

**Козюк В.В.,**

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

**Атамась Н.І.,**

аспірант кафедри економічної теорії  
Тернопільського національного  
економічного університету

## СТРАТЕГІЧНІ ЕЛЕМЕНТИ СИСТЕМНОГО ПОЄДНАННЯ НАПРЯМІВ ДЕДОЛАРИЗАЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ

*Розглянуто необхідність проведення Національним банком України ефективної монетарної політики, проаналізовано панівні тенденції у сфері доларизації, досліджено та аргументовано основні напрями політики дедоларизації вітчизняної економіки.*

*The core issues as to the necessity to realize by the National Bank of Ukraine an effective monetary policy are examined in the article; dominating tendencies are analyzed in the field of dollarization; basic directions of policy of de-dollarization of domestic economy are probed and argued.*

**Ключові слова:** доларизація економіки, дедоларизаційна політика, монетарна політика, трансмісійний механізм.

Деструктивний вплив глобальної фінансової кризи на макроекономічні й соціальні процеси у вітчизняній економіці багато в чому пов'язаний із високим рівнем доларизації в Україні останніми роками та створює перешкоди для реалізації Національним банком ефективної монетарної політики. При цьому даний феномен проявився фактором кредитної експансії, оскільки майже повною мірою забезпечив перенесення зовнішніх запозичень банків на внутрішню кредитну пропозицію; формою хеджування валютних та інфляційних ризиків, бо на відміну від більшості країн світу рівень інфляції в Україні залишається високим, а процентні ставки за депозитами й інколи за кредитами — від'ємними; сполучною ланкою між глобальними фінансовими умовами та експансією споживання, що впливає з переважно споживчого кредитування в іноземній валюті, до якого отримало доступ широке коло економічних агентів, тощо. Сьогодення вимагає від України розробки й запровадження комплексної дедоларизаційної політики, яка усуне викривлення у грошово-кредитній сфері та сприятиме стабілізації економічних процесів. Отже, дослідження основних напрямів такої політики є актуальним для вітчизняної економіки та потребує глибокого макроекономічного переосмислення.

Проблематиці пошуку основного вектора політики дедоларизації присвячені розвідки багатьох відомих зарубіжних учених. Так, А. Із та Е. Леві Яті підсумовують емпіричні дослідження даного питання по країнах Латинської Америки й

© Козюк В.В., Атамась Н.І., 2011

Азії<sup>1</sup>. К. Рейнхарт, К. Рогофф і М. Савастано встановили критерії дедоларизації та запропонували вважати даний процес успішним у разі, коли доларизація депозитів знижується до менш ніж 20 %, утримується на цій позначці та залишається нижче від цього рівня<sup>2</sup>. А. Галіндо й Л. Лейдерман пропонують жорсткіший підхід до ідентифікації критеріїв дедоларизації<sup>3</sup>.

За даною тематикою є напрацювання й вітчизняних дослідників, зокрема О. Петрика, С. Ніколайчука, О. Береславської, В. Козюка<sup>4</sup>. Поряд із цим питання дедоларизації як обов'язкової складової перспективної оптимізації монетарної політики в Україні потребують детальнішого розгляду. Також бракує досліджень, які приділяли б достатню увагу пошукові дедоларизаційних комплексних заходів для проведення ефективної й дієвої макроекономічної політики.

З огляду на зазначене, метою статті є розгляд основних елементів системного поєднання монетарної, фінансової й регуляторної політики, що вможливають дедоларизацію вітчизняної економіки.

Особливістю доларизації української економіки є те, що вона тривалий час прогресує на перетині трьох тісно пов'язаних між собою фундаментальних детермінант: малоефективної монетарної політики, котра через політику сталого валютного курсу не спроможна контролювати внутрішню інфляцію; зовнішніх джерел банківських пасивів, які формуються під впливом запозичень та надходження ресурсів від материнських банків, що виштовхує національну валюту зі сфери фінансових операцій; нерозвиненого внутрішнього фінансового ринку, котрий не може пропонувати довгострокові джерела запозичень (рис.).

Висока взаємозамінність кредитів у національній та іноземній валюті, асиметричні курсові реакції, брак надійних регуляторних бар'єрів у сфері доступу до кредитів у іноземній валюті, звичайно, є актуальними для вітчизняної економіки, як і для багатьох інших країн із ринками, що виникають. Утім, у світлі низки проведених ними успішних реформ випадок України засвідчує, що наріжним каменем проблеми є монетарна нестабільність, яка створює передумови для доларизації. Неспроможність контролювати інфляцію за порівняно сталого валютного курсу заохочує доларизацію активів і пасивів. Від'ємні процентні ставки спричинені монетарною політикою, котра ігнорує інфляційні наслідки цього, а також ризики

<sup>1</sup> Ize A., Levy Yeyati E. Financial De-dollarization: Is It for Real? // IMF Working Paper. — 2005. — WP/05/187. — P. 18–20.

<sup>2</sup> Reinhart C., Rogoff K., Savastano M. Addicted to Dollars // NBER Working Paper. — 2003. — № 10015. — P. 1–67.

<sup>3</sup> Galindo A., Leiderman L. Living with Dollarization and the Route to Dedollarization // Inter-American Development Bank Research Department Working Paper. — 2005. — № 526. — P. 17.

<sup>4</sup> Петрик О. Історія монетарного розвитку України // Вісник НБУ. — 2007. — № 12. — С. 2–16; Береславська О.І. Макроекономічні аспекти валютно-курсової політики в Україні // Фінансово-монетарні важелі економічного зростання. Т. 2: Механізми грошового та фондового ринків і їх вплив на розвиток економіки України. — К.: Фенікс, 2008. — С. 196–266; Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності: Моногр. — Т.: ТНЕУ; Екон. думка, 2009. — 728 с.

## Фінансово-економічне регулювання

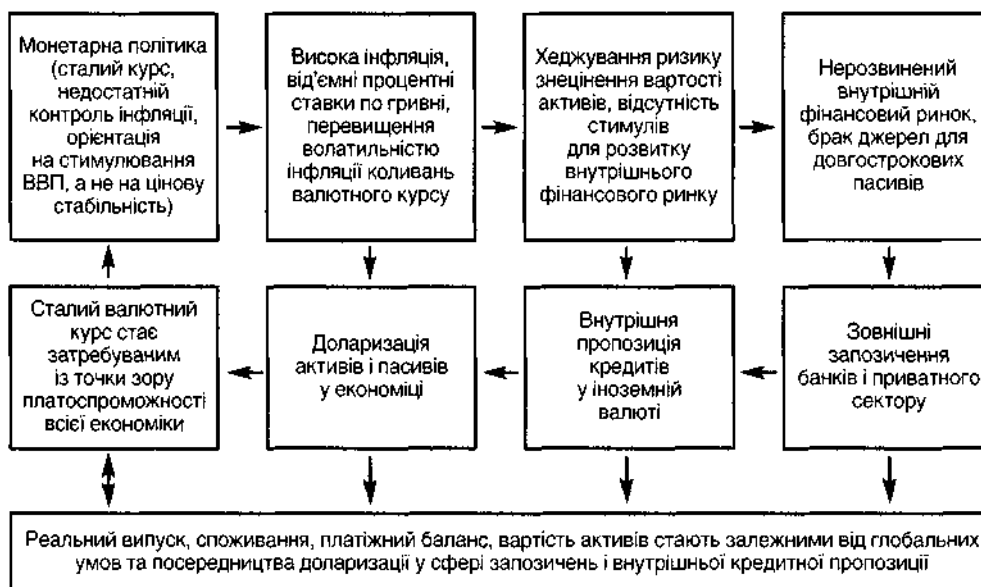


Рис. Логіка макроекономічних зв'язків у процесах доларизації

нагромадження фінансових дисбалансів. Сприйняття валютного курсу як головного каналу впливу на формування внутрішніх цін і перспектив динаміки реального випуску робить економіку вкрай вразливою до шоків світових цін та реальної ревальвації, завдяки чому асиметричні курсові реакції коригують обсяги випуску і споживання відповідно до довгострокового тренду продуктивності в реальному секторі. Динаміка кредитів розглядається виключно в контексті того, що віддзеркалює потребу реального сектору в дешевих коштах, завдяки чому міжчасові зв'язки у сфері запозичень і стану фінансової системи ігноруються, через що факт доларизації банківської системи стає другорядним, а такі індикатори, як вартість активів, вплив кредитної експансії на споживання та поточний рахунок, — позбавленими аналітичної цінності з точки зору макроекономічної моделі функціонування НБУ. Сам Нацбанк, як видно з оприлюднених ним Основних засад грошово-кредитної політики на відповідні роки, не враховує, що доларизація вже призвела до викривлення трансмісійного механізму, становить реальну загрозу фінансовій стабільності, погіршує перспективи розвитку внутрішнього фінансового ринку та стає такою, що самовідтворюється й самопідтримується.

Досвід короткострокового зниження рівня доларизації в Україні свідчить, що макроекономічні передумови для цього в нас є, а отже, дедоларизація не лише необхідна, а й можлива. Періодом зниження рівня доларизації в Україні можна вважати 2000—2003 рр. При цьому 2000-ий обрано як рік, що йде за тим, у якому відбувся злам тенденції зростання рівня доларизації. 2003 р. завершує цей період, оскільки після нього відбувся різкий стрибок її рівня, що можна пояснити політичною

невизначеністю й інфляційним стимулюванням зростання ВВП із пропагандистських міркувань.

Період 2000—2003 рр. охарактеризувався загальною макроекономічною стабільністю, досягнутою завдяки істотному поліпшенню результатів монетарної й фінансової політики (найнижчий рівень інфляції та бюджетний профіцит); орієнтацією на рестрикцію внутрішнього споживання, що разом із девальвацією попереднього періоду створило передумови для підтримання профіциту платіжного балансу на високому рівні; ремонетизацією економіки, яка підсилювалася підтриманням процентних ставок за депозитами, найбільш наближених до позитивного щодо інфляції значення, та подальшим зменшенням реальних ставок за кредитами; найнижчим рівнем девальвації в середньому за період.

Політика дедоларизації повинна включати, крім забезпечення цінової й макроекономічної стабільності, розвитку фінансових ринків та гнучкості валютного курсу, принципову складову у вигляді реакцій на глобальні процеси в частині припливу капіталів і зовнішніх приватних запозичень, оскільки вони є основою дедоларизації пасивів усієї економіки. До речі, нинішні глобальні умови — рецесія та поступове відновлення банківського кредитування — сприяють побудові політики дедоларизації в Україні, тож можна стверджувати про домінування внутрішніх детермінант цього процесу.

На нашу думку, політика дедоларизації в нашій державі повинна мати ряд стратегічних елементів, пов'язаних між собою за структурою й функціями. По-перше, потрібно визнати дедоларизацію макроекономічною проблемою, а також джерелом макрофінансової нестабільності. Це має бути зроблено публічно, а також передбачати, що Нацбанк і уряд оголосять про розробку окремої програми дедоларизації вітчизняної економіки. З огляду на глибину проблеми та важкі наслідки перебігу кризи в доларизованій економіці України, необхідно запровадити критерії оцінки успішності такої політики та офіційну процедуру моніторингу дій НБУ й уряду в контексті зниження рівня доларизації. Ця процедура може мати форму спеціального аналітичного звіту або бути складовою загального аналітичного звіту та відображати відповідність тих чи інших заходів, макроекономічних і регуляторних рішень реалізації програми дедоларизації. Офіційний характер політики дедоларизації повинен бути також закріплений як структурний компонент Основних засад грошово-кредитної політики на наступний рік із зазначенням головних індикаторів фінансової доларизації, загроз, які вона становить, та напряму дій для подолання цих загроз і зниження актуальності їх джерел.

По-друге, політика дедоларизації, незалежно від того, чи набуде вона офіційного характеру, має передбачати підвищення транспарентності діяльності Нацбанку, а саме: запровадження практики аналітичного моніторингу рівня доларизації, загроз, які вона становить, а також аналізу факторів, котрі впливають на доларизацію, й заходів боротьби з нею; включення в інформаційні матеріали НБУ відповідних оглядів із тлумаченням основних тенденцій і загроз у сфері доларизації

вітчизняної економіки, аналізу ефективності заходів із її зниження та попередження в майбутньому; розширення інформаційної присутності НБУ в медіа-просторі з метою інформування про основні заходи з модернізації монетарної політики й банківського нагляду як у загальному макроекономічному контексті, так і в контексті дедоларизації.

По-третє, треба продовжувати інституціональні реформи Нацбанку та його взаємовідносин із урядом. Ухвалені поправки до Закону України “Про Національний банк” фактично змінюють мандат центрального банку нашої країни, забезпечення цінової стабільності відтепер визнається його головним завданням. Це правильний крок із точки зору як перспективної євроінтеграції, так і створення в Україні інституціональних засад реформування монетарної політики. Разом із тим слід зауважити, що такі поправки до Закону були прийняті в рамках реалізації погоджених із МВФ реформ задля одержання чергового траншу кредиту stand by.

По-четверте, монетарна політика повинна бути переглянута в напрямі фактичної реалізації політики цінової стабільності та підвищення курсової гнучкості. Поєднання цих орієнтирів здебільшого пов’язується з переходом на таргетування інфляції, яке вже тривалий час вважається перспективним варіантом зміни монетарного режиму Нацбанку<sup>5</sup>. Необхідно досягти цінової стабільності через поступове зниження рівня інфляції споживчих цін до 5—7 % на найближчих два роки та до 2—4 % за наступних три. Без зобов’язань НБУ мінімізувати інфляцію та їх неухильного додержання загальне макроекономічне оздоровлення України буде неможливим, а цілі щодо дедоларизації — нереалізованими.

Виконання одразу декількох завдань у сфері дедоларизації — реальні ставки, курсова гнучкість, зниження значення валютних інтервенцій — цілком вписується в загальну структуру переходу до політики цінової стабільності. Завдяки цьому цілі й засоби її забезпечення та дедоларизації повністю збігаються. Реалізація політики цінової стабільності Нацбанком повинна супроводжуватися завоюванням довіри, навіть якщо для цього потрібно вживати непопулярних заходів стосовно валютного курсу і впливу на банки. Поєднання курсової гнучкості з контролем грошового мультиплікатора разом із іншими заходами має нейтралізувати вплив кредитної експансії на поточний рахунок. Фіскальна політика повинна здійснюватися з орієнтацією на профіцит бюджету й помірне зростання державного боргу. Перехід на жорстку макроекономічну політику має супроводжуватися структурними й інституціональними реформами в економіці в цілому. Орієнтація цих реформ переважно на лібералізацію і створення умов для підприємництва є

---

<sup>5</sup> *Береславська О.* Цільові режими грошово-кредитної політики та перспективи запровадження інфляційного таргетування в Україні // Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: В 3-х т. Т. 2: Механізми грошового та фондового ринків і їх вплив на розвиток економіки України / За ред. А.І. Даниленка. — К.: Фенікс, 2008. — С. 66—82; *Петрик О., Ніколайчук С.* Визначення оптимального рівня інфляції для України // Вісник НБУ. — 2007. — № 6. — С. 10—22.

ключовим фактором підвищення гнучкості та створення передумов для розвитку внутрішнього ринку. В сукупності такі кроки істотно зменшать залежність від рівня валютного курсу, сприяючи усуненню ризику вразливості до його коливань, що є принципово важливим для дедоларизації активів і пасивів.

По-п'яте, потрібно запровадити систему макрофінансового нагляду, або макропруденційного регулювання, що сприятиме виявленню, аналізу й корекції взаємозв'язку поведінки фінансово-банківської системи та макроекономічних змінних. Оскільки рівень доларизації є ключовим елементом фінансового посередництва й динаміки внутрішнього кредиту в Україні, значення фінансової стабільності різко збільшується. Від характеру прийнятих фінансово-банківською системою ризиків доларизації, з огляду на її масштаби, залежать коливання обсягу випуску, споживання і платіжного балансу. Водночас будь-які шоки (позитивні й негативні) на глобальних ринках одразу передаватимуться фінансовій системі, посилюючи ефект проциклічності. Створення в рамках НБУ структури, що відповідатиме за фінансову стабільність і макропруденційний аналіз, є важливою умовою організаційного й технічного забезпечення трансформації макроекономічної ролі Нацбанку. Діяльність із забезпечення фінансової стабільності повинна включати моніторинг та зосередженість на проблемі доларизації й системних ризиках, які з нею пов'язані.

По-шосте, в рамках політики дедоларизації обов'язкові резерви або їх джерела диференціюються залежно від валюти деномінації пасивів. Запровадження нульових значень нормативу резервування за гривневими депозитами з розгортанням кризи та збереження відповідного нормативу за депозитами в іноземній валюті слід вважати не так початком боротьби з доларизацією, як спробою подолати кризу ліквідності. Підтвердження тому — швидке зменшення грошової маси внаслідок такої кризи. Разом із тим у 2009-му, вперше за останні роки, процентні ставки в Україні на короткий час стали реальними щодо інфляції, а рівень доларизації дещо знизився<sup>6</sup>.

Для перетворення обов'язкових резервів на системний інструмент політики дедоларизації необхідне досить тривале підтримання диференційованих нормативів у залежності від валюти деномінації. Оскільки основою доларизації банківських пасивів, що тягне за собою доларизацію кредитів, а отже й пасивів у реальному секторі, є зовнішні запозичення, а не депозити в іноземній валюті, принцип установалення нормативу резервних вимог у даному випадку має бути переглянтий.

По-сьоме, методологія ризиків банківської діяльності має бути переглянута з урахуванням зв'язків між монетарними умовами, схильністю до ризику та застосуванням важелів впливу на банки з боку органів пруденційного нагляду<sup>7</sup>. Це безпосередньо стосується доларизації, оскільки переважна частина довгострокових

---

<sup>6</sup> Козюк В. Валютні резерви в умовах глобальної фінансової кризи та у посткризовій перспективі // Вісник НБУ. — 2010. — № 10. — С. 59—65.

<sup>7</sup> Kokenyne A., Ley J., Habermeier R. Dedollarization // IMF Working Paper. — 2010. — WP/10/188. — P. 1—50.

операцій банків і реального сектору, а також операції з нерухомістю здійснюються в доларах США чи євро. Тому коливання вартості активів унаслідок зміни монетарних умов може позначатися на умовах надання позик та зарахування позичальників до тих чи інших класифікаційних груп із точки зору ймовірності неповернення позик, що автоматично тягне за собою кредитний цикл та підвищення/зниження ризику, який приймається банками. Ще одним моментом загальної наглядової політики повинна стати систематизація наглядових процедур відповідно до міри залучення банків до операцій із іноземною валютою, що передбачає розширення вимог до регулятивного капіталу за рахунок виокремлення кредитів у іноземній валюті у клас ризикових активів із підвищеним коефіцієнтом ризику; запровадження гнучких обмежень щодо частки зовнішніх запозичень банків, пасивів у цілому або регуляторного капіталу, які змінюватимуться відповідно до загального приросту банківських запозичень як реакції на зміни глобальних умов запозичень; удосконалення процедур кваліфікації валютних ризиків, ідентифікації їх джерел, їх взаємозв'язку із кредитними ризиками й ризиком ліквідності.

По-восьме, для забезпечення належного макроекономічного клімату дедоларизації фіскальна політика повинна орієнтуватися на циклічно збалансований бюджет із незначним рівнем дефіциту. Загальний профіцит бюджету сприяє зниженню рівня доларизації, підвищенню попиту на національну валюту та, обмежуючи внутрішній попит, зумовлює надлишок поточного рахунку. Підвищення попиту на національну валюту завдяки фіскальному профіциту має супроводжуватися помірним зростанням грошових агрегатів із орієнтацією на згладжування шоків ліквідності на грошовому ринку. А стосовно довгострокової перспективи циклічний баланс бюджету повинен будуватися на основі не так поведінки ВВП, як сукупності макрофінансових індикаторів: економічного зростання, внутрішнього споживання, поточного рахунку платіжного балансу, припливу капіталів, фази кредитного циклу, запозичення приватного сектору. В разі якщо сукупність даних індикаторів вказує на перегрів кон'юнктури, фіскальна політика мусить бути націлена на досягнення первинного, а в умовах глобальної експансії ліквідності — загального профіциту. Це дасть змогу підтримати незначне підвищення валютного курсу таким чином, щоб він сигналізував про рестрикцію припливу капіталу. Масштабна ревальвація не загрожуватиме платіжному балансу, оскільки попит також гальмуватиметься фіскальною політикою, завдяки чому коливання валютного курсу не суперечитимуть підтриманню глобальної конкурентоспроможності на етапі збільшення вартості національної валюти. Незначний дефіцит буде потрібен тоді, коли макрофінансові індикатори вказуватимуть на протилежну тенденцію. Завдяки такому підходу уряд завжди матиме можливість підтримувати довгострокову платоспроможність та контролювати швидкість зростання державного боргу.

Підсумовуючи зазначене, доходимо висновку, що певне зниження рівня доларизації кредитів у 2009 р. (при цьому рівень доларизації депозитів не змінився, що свідчить про збереження інфляційних ризиків у свідомості економічних

## Фінансово-економічне регулювання

---

агентів) найімовірніше є результатом не успіху вжитих НБУ заходів, а обмеження доступу банків до зовнішніх запозичень та сповільнення банківського кредитування загалом. Сприйняття такого явища як основи тренду без змін у економічній політиці та запровадження системної політики дедоларизації з боку Нацбанку й уряду вказуватиме на появу певного циклу рівня доларизації в рамках більш загального кредитного циклу або циклу зовнішніх запозичень банків. Оскільки найбільш доларизованою є довгострокова складова банківських кредитів, зниження рівня доларизації кредитів відбулося переважно за рахунок випереджаючого падіння обсягів довгострокового кредитування порівняно з короткостроковим. Це є закономірним в умовах, коли кризові явища підвищують ринкову невизначеність. Отже, системне поєднання змін у монетарній, фіскальній і регуляторній політиці уможливить процес дедоларизації.