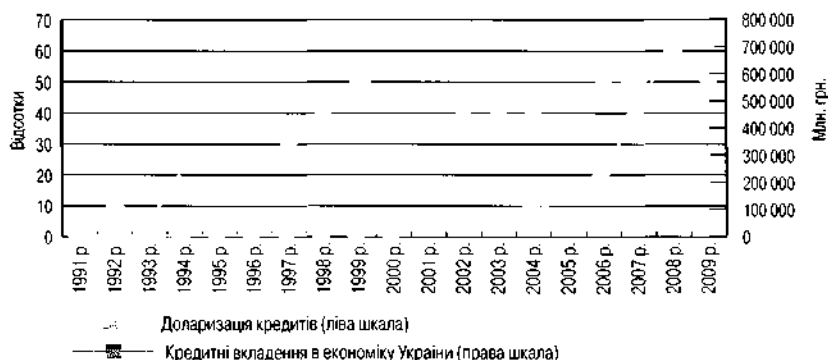
Характер монетарної політики є ключовим із точки зору підтримання позитивних реальних процентних ставок. Як доводять теоретичні дослідження, підтримання реальних від'ємних ставок свідчить або про серйозну небезпеку прискорення інфляції (як це мало місце у 1970-х рр.), або про погіршення стану в фінансовому секторі, спричиненим так званим феноменом пошуку дохідності (2000-ті рр.) [7, с. 45]. З іншого боку, чим більше національна фінансова система інтегрується з глобальними фінансовими ринками, тим ширшими стають можливості формування пасивів із джерел, які можуть бути альтернативою внутрішнім депозитам. Вплив центробанку на це з допомогою процентних ставок може виявитися обмеженим, що потребує агресивнішого застосування такого інструменту, як обов'язкові резерви. Якщо центральний банк не реагує на тривале підтримання від'ємних ставок за депозитами, це свідчатиме про те, що він проводить експансивну монетарну політику, навіть якщо контролює зростання грошової бази – монетарна експансія забезпечується експансією банківського кредиту. Україна може бути емпіричним підтвердженням цього [2].

ЕМПІРИЧНИЙ АНАЛІЗ РОЗГОРТАННЯ ДОЛАРИЗАЦІЇ АКТИВІВ

Доларизація кредитних вкладень, з точки зору динаміки обсягу кредитів та структури їх валютної деномінації, розвивається подібно до доларизації депозитів. Графік 3 показує, що нарівні з експоненціальним зростанням обсягів кредитних вкладень у економіку майже половина з них здійснюється у твердій валюті, що істотно витісняє гривню з фінансових операцій.

Розвиток економіки України у період після подолання гіперінфляції засвідчує, що під час істотної макроекономічної нестабільності перших років ринкової трансформації рівень доларизації кредитів був відносно незначний і одразу після подолання гіперінфляції становив близько 30%. Девальвация гривні істотно впливає на підвищення рівня доларизації. Це

Графік 3. Динаміка кредитних вкладень в економіку України та їх доларизація



Джерело: за даними НБУ.

явище можна пояснити як посиленням кредитних вимог, так і зміною структури грошової пропозиції під час кризових явищ. Мається на увазі, що під час криз як 1998–1999 рр., так і 2008–2009 рр. обсяги гривневої грошової пропозиції зменшувалися відповідно до політики НБУ, спрямованої на зменшення цієї пропозиції та зв'язування гривневої ліквідності банків із метою обмеження її впливу на валютний ринок та погіршення перспектив формування валютного курсу. Підвищення рівня доларизації кредитів у такі періоди засвідчує, що на пропозицію кредитів у іноземній валюті, якщо вона вже перебуває на балансах комерційних банків, монетарна політика істотно не впливає.

Водночас розгортання доларизації кредитів за умов їх фізичного зростання є свідченням значно більшого насичення грошового обігу України іноземною валютою порівняно з періодом початку ринкових трансформацій. Доларизація кредитної експансії можлива виключно в умовах істотного розширення доступу до глобальних фінансових ринків та нарощування операцій на них у абсолютному вимірі.

Іншим суперечливим моментом у розгортанні доларизації кредитів у економіці України є те, що з 2000 року спостерігається її повільне зниження після першого пікового значення у понад 50% у 1999 році, яке тривало до 2003 року. Надалі рівень доларизації кредитів почав неспинно зростати разом із кредитною експансією, властивою вітчизняній економіці у цей період. Зростання доларизації кредитів є невинуватим через тенденцію до зниження номінальних і реальних процентних ставок за гривневими позиками та збільшення диференціалу процентних ставок за гривневими та валютними кредитами, яке розпочалося саме з цього періоду.

Найнесподіванішим у сфері доларизації кредитів є те, що у 2006 році реальні середньозважені у річному обчисленні ставки за кредитами (номінальні за мінусом інфляції) наблизилися до нуля, а у 2007–2008 рр.

Таблиця 1. Зв'язок між інфляцією та доларизацією кредитів в Україні

Ріки	Інфляція/доларизація кредитів
1996–2009 рр.	$Y = -0.1699x + 46.597$, $R^2 = 0.0363$
1997–2009 рр.	$Y = 0.4727x + 39.124$, $R^2 = 0.2238$

Джерело: за даними НБУ.

Таблиця 2. Зв'язок між рівнем доларизації кредитів в Україні та іншими змінними за період 1996–2009 рр.

Номінальні кредитні ставки у гривні/доларизація кредитів	Номінальні кредитні ставки у валюті/доларизація кредитів	Реальні кредитні ставки у гривневих кредитах/доларизація кредитів	Різниця між кредитними ставками у гривневих та валютних кредитах/доларизація кредитів
$Y = -0.1713x + 50.427$; $R^2 = 0.1311$	$Y = -0.1043x + 48.275$; $R^2 = 0.0049$	$Y = -0.3795x + 50.21$; $R^2 = 0.4367$	$Y = -0.0701x + 47.817$; $R^2 = 0.0209$

Джерело: за даними НБУ.

стали взагалі від'ємними. Якщо взяти до уваги, що вартість валютних кредитів у номінальному вираженні істотно не змінилася, то з формально-теоретичної точки зору тенденція до доларизації кредитів є подібною, навіть якщо доларизація депозитів за аналогічних від'ємних реальних процентних ставок цілком резонна.

Емпіричний аналіз розгортання доларизації активів також свідчить про те, що в економіці України спостерігаються парадоксальні тенденції, які не вписуються в загальну теоретичну картину доларизованої економіки (див. таблицю 1). З таблиці 1 видно, що характер зв'язку між зростанням цін та рівнем доларизації кредитів істотно відрізняється, якщо порівнювати 1996–2009 рр. та 1997–2009 рр.

Так, у 1996–2009 рр. спостерігається обернена залежність між рівнем інфляції та доларизації кредитів. Це можна було б пояснити гіпотезою І.Фішера про перевагу запозичень у тій валюті, яка знецінюється. Однак таке припущення слід визнати сумнівним, оскільки усунення з числового ряду даних за 1996 рік, протягом якого спостерігалася висока інфляція, що була відголоском гіперінфляції, повністю змінює картину: залежність стає прямою, а шільність зв'язку різко зростає. Тобто низький рівень доларизації у 1996 році порів-

няно з рівнем інфляції слід пов'язувати з відсутністю валютних коштів у масштабах, які б дали змогу сформуватися вищому рівню доларизації. Впродовж 1997–2009 рр. спостерігалася зниження інфляції, яке супроводжувалося прогресуванням доларизації, отже, макроекономічна експансія стимулювала зростаючий попит на валютні кредити. Зв'язок між рівнем доларизації кредитів та іншими змінними також не відповідає теоретичним припущенням (див. таблицю 2).

Як видно з таблиці 2, номінальні ставки за гривневими кредитами та процентний диференціал (різниця між кредитними ставками за гривневими та валютними кредитами) фактично перебувають в оберненій залежності від рівня доларизації, що суперечить теоретичним припущенням. Номінальні ставки за валютними кредитами перебувають у передбачуваному напрямі зв'язку з рівнем доларизації кредитів, але шільність цього зв'язку вкрай низька. Що ж до реальних ставок за гривневими кредитами, то вони перебувають у досить шільному оберненому зв'язку з часткою кредитів у іноземній валюті. На перший погляд це суперечить логіці доларизованої економіки та ставить під сумнів намагання економічних агентів таким чином мінімізувати вартість гривневих зобов'язань.

Графік 4. Динаміка зовнішнього боргу та його частки, що припадає на приватний сектор



Джерело: за даними НБУ.

Грунтовніший аналіз свідчить, що така ситуація могла скластися у високодоларизованій економіці, в якій встановлення високих реальних ставок збіглося в часі з обмеженням доступу до дешевших валютних ресурсів (наприклад, на глобальних ринках), а від'ємні ставки припали на період макроекономічної експансії, коли через доступність дешевших валютних коштів почалося витіснення кредитів у національній валюті. Проте ця закономірність лише теоретична і не може не відображати реальні причинно-наслідкові зв'язки.

Отже, на відміну від доларизації депозитів, доларизація кредитів в Україні не має логічного пояснення. Ірраціональна, на перший погляд, поведінка економічних агентів зумовлена, на нашу думку, трьома основними факторами:

- реальна вартість гривневих кредитів насправді не відображається повністю в офіційній статистиці;

- економічні агенти мали імпліцитні гарантії щодо валютного курсу або ж номінальна ревальвація сприймалася як рівноважний тренд, у зв'язку з чим знижувався гривневий еквівалент валютних кредитів;

- банківські установи свідомо захоплювали кредитування в іноземній валюті.

ЗОВНІШНІЙ БОРГ ПРИВАТНОГО СЕКТОРУ ТА ЙОГО ВПЛИВ НА ЗРОСТАННЯ ДОЛАРИЗАЦІЇ ЕКОНОМІКИ

Найістотнішим фактором доларизації банківських пасивів є можливість запозичень на глобальних фінансових ринках. Саме завдяки банківським запозиченням суттєво змінилася структура зовнішнього боргу України. Як видно на графіку 4, впродовж 2000-х рр. він стрімко зростав насамперед за рахунок запозичень приватного сектору.

У 2003 році зовнішній борг не перевищував 20 млрд. доларів США, а частка приватного боргу не досягала 60% і вже на той час була дуже високою, що свідчить про істотний рівень доларизації пасивів приватного сектору. На 2009 рік зовнішній борг становив понад 100 млрд. доларів, а частка приватного сектору, досягши максимуму – близько 80% напередодні кризи, – знизилася до 72%. Збереження тенденції до збільшення боргу в кризовий період при зниженні частки приватного сектору відображає

спроби уряду зменшити негативні наслідки кризи для сукупного попиту за рахунок збільшення запозичень. Реалізація стабілізаційної програми за угодою з МВФ також вплинула на зростання зовнішнього боргу.

Це поглибило проблему надмірної експансії попиту у вітчизняній економіці внаслідок швидкого зростання приватних запозичень. Сучасні дослідження з приводу експансії фінансового сектору свідчать, що швидке зростання боргів у ньому та нарощування внутрішнього кредиту набагато суттєвіше впливає на погіршення платіжного балансу, ніж збільшення обсягів випуску [11, с. 29]. Це підтверджує, що необхідність збільшення зовнішнього боргу держави зі стабілізаційною метою є прямим наслідком експансії приватних запозичень, які розігрівали внутрішній попит, що не стримувався засобами макроекономічної політики, а прискорював інфляцію, занижував номінальні гривневі ставки й ставав прямим фактором впливу на прискорення доларизації активів та пасивів в Україні. Банківська система виявилася ключовим елементом системного процесу поглиблення доларизації пасивів. Зростання доларизації кредитних укладень в економіку України слід пов'язувати з тим, як під впливом банківських запозичень змінювалася структура зовнішнього боргу України.

Нарощування зовнішніх запозичень банків, яке різко обмежилось під час кризи, засвідчує формування в Україні асиметричної доларизації пасивів. Банківська система виявилася одразу доларизованою за активами та пасивами, що на функціональному рівні знижує вразливість до зміни валютного курсу. Приватному сектору також притаманна доларизація активів та пасивів, однак вона не компенсує ризик зміни курсу. Швидке зростання запозичень приватного сектору, особливо банків, та істотніша доларизація довгострокових кредитів порівняно з короткостроковими також підтверджує актуальність для України традиційної проблеми так званого первородного гріха – неспроможності здійснювати запозичення на тривалий термін і під низькі проценти у власній валюті. Монетарна політика, що неспроможна контролювати інфляцію та підтримувати реальні позитивні ставки, є ключовим фактором зростання рівня доларизації вітчиз-

няної економіки. У свою чергу, доларизація також справляє істотний вплив на реалізацію монетарної політики.

Література

1. Козюк В.В. Державний борг в умовах ринкової трансформації економіки України. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – 238 с.
2. Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. – Тернопіль: ТНЕУ, Економічна думка, 2009. – 728 с.
3. Кокошинський Р. Грошово-кредитна політика та політика валютного курсу під час періоду трансформації: досвід та рекомендації // Хоффманн Л., Мьоллерс Ф. Україна на шляху до Європи. – К.: Фенікс, 2001. – С. 235–244.
4. Попов В. Уроки валютного кризиса в России и других странах // Вопросы экономики. – 1999. – № 6. – С. 100–122.
5. Сабов З.А. Валютная конвертируемость в переходный период. – СПб.: Издательство С.-Петербургского университета, 1998. – 312 с.
6. Шевчук В. Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України. – Львів: Каменяр, 2001. – 495 с.
7. Borio C., White W. Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes // BIS Working Paper. – 2004. – № 147. – P. 1–51.
8. Galino A., Leiderman L. Living with Dollarization and the Route to Dedollarization // Inter-American Development Bank Working Paper. – 2005. – № 526. – P. 1–59.
9. Guidotti P., Rodriguez C. Dollarization in Latin America. Gresham Law in Reverse? // IMF Staff Papers. – 1992. – Vol. 39. – № 3. – P. 518–544.
10. Havrylyshyn O., Beddies Ch. Dollarization in Former Soviet Union: From Hysteria to Hysteresis // Paper Presented on Dubrovnik Economic Conference, June 2002. – 2002. – P. 9.
11. Hume M., Sentance A. The Global Credit Boom: Challenges for Macroeconomics and Policy // Bank of England Discussion Paper. – 2009. – № 29. – P. 1–60.
12. Reinhart C., Rogoff K., Savastano M. Addicted to Dollars // NBER Working Paper. – 2003. – № 10015. – P. 17.
13. Sachs J., Tornell A., Velasco A. Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995. // Brookings Papers on Economic Activity. – 1996. – № 1. – P. 147–198.