

ОЦІНКА ВПЛИВУ МАКРОЕКОНОМІЧНИХ ФАКТОРІВ НА РІВЕНЬ ДОЛАРИЗАЦІЇ В УКРАЇНІ

© 2017 КРАСНОВА І. В., КОТ В. В.

УДК 336.77:336.747.6

Краснова І. В., Кот В. В. Оцінка впливу макроекономічних факторів на рівень доларизації в Україні

Цілі статті полягають у виявленні причинно-наслідкових залежностей між макроекономічними детермінантами та рівнем доларизації в Україні, а також у визначенні заходів дедоларизації. Розкрито передумови, причини та наслідки доларизації. За зовнішніми ознаками доларизацію визнано проявом фінансової інтеграції, за внутрішніми – наслідком фінансової нестабільності. Виокремлено основні типи і форми доларизації. Розглянуто форми фінансової доларизації: депозитну; кредитну; монетарну. Виокремлено детермінанти, що потенційно впливають на рівень доларизації. За результатами кореляційного аналізу підтверджено тезу про прямий сильний зв'язок між доларизацією та валютними депозитами, тобто домінування депозитної доларизації. Для визначення причинно-наслідкового характеру взаємозалежностей між змінними та рівнем доларизації використано тест Грейнджера, який підтвердив гіпотезу про значний вплив психологічних настроїв та недовіру економічних суб'єктів до політики уряду та монетарної влади. Запропоновано комплекс макроекономічних, кон'юнктурних і стимулювальних заходів з дедоларизації.

Ключові слова: доларизація, фінансова доларизація, депозитна доларизація, іноземна валюта, дедоларизація, фінансовий актив, дисбаланси, деривативи.

Рис.: 3. **Табл.:** 3. **Бібл.:** 17.

Краснова Ірина Вікторівна – кандидат економічних наук, доцент, професор кафедри менеджменту банківської діяльності, ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» (пр. Перемоги, 54/1, Київ, 03680, Україна)

E-mail: iryna_krasnova@i.ua

Кот Вікторія Вікторівна – бакалавр, ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» (пр. Перемоги, 54/1, Київ, 03680, Україна)

E-mail: vicky_kot@ukr.net

УДК 336.77:336.747.6

UDC 336.77:336.747.6

Краснова И. В., Кот В. В. Оценка влияния макроекономических факторов на уровень долларизации в Украине

Целями статьи являются выявление причинно-следственных зависимостей между макроекономическими детерминантами и уровнем долларизации в Украине, а также определение мер дедолларизации. Раскрыты предпосылки, причины и последствия долларизации. По внешним признакам долларизация признана проявлением финансовой интеграции, по внутренним признакам – следствием финансовой нестабильности. Выделены основные типы и формы долларизации. Рассмотрены формы финансовой долларизации: депозитной; кредитной; монетарной. Выделены детерминанты, потенциально влияющие на уровень долларизации. По результатам корреляционного анализа подтвержден тезис о прямой сильной связи между долларизацией и валютными депозитами, то есть о доминировании депозитной долларизации. Для определения причинно-следственного характера взаимозависимостей между переменными и уровнем долларизации проведен тест Грейнджера, который подтвердил гипотезу о значительном влиянии психологических настроений и недоверии экономических субъектов к политике правительства и монетарных властей. Предложен комплекс макроекономических, конъюнктурных и стимулирующих мероприятий по дедолларизации.

Ключевые слова: долларизация, финансовая долларизация, депозитная долларизация, иностранная валюта, дедолларизация, финансовый актив, дисбаланси, деривативы.

Рис.: 3. **Табл.:** 3. **Библ.:** 17.

Краснова Ирина Викторовна – кандидат экономических наук, доцент, профессор кафедры менеджмента банковской деятельности, ГВУЗ «Киевский национальный экономический университет имени Вадима Гетьмана» (пр. Победы, 54/1, Киев, 03680, Украина)

E-mail: iryna_krasnova@i.ua

Кот Виктория Викторовна – бакалавр, ГВУЗ «Киевский национальный экономический университет имени Вадима Гетьмана» (пр. Победы, 54/1, Киев, 03680, Украина)

E-mail: vicky_kot@ukr.net

Krasnova I. V., Kot V. V. Evaluating the Impact of Macroeconomic Factors on the Level of Dollarization in Ukraine

The objectives of the article are identifying causal relationships between the macroeconomic determinants and the level of dollarization in Ukraine, as well as determining the activities for de-dollarization. The prerequisites, causes and consequences of dollarization have been covered. On the external grounds, dollarization is recognized as a manifestation of financial integration, on internal grounds, as a consequence of financial instability. The main types and forms of dollarization have been allocated. Forms of financial dollarization have been considered as: deposit, credit and monetary. The determinants that potentially impact the dollarization level have been allocated. According to the results of a correlation analysis, the thesis of direct strong connection between dollarization and currency deposits, i.e. the dominance of deposit dollarization, has been confirmed. In order to determine the causal nature of the interdependencies between variables and the level of dollarization, a Granger causality test was carried out, which confirmed the hypothesis of the significant influence of psychological attitudes and the distrust of economic agents towards the policies of government and monetary authorities. A set of macroeconomic, market and incentive de-dollarization activities have been proposed.

Keywords: dollarization, financial dollarization, deposit dollarization, foreign currency, de-dollarization, financial asset, imbalances, derivatives.

Fig.: 3. **Tbl.:** 3. **Bibl.:** 17.

Krasnova Iryna V. – PhD (Economics), Associate Professor, Professor of the Department of Management of the Banking Activities, Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman (54/1 Peremohy Ave., 03680, Ukraine)

E-mail: iryna_krasnova@i.ua

Kot Viktoriya V. – Bachelor, Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman (54/1 Peremohy Ave., 03680, Ukraine)

E-mail: vicky_kot@ukr.net

Значна відкритість економіки, слабкість національних фінансових ринків та інститутів призводить до посилення залежності країни від міжнародного фінансування та її вразливості до флуктуацій потоків капіталу, як наслідок – до порушення монетарного трансмісійного механізму через доларизацію економі-

ки. Доларизація є деструктивним фактором в економіці, причиною фінансових дисбалансів у банківській системі та бізнесу. В Україні, економічний розвиток якої значним чином залежить від стану світової економіки та міжнародних фінансових ринків, завдання зниження рівня доларизації є вкрай важливим і потребує додаткового

вивчення причинно-наслідкових зв'язків, пов'язаних з доларизацією.

Питанням доларизації щодо особливостей розвитку, видів, причин і наслідків присвячені праці О. Береславської [4], Н. Версаль, О. Жолудь [2], Н. Жмурко [5], В. Зимовця [4], Б. Ю. Лапчук, Н. Шелудько [4] та ін. Водночас необхідно констатувати, що питання щодо доларизації є не повною мірою дослідженим, особливо в частині причинно-наслідкових зв'язків макроекономічних факторів та рівня доларизації економіки країни.

Мета статті полягає у виявленні причинно-наслідкових залежностей між макроекономічними детермінантами та рівнем доларизації в Україні та визначення заходів з дедоларизації.

Віокремлюють зовнішні та внутрішні передумови та наслідки доларизації. *Зовнішні передумови* пов'язані з рівнем фінансової лібералізації та інтеграції та безпосередньо впливають на структурні параметри й темпи економічного зростання країни. Лібералізація сприяє залученню іноземних інвестицій до країни, тоді як інтеграція дозволяє резидентам здійснювати інвестиції на міжнародних ринках капіталів на загальних умовах, розширюючи доступ до фінансових інструментів та інновацій. Тим самим формуються умови для паралельного обігу в країні національної та іноземної валюти, яка є міжнародно визнаною, стабільною та ліквідною. Для іноземних інвесторів високий рівень доларизації формально знижує валютний ризик і може розглядатися як передумова для міжнародної диверсифікації їх портфеля активів. Отже, за зовнішніми ознаками доларизацію варто розглядати як індикатор фінансової інтеграції країни.

Внутрішніми передумовами доларизації є: високі інфляційні очікування; спред процентних ставок за кредитами за видами валют; нестабільний стан економіки; волатильність валютного курсу. Ці передумови підви-

щують інфляційні та девальваційні очікування населення і тим самим обумовлюють попит на іноземну валюту як засіб заощадження та отримання спекулятивного прибутку. Вони свідчать про чутливість доларизації до кризових явищ в економіці (відплив коштів до тіншової економіки) та банківській системі (відплив депозитів). В Україні у 2014–2015 рр. через інфляцію та значну девальвацію гривні попит на валюту повинен був значно зрости, проте, за офіційними даними, населення купувало валюти у 15–20 разів менше (рис. 1) [1], що навіряд чи відповідає дійсності на фоні фінансової кризи і традиційної для девальваційних очікувань поведінки – скуповування доларів та одночасного кількарразового зростання кількості обмінних пунктів [2]. Це засвідчує той факт, що валютні операції вийшли з-під контролю регулятора після запровадження ним адміністративних обмежень щодо торгівлі іноземною валютою та перемістилися до «чорного» ринку.

Віокремлюють два мотиви попиту економічних суб'єктів на іноземну валюту: *заміщення валюти* та *заміщення активів*. *Заміщення валюти* виникає у випадку наявності високих темпів інфляції, що спонукає до пошуку альтернативного варіанта валюти яка, на відміну від знеціненої національної грошової одиниці, буде здатна виконувати функцію ціни та платежу. *Заміщення активів* пов'язане з аспектами ризику та прибутком за внутрішніми й іноземними активами [4]. Зазвичай в країнах, які розвиваються, резиденти віддають перевагу формуванню заощаджень в іноземній валюті, захищаючись від макроекономічних ризиків, які пов'язані не лише з нестабільністю цін, а й із тривалою стагнацією економіки [5].

Доларизацію, що є довгостроковим наслідком макроекономічної нестабільності в країні та свідчить про недовіру до влади, фінансових інституцій та національної валюти, як правило, поділяють на:

- ★ *доларизацію платежів* (заміщення валюти) – коли іноземні активи використовуються як за-

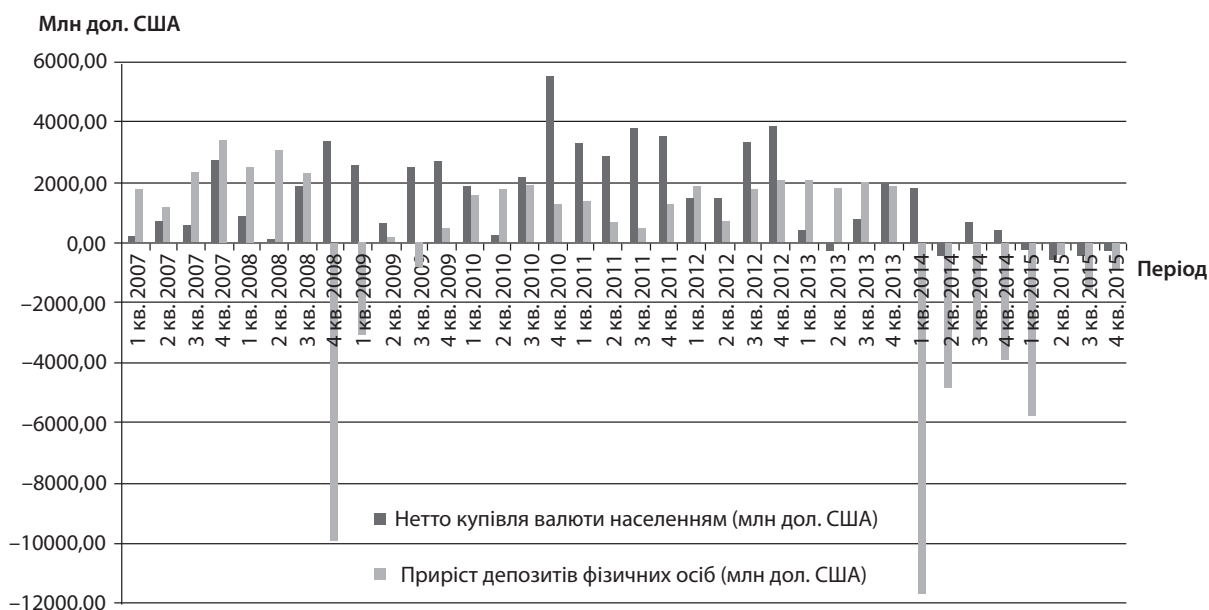


Рис. 1. Щоквартальні обсяги вкладень фізичних осіб строкових депозитів та нетто купівля валюти (млн дол. США)

Джерело: складено за [3].

сіб обігу та платежу для обслуговування торговельних операцій всередині іншої країни;

- ✦ **реальну доларизацію** (повна, часткова) – виконання іноземною валютою ціноутворюючої функції на товари та послуги та/або встановлення заробітної плати на території іншої країни;
- ✦ **фінансову доларизацію** (монетарна, кредитна, депозитна або заміщення активів) – це фінансові контракти (заощадження, депозити та кредити), номіновані в іноземній валюті, але для внутрішніх розрахунків з купівлі-продажу товарів перевага віддається національній валюті.

Автори, які розглядають реальну та фінансову доларизацію, доводять, що доларизація ціноутворення, заробітної плати та фінансових контрактів є рівноважним станом поведінки економічних суб'єктів за певних умов [6].

Оскільки банки зобов'язані підтримувати валютні позиції в межах установлених лімітів, то зростання банківських іноземних зобов'язань призводить до зростання частки позик, деномінованих в іноземній валюті (рис. 2). Виникає протилежний ефект щодо доларизації депозитів: банки використовують ринок депозитів як джерело для фінансування контрактів, деномінованих у національній валюті.

Взаємодія різних форм доларизації між собою впливає на економічне та монетарне середовище. Сучасні дослідники [7–9] пов'язують з депозитною та кредитною доларизацією хвилю валютних криз «третього покоління». На відміну від кризи «першого покоління» (програхунок макроекономічної політики) та кризи «другого покоління» (недосконала банківська система) фундаментальні причини кризи «третього покоління» пов'язані з ризиками балансової неузгодженості на мікрорівні за валютою та строками. Тим самим акцент зміщено на кредитну доларизацію та ризики, з нею пов'язані. У вітчизняній банківській системі існує постійний позитивний

розрив між валютними кредитами та валютними депозитами, хоча станом на кінець 2016 р. це співвідношення є незначним (1,5) у порівнянні з докризовими 2008–2009 рр., коли його значення сягало 3,05.

Серед негативних наслідків високого рівня доларизації виділимо: втрату довіри до національної грошової одиниці; зміну функції попиту на гроші через посилення чутливості до динаміки валютного курсу та підвищення еластичності від процентної ставки [10]; збільшення руху грошових коштів до тіншового сектора; зниження дієвості та незалежності монетарної політики через вплив інфляційних очікувань та значну роль каналу курсових очікувань у монетарному трансмісійному механізмі; послаблення фінансової стійкості та довіри до банківських установ через наявні структурні дисбаланси відкритої позиції; схильність банківського сектора до системного кредитного ризику; волатильність валютного курсу внаслідок значної чутливості до змін в очікуваннях економічних суб'єктів. Незважаючи на всі ці аспекти, стверджувати, що економічні суб'єкти, перш за все фізичні особи, відмовляться від заощаджень у вільно конвертованих валютах не доводиться.

Серед чисельних причин доларизації виокремимо такі: жорстке валютне регулювання, яке останнім часом НБУ пом'якшує; доларизація боргових зобов'язань та криза зовнішнього боргу; підвищення рівня інфляції та її волатильність, у випадку якщо вона вище, ніж волатильність номінального послаблення валютного курсу; дефолтні та девальваційні очікування щодо гривні як засобу збереження вартості; нерозвинутість ринку деривативів, що провокує недооцінку кредитного ризику нехеджованих позичальників; недовіра до банківської системи, що породжує відтік валютних коштів з депозитів. Усі ці причини є взаємопов'язаними, кожна з них впливає на доларизацію по-різному і через

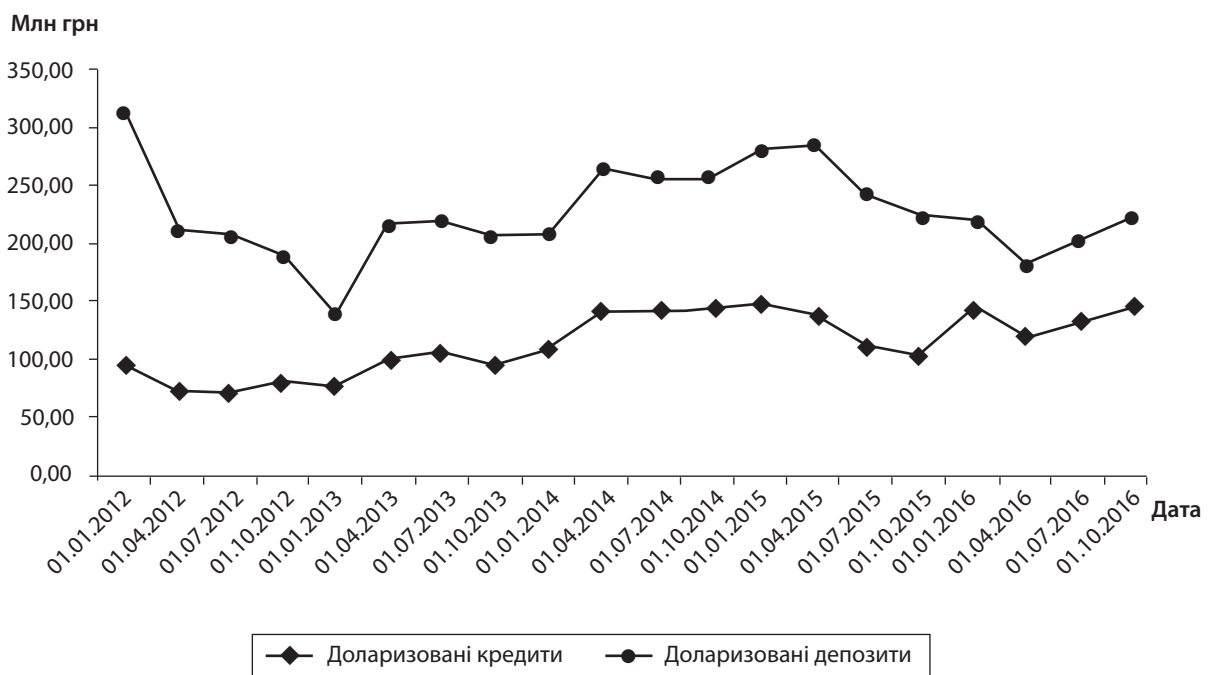


Рис. 2. Динаміка темпів зростання доларизованих депозитів та кредитів в Україні

різні канали. Як і причини, наслідки кожної з форм доларизації не є однорідними.

Існує безліч методик оцінки рівня доларизації. За методикою МВФ загальноприйнятним показником є оцінка рівня доларизації на основі частки валютних депозитів у загальному обсязі грошового агрегату М2 (М3) (рис. 3). За цим показником Україна визнана як «високодоларизована» країна. Однак такий підхід має ряд недоліків, зокрема не враховує девальвацію та інші типи активів. З доларизацією пов'язані три типи валютних активів: 1) валютні внески та депозити в іноземній валюті на рахунках в національній банківській системі (FCD); 2) міжнародні внески та депозити на рахунках за кордоном (CBD); 3) готівкова іноземна валюта в обігу всередині країни (DSS).

Доларизація є об'єктивним і, водночас, неоднозначним явищем. Поряд з негативними моментами вона має й певні позитивні наслідки: забезпечення зростання та збереження заощаджень населення; вплив на приплив іноземних інвестицій в національну економіку та опосередкований вплив на повернення капіталу, що був раніше вивезений закордон; надання можливості довгострокового кредитування, яке у випадку слабкої валюти неможливо спрогнозувати на довгострокову перспективу. Позитивні сторони доларизації в порівнянні з її негативними наслідками незначні, тимчасові та короткострокові.

Ідентифікація детермінант доларизації потребує вирішення певних завдань: 1) виявлення наявності причинно-наслідкових зв'язків між фінансово-економічними показниками та рівнем доларизації; 2) визна-

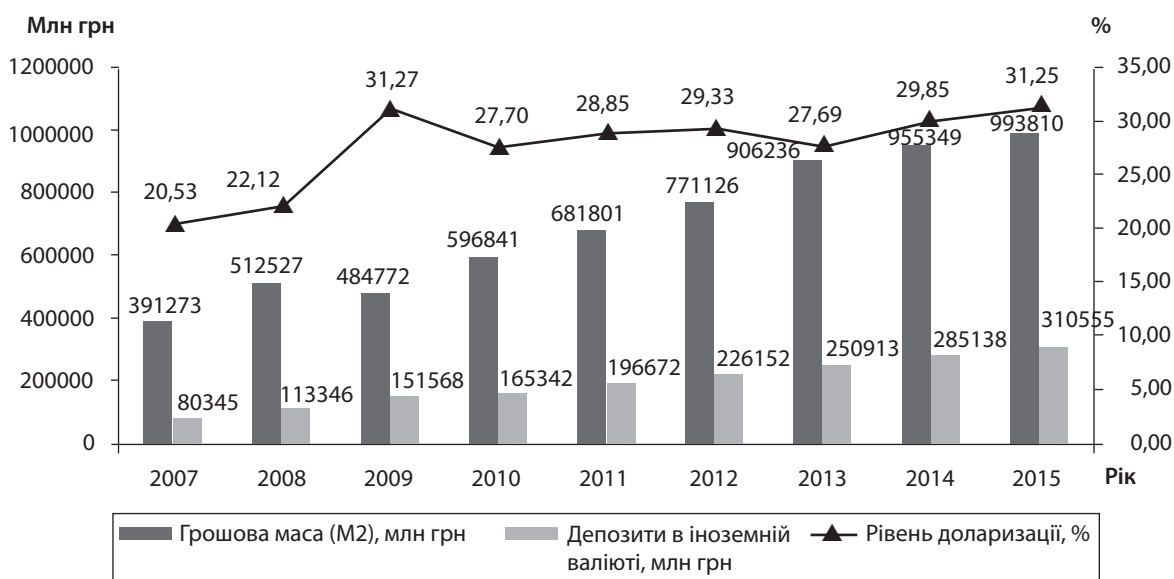


Рис. 3. Динаміка показників доларизації в Україні за 2007–2015 рр.

Джерело: складено за [3].

У випадку країн, що розвиваються, для яких притаманний низький рівень розвитку та відсутність довіри до національної банківської системи, готівкова іноземна валюта в обігу поза банківською системою відіграє особливо важливу роль. На відміну від попередніх типів монетарна доларизація є найбільш небезпечною, оскільки може завдати негативного впливу на монетарний суверенітет країни.

Однозначної оцінки рівня монетарної доларизації української економіки дати неможливо. Її мінімальну величину умовно можна прийняти виходячи з припущення, що валютна готівка відноситься до гривневої так само, як валютні депозити до гривневих. Верхній діапазон оцінки запасів готівкового долара в Україні – це оцінка НБУ на основі даних платіжного балансу, обрахованих як кумулятивна зміна обсягів готівкової валюти поза банками з 1995 р. Докризові оцінки готівкової доларизації показували обсяг готівкової валюти «на руках» від 22 млрд дол. до 86 млрд дол. [2]. Погоджуємось з поглядами аналітиків, які зазначають, що саме готівкова валюта на руках населення формує обсяг як кількості трансакцій, так і обмінний курс.

чення розриву в часі між фінансово-економічними показниками країни та їх впливом на рівень доларизації, що характеризується наявністю лагів.

Вирішити поставлені завдання допоможе використання кореляційного аналізу та тесту Грейнджера на каузальність. Застосування лише кореляційного аналізу не дає можливості повною мірою встановити та визначити взаємозв'язки між змінними. Він дає можливість оцінити лише тісноту зв'язку між змінними, а не їх залежність чи взаємозалежність. Застосування даних методів необхідно проводити в чіткій послідовності, поетапно, що обумовлено необхідністю підтвердження або спростування гіпотези про наявність причинно-наслідкової залежності між обраними показниками:

I етап – узагальнення переліку детермінант доларизації;

II етап – проведення кореляційного аналізу, щодо оцінки щільності зв'язку між змінними;

III етап – проведення тесту Грейнджера на підтвердження або спростування гіпотези про наявність причинно-наслідкових зв'язків між змінними.

За результатами емпіричних досліджень було сформовано систему із 14 фінансово-економічних показників, що потенційно впливають на доларизацію, та надано оцінку щільності їх впливу на доларизацію. Часові ряди за кожним показником з метою згладжування було прологарифмовано, оскільки вважається, що різниця логарифмів є апроксимацією темпів приросту показника [11] та утворює стаціонарні часові ряди. Мультиколінеарність притаманна змінним, що є взаємозалежними одна від одної, і врахування обох факторів негативно вплине на коректність висновків про результати взаємозв'язків між результативною змінною (в нашому випадку – доларизація) та відібраними факторними змінними. За результатами кореляційного аналізу виявлено, що темп зростання частки зовнішнього боргу у ВВП країни (X_5) мультиколінеарний до темпу зростання курсу гривні до долара (X_{14}). Регресійний аналіз підтвердив залежності математичного очікування одного змінного фактора від іншого.

На основі наведених даних за розрахунком автокореляції залишків за методом Дарбіна – Уотсона ($DW = 22,67911$) відкидаємо нульову гіпотезу про автокореляції залишків. Для вдосконалення моделі необхідно позбутись автокореляції між змінними, у нашому випадку між мультиколінеарними змінними – X_{14} , тому для вдосконалення моделі її виключаємо.

За результатами кореляційного аналізу (табл. 1) маємо, що прямий сильний кореляційний зв'язок (+0,97) та (+0,78) простежується лише між рівнем доларизації та депозитами в іноземній валюті й «широкими коштами» відповідно, що є цілком очікуваним результатом. Населення та інші економічні агенти не довіряють національній валюті та банківській системі та віддають перевагу збереженню доходів в іноземній валюті. Крім того, на думку Г. Камінські та К. Рейнхарта (*Kaminsky, G., Reinhart, C.*) [12], депозитна доларизація виникає як реакція економічних агентів на майбутню політичну нестабільність та ситуацію в країні. Таким чином, можна зробити припущення про спекулятивну складову доларизації економіки країни.

Серед позитивних моментів формування валютних вкладів у банках виділимо скорочення готівкової іноземної валюти в обігу, приплив капіталу до місцевих банків, зменшення втечі капіталу з країни, що особливо важливо в період макроекономічної нестабільності. Наявність позитивних моментів дозволяє говорити про наявний оптимально-допустимий рівень доларизації, що позитивно впливатиме на додаткові інвестиції та економічне зростання та залежить від рівня економіки, ступеня розвитку та інтеграції фінансового ринку. Значний прямий вплив здійснюють портфельні інвестиції, а зворотний вплив виникає через інтервенції НБУ.

Для виявлення причинно-наслідкового зв'язку між аналізованими змінними використовуємо тест Грейнджера на причинність. В основі тесту Грейнджера покладено нульову гіпотезу про те, що «А не впливає на Б», на основі F-статистики Фішера спростовують або приймають дане твердження. Для прийняття альтернативної гіпотези на 5-відсотковому рівні значення необхідно, щоб р-значення для відповідної пари показників було в межах до 0,05 [13, с. 118]. Для перевірки достовірності зв'язку розглянуто 4 періоди (квартали), за якими порівнювалися змінні фактори з рівнем доларизації економіки України за 2011–01.10.2016 рр.

Була визначена найбільш сильна екзогенність: наведені фактори, які є сильно екзогенними для даних параметрів, усі інші не враховувалися для подальшого аналізу. Гіпотеза для кожного з даних змінних відторгнулася, що є ознакою причинності за Грейнджером з мірою впливу «причини – наслідку» зазначену у відсотках. Тестування на казуальність досліджуваних показників із урахуванням можливих часових зсувів підтвердило наявність причинно-наслідкових зв'язків між окремими досліджуваними показниками, оскільки значення Prob перевищує рівень у розмірі 0,05% по відповідних парах показників. Декомпозиція забезпечує визначення відносної важливості кожного із потрясінь (шоків) як джерела варіацій у рівнях доларизації.

Таблиця 1

Оцінка кореляції між макроекономічними факторами та рівнем доларизації в Україні

| № з/п | Показник | Коефіцієнт кореляції | Характер зв'язку |
|-------|---|----------------------|------------------------|
| 1 | Кредити в іноземній валюті (X_1) | -0,18299 | Зворотний, слабкий |
| 2 | Депозити в іноземній валюті (X_2) | 0,979452 | Прямий, сильний |
| 3 | Темп інфляції (X_3) | 0,196204 | Прямий, слабкий |
| 4 | «Широкі кошти» (X_4) | 0,780585 | Прямий, значний |
| 5 | Частка зовнішнього боргу у ВВП країни (X_5) | 0,257258 | Прямий, слабкий |
| 6 | Експорт (X_6) | -0,15032 | Зворотний, слабкий |
| 7 | Імпорт (X_7) | 0,256361 | Прямий, слабкий |
| 8 | ВВП (X_8) | -0,38438 | Зворотний, помірний |
| 9 | Спред відсоткових ставок в іноземній валюті (X_9) | 0,320955 | Прямий, помірний |
| 10 | Прямі інвестиції (X_{10}) | -0,17347 | Зворотний, слабкий |
| 11 | Портфельні інвестиції (X_{11}) | 0,387141 | Прямий, помірний |
| 12 | Темп зростання інтервенцій НБУ (X_{12}) | -0,42983 | Зворотний, значний |
| 13 | Міжнародні резерви (X_{13}) | 0,002508 | Прямий, слабкий |

Враховуючи чутливість тесту Грейнджера до кількості лагів, було протестовано лаги 1, 2, та 3 порядку. Причинно-наслідкова залежність представлена імпульсною реакцією, що показує ефекти кожного кварталу, простежується на лагах 2 і 3 порядку та має різний характер взаємозв'язків.

Перевірка нульових гіпотез виявила залежність між такими змінними (табл. 2):

- ✦ темп зростання гривні до долару США впливає на темпи доларизації на 97,13%;
- ✦ залежність інфляції від рівня доларизації становить 98,87%;
- ✦ темп доларизації має причинно-наслідковий зв'язок з темпом зростання «широких грошей» на 98,46%.

Таблиця 2

Виявлення статичних залежностей за лагом 2

| № з/п | Гіпотеза | Р-значення |
|-------|--|------------|
| 1 | Темп зростання курсу гривні до долара США впливає на темпи доларизації | 0,0287 |
| 2 | Темпи доларизації впливають на темпи інфляції | 0,0113 |
| 3 | Темпи доларизації впливають на темпи зростання «широких грошей» | 0,0154 |

З лагом у два періоди простежується висока імпульсна залежність між внутрішньоекономічними факторами. Тест Грейнджера підтверджує гіпотезу за результатами кореляційного аналізу про значний вплив психологічних настроїв та недовіри економічних суб'єктів до політики уряду та монетарної влади.

Маємо класичні закономірності між доларизацією, інфляцією та валютним курсом, що свідчить про те, що недостатня гнучкість валютного курсу та високий рівень інфляції є головними перепонами на шляху дедоларизації. Одне уточнення за результатами аналізу: причиною доларизації з лагом у два періоди виступає курс гривні до долара США, у той час як доларизація в цей самий лаговий зсув уже виступає причиною для змін у темпах інфляції та «широких грошей». Створюється свого роду замкнуте коло.

Як бачимо, рівень доларизації тісно залежить від валютного курсу. Варто звернути увагу на дві складові: валютний курс та очікування. Щодо першої складової, то в економічній літературі існують різні думки щодо характеру причинно-наслідкового зв'язку. Ряд науковців стверджує, що волатильність валютного курсу впливає на фінансову доларизацію, при цьому різні автори по-різному визначають напрям впливу. Одні стверджують, що волатильність валютного курсу посилює дедоларизацію, роблячи ризик іноземної валюти більш явним [14]. Інші доводять, що більша волатильність валютного курсу скорочує тільки кредитну доларизацію, особливо в країнах з транзакційною еко-

номікою [15]. Окремі автори дотримуються думки, що більш гнучкий валютний курс фактично асоціюється з вищим рівнем доларизації, особливо у випадку депозитної доларизації [16].

За результатами дослідження маємо, що вища волатильність валютного курсу, пов'язана із трендом підвищення курсу, супроводжується скороченням рівня позикової та депозитної доларизації через низькі доходи та недовіру населення.

Модель курсоутворення, яку застосовує НБУ, постійні аукціони купівлі-продажу валюти, 20 уповноважених банків – передбачають істотний додатковий дохід посередників (інсайдерів) у період високих курсових стрибків – від 1 до 2 грн на доларі внаслідок арбітражу. У період стримування зміцнення гривні за рахунок аукціонів з викупу валюти, коли ринок насичений валютою, курсові коливання стихають, маржа різко звужується до мінімальних позначок, спекулятивний фактор мінімізується. Очікуючи знецінення національної грошової одиниці, економічні агенти захищають власні доходи шляхом конвертації їх у більш стабільну валюту (долар США), що надалі призводить до того, що доларизація стає спонукальним чинником для зростання інфляції та нарощення «широких грошей» в обігу. НБУ з метою задоволення підвищеного попиту на іноземну валюту проводить валютні інтервенції коштом валютних резервів. Споглядаючи дану тенденцію, варто звернути увагу на політику Національного банку України, який проводить таргетування інфляції. У цьому випадку неможливо розв'язати проблему України – знецінення грошової одиниці – не враховуючи гостре питання з доларизацією економіки, якщо останній фактор впливає на об'єкт таргетування майже на 98,9%.

Значний вплив доларизації на «широкі кошти» буде виникати через 2 квартали, тому НБУ необхідно це взяти до уваги для уникнення дисбалансу з готівковими коштами на грошовому ринку. В такому разі радимо зосередити увагу на створенні більш сприятливих умов, які б мотивували економічних агентів використовувати альтернативи іноземним валютам як засобу заощадження. Регулятору не варто зупинятися на додаткових обмеженнях, що сприятимуть розвитку неофіційного ринку.

З лагом у 3 періоди (табл. 3) зв'язок рівня доларизації з'явився з іншими факторами (зовнішніми), аніж при аналізі причинно-наслідкового зв'язку за 2 кварталами. Через 9 місяців виникне вплив темпів зростання прямих інвестицій на темпи доларизації на 96,8%, тоді як темпи зростання частки зовнішнього боргу менші на 1,2% і становлять 95,6%, проте вони також є причиною доларизації. Іноземні інвестори, вкладаючи грошові кошти в реальний сектор економіки, не довіряють українській грошовій одиниці, тому залишають свої кошти у валюті інших країн, що сповільнює не тільки розвиток виробництва, оновлення основних фондів, але й негативно впливає на тіньовий сектор, як у ситуації з впливом доларизації на «широкі кошти» через 2 і 3 квартали (у 3 лази – 95,56%).

Таблиця 3

Виявлення статичних залежностей з доларизацією з лагом 3

| № з/п | Гіпотеза | P-значення |
|-------|--|------------|
| 1 | Темп зростання прямих інвестицій впливають на темпи доларизації | 0,0320 |
| 2 | Темпи доларизації впливають на темпи зростання «широких грошей» | 0,0444 |
| 3 | Темпи зростання частки зовнішнього боргу у ВВП країни впливають на темпи доларизації | 0,0440 |

Отже, бачимо, що і в цьому випадку доларизація призводить до непродуктивного нарощення грошової маси в обігу, як і у випадках з меншим лагом. Тим самим розірвати це «замкнене коло» можна не через задоволення відкладеного попиту на іноземну валюту, а шляхом зниження темпів інфляції та стабілізації валютного курсу, що сприятиме дедоларизації.

Дедоларизація – процес зменшення частки іноземної валюти на внутрішньому ринку як засобу нагромадження та платежу на території країни шляхом впливу на поведінку економічних суб'єктів через фінансове регулювання і розвиток фінансових ринків. Дедоларизація – тривалий процес, що варто сприймати не як мету, а як результат реалізації комплексної програми, що включає декілька напрямів: макроекономічні, кон'юнктурні, стимулювальні. До першочергових заходів відносимо *макроекономічні* – забезпечення цінової та фінансової стабільності. *Кон'юнктурні* – м'які, спрямовані на розвиток внутрішнього фінансового ринку, підвищення довіри до монетарної політики та популяризацію її інструментів у національній валюті, зниження асиметрії на фінансовому ринку. Ці *упереджувальні заходи* мають бути орієнтовані на зміну мотивів та умов володіння іноземною валютою, сприяючи трансформації структури майбутніх потоків, а не боротьбі з наслідками – наявними валютними позиціями. Замість нарощування зовнішнього боргу, який поглиблює ризик збереження високого рівня доларизації, варто сприяти формуванню інституційних і структурних умов залучення прямих іноземних інвестицій, які, своєю чергою, сприятимуть нарощування ліквідності. Комплекс *стимулювальних заходів* має бути орієнтованим на зменшення кредитної доларизації, тобто на активізацію використання національної валюти шляхом відмови від використання іноземної валюти, наприклад через диференціацію норм і вимог до фінансових операцій у різних валютах з різними активами, у тому числі щодо встановлення ціни. Ці заходи є найбільш складними у впровадженні. Кумулятивний ефект від реалізації зазначених напрямів має усунути фундаментальні причини макроекономічних і фінансових дисбалансів, що зумовляють процеси доларизації.

Інструментами дедоларизації є: календарні таргети дедоларизації для банків; установлення резервних вимог, спрямованих на таргетування валютних позицій; інструменти ліквідності (РЕПО «розширення» та РЕПО

«валютне заміщення»); розвиток строкового ринку, який прямо впливає на захист фінансових активів від непередбачуваних цінових коливань за допомогою деривативів [17].

ВИСНОВКИ

За результатами дослідження доходимо висновків, що рівень доларизації негативно впливає на: збільшення інфляційних очікувань шляхом розширення грошової пропозиції; зниження незалежності монетарної політики через вплив каналу курсових очікувань; ймовірність виникнення системного ризику в банківській сфері, що тільки поглибить девальвацію гривні. Звичайно, є позитивні аспекти, але вони мають короткостроковий характер і не впливають на підвищення купівельної спроможності національної валюти більше, ніж на рік. За результатами кореляційного аналізу найбільший зв'язок із рівнем доларизації має рівень депозитів у іноземній валюті, тим самим основний вид фінансової доларизації – це депозитна. Це потребує впровадження стимулювальних тригерів щодо зміни структури фінансових потоків. Також при побудові кореляційної матриці з'ясовано, що сильний зворотний вплив здійснюють інтервенції Національного банку України.

Напрямами скорочення високого рівня доларизації є: досягнення низької та стійкої інфляції, удосконалення макропруденційних заходів у фінансовому секторі, хеджування валютних ризиків, зменшення стимулів банків до надання позик і залучення депозитів в іноземній валюті; подальший розвиток ринку капіталів у національній валюті (наприклад, емісія довгострокових облігацій, номінованих у національній валюті). ■

ЛІТЕРАТУРА

1. Скільки в Україні доларів і який обсяг «чорного» ринку валюти. URL: <http://domik.ua/novosti/skilki-v-ukrayini-dolariv-iyakij-obsyag-chornogo-rinku-valyuti-n248653.html>
2. Жолудь О., Піонтківська І. Доларизація та чорний ринок валюти в Україні: причини, обсяги, наслідки для економіки та політики // Центр економічної стратегії. 13 вересня 2016 р. URL: http://ces.org.ua/wp-content/uploads/2016/07/Currency-black-market_Research-paper.pdf
3. Офіційний сайт Національного банку України. URL: <http://www.bank.gov.ua/>
4. Береславська О., Зимовець В., Шелудько Н. Доларизація кредитного ринку в Україні: причини і наслідки. *Економіка і прогнозування*. 2006. № 3. С. 62–71.
5. Жмурко Н. В. Доларизація економіки України в умовах фінансової нестабільності. URL: http://base.dnsgb.com.ua/files/journal/Aktualni-problemy-rozvytku-ekonomiky-regionu/2010_6_2/19.pdf
6. Ize, A., Parrado, E. Real Dollarization, Financial Dollarization, and Monetary Policy. Central Bank of Chile Working Paper. October 2006. No. 375. 26 p. URL: <http://si2.bcentral.cl/public/pdf/documentos-trabajo/pdf/dtbc375.pdf>
7. Barro, R. J., Alesina, A. Dollarization. URL: <http://scholar.harvard.edu/files/alesina/files/dollarization.pdf>
8. Levy-Yeyati, E. Financial Dollarization: Evaluating the Consequences. *Economic Policy*. 2006. No. 21 (45). P. 61–118.
9. Aghion, P., Bacchetta, P., Banerjee A. A Corporate Balance-Sheet Approach to Currency Crises. *Journal of Economic Theory*. 2004. Vol. 119. No. 1. P. 6–30.

10. Бездітко Ю. М. Вплив рівня депозитних ставок на динаміку доларизації економіки України. Ефективна економіка. 2014. № 3. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2864>

11. Сереніс Д., Сереніс П. Волатильність валютного курсу та галузевий експорт: емпіричні дані з дванадцяти країн ЄС (1973–2004). *Журнал європейської економіки*. 2011. Т. 10. № 2. С. 203–212.

12. Kaminsky, G., Reinhart, C. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of Payments Problems. *American Economic Review*. 1999. Vol. 89 (June). P. 473–500.

13. Damodar, N. *Gujarati – Basic Econometrics*. 4th ed. McGraw-Hill, 2003. 1003 p.

14. Barajas, A., Morales, R. A. Dollarization of Liabilities: Beyond the Usual Suspects. *IMF Working Paper*. 2003. No. 11. 52 p.

15. Luca, A., Petrova, I. What Drives Credit Dollarization in Transition Economies? *Journal of Banking and Finance*. 2008. Vol. 32. No. 5. P. 858–869.

16. Arteta, C. Exchange Rate Regimes and Financial Dollarization: Does Flexibility Reduce Bank Currency Mismatches? In: *Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers*. September 2002. No. 738. 41 p.

17. Примостка Л. О., Краснова І. В. Біржовий ринок деривативів в Україні: історія, сучасність, перспективи розвитку. *Фінанси України*. 2014. № 7. С. 49–65.

REFERENCES

Aghion, P., Bacchetta, P., and Banerjee, A. "A Corporate Balance-Sheet Approach to Currency Crises". *Journal of Economic Theory*. Vol. 119, no. 1 (2004): 6-30.

Arteta, C. "Exchange Rate Regimes and Financial Dollarization: Does Flexibility Reduce Bank Currency Mismatches?". *Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers*, no. 738 (September) (2002).

Bereslavskaya, O., Zymovets, V., and Sheludko, N. "Dolarizatsiia kredytnoho rynku v Ukraini: prychny i naslidky" [Dollarization of the credit market in Ukraine: causes and consequences]. *Ekonomika i prohnozuvannia*, no. 3 (2006): 62-71.

Barro, R. J., and Alesina, A. "Dolarization". <http://scholar.harvard.edu/files/alesina/files/dollarization.pdf>

Bezditko, Yu. M. "Vplyv rivnia depozytnykh stavok na dynamiku dolarizatsii ekonomiky Ukrainy" [Influence of the level of deposit rates on the dynamics of dollarization of the Ukrainian

economy]. *Efektivna ekonomika*. <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2864>

Barajas, A., and Morales, R. A. "Dollarization of Liabilities: Beyond the Usual Suspects". *IMF Working Paper*, no. 11 (2003).

Damodar, N. *Gujarati – Basic Econometrics*. McGraw-Hill, 2003.

Ize, A., and Parrado, E. "Real Dollarization, Financial Dollarization, and Monetary Policy. Central Bank of Chile Working Paper. October 2006. No. 375.26 p.". <http://si2.bcentral.cl/public/pdf/documentos-trabajo/pdf/dtbc375.pdf>

Kaminsky, G., and Reinhart, C. "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of Payments Problems". *American Economic Review*. Vol. 89 (June) (1999): 473-500.

Levy-Yeyati, E. "Financial Dollarization: Evaluating the Consequences". *Economic Policy*, no. 21 (45) (2006): 61-118.

Luca, A., and Petrova, I. "What Drives Credit Dollarization in Transition Economies?". *Journal of Banking and Finance*. Vol. 32, no. 5 (2008): 858-869.

Ofitsiyniy sait Natsionalnoho banku Ukrainy. <http://www.bank.gov.ua/>

Prymostka, L. O., and Krasnova, I. V. "Birzhoviy rynek deryvatyv v Ukraini: istoriia, suchasnist, perspektyvy rozvytku" [Exchange market of derivatives in Ukraine: history, modernity, prospects of development]. *Finansy Ukrainy*, no. 7 (2014): 49-65.

Serenis, D., and Serenis, P. "Volatylnist valiutnoho kursu ta haluzevyi eksport: empyrichni dani z dvanadtsiaty krain Yes (1973-2004)" [Currency volatility and sectoral exports: empirical data from twelve EU countries (1973-2004)]. *Zhurnal yevropeiskoi ekonomiky*. Vol. 10, no. 2 (2011): 203-212.

"Skilky v Ukraini dolariv i yakiy obsiah «chornoho» rynku valiuty" [How many dollars are in Ukraine and what is the "black" currency market]. <http://domik.ua/novosti/skilki-v-ukrayini-dolariv-i-yakij-obsyag-chornogo-rynku-valyuti-n248653.html>

Zholud, O., and Piontkivska, I. "Dolarizatsiia ta chorniy rynek valiuty v Ukraini: prychny, obsiahy, naslidky dlia ekonomiky ta polityky" [Dollarization and the black currency market in Ukraine: causes, volumes, consequences for economy and politics]. *Tsentr ekonomichnoi stratehii*. http://ces.org.ua/wp-content/uploads/2016/07/Currency-black-market_Research-paper.pdf

Zhmurko, N. V. "Dolarizatsiia ekonomiky Ukrainy v umovakh finansovoi nestabilnosti" [Dollarization of the Ukrainian economy in conditions of financial instability]. http://base.dnsgb.com.ua/files/journal/Aktualni-problemy-rozvytku-ekonomiky-regionu/2010_6_2/19.pdf