

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ТАРАСА ШЕВЧЕНКА**

На правах рукопису

УДК 339.737:339.744:339.972

ЗИКОВА ОЛЬГА ІГОРІВНА

**ТРАНСФОРМАЦІЯ ДОЛАРИЗАЦІЇ В КРАЇНАХ ЛАТИНСЬКОЇ
АМЕРИКИ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ**

Спеціальність 08.00.02 – світове господарство
і міжнародні економічні відносини

ДИСЕРТАЦІЯ

на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник:
доктор економічних наук, професор
Сніжко Оксана Володимирівна

Київ – 2016

ЗМІСТ

ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1. МЕТОДОЛОГІЧНІ ПРИНЦИПИ ДОСЛІДЖЕННЯ ДОЛАРИЗАЦІЇ СУЧАСНОЇ ЕКОНОМІКИ	13
1.1. Еволюція концептуальних підходів до трактування доларизації...	13
1.2. Теоретичні підходи до типології доларизації.....	22
1.3. Особливості моделювання доларизації.....	33
Висновки до розділу 1.....	50
РОЗДІЛ 2. ГЛОБАЛІЗАЦІЙНІ ДЕТЕРМІНАНТИ ТРАНСФОРМАЦІЇ ДОЛАРИЗАЦІЇ В КРАЇНАХ ЛАТИНСЬКОЇ АМЕРИКИ	53
2.1. Чинники доларизації в латиноамериканському регіоні в умовах глобалізації.....	53
2.2. Вплив міжнародних потоків капіталу на процеси доларизації	70
2.3. Роль фінансових ринків країн Латинської Америки в трансформації доларизації.....	97
2.4. Особливості та ефекти переходу до офіційної доларизації (на прикладі Еквадору).....	117
Висновки до розділу 2.....	131
РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ ТА ВИКЛИКИ ПОЛІТИКИ ДЕДОЛАРИЗАЦІЇ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ	134
3.1. Інструменти політики дедоларизації в Латинській Америці.....	134
3.2. Стратегії фінансової дедоларизації в країнах Латинської Америки (на прикладі Перу та Чилі).....	168
Висновки до розділу 3.....	189
ВИСНОВКИ	191
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	196
ДОДАТКИ	226

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

АГВ – Агентство з гарантування вкладів (в Еквадорі)

ЕКЛАК – Економічна Комісія ООН для Латинської Америки та Карибів

ЄЦБ – Європейський центральний банк

ІСЦ – індекс споживчих цін

ІТ – інфляційне таргетування

ЛА – Латинська Америка

ЛА5 – п'ять країн-лідерів регіону (Бразилія, Колумбія, Мексика, Перу, Чилі)

ЛА7 – сім країн-лідерів регіону (Бразилія, Колумбія, Мексика, Перу, Чилі, Аргентина, Венесуела)

ЛАК – Латинська Америка і Карибський басейн

МВФ – Міжнародний валютний фонд

ОЕСР – Організація економічного співробітництва та розвитку

ПІІ – прямі іноземні інвестиції

СПЗ – спеціальні права запозичення

ФРС – Федеральна резервна система США

ЦБ – центральний банк

ЮНКТАД – Конференція ООН з торгівлі та розвитку

ВСЕ – центральний банк Еквадору (Banco Central del Ecuador)

ВСРР – центральний банк Перу (Banco Central de Reserva del Perú)

ВРС – центральний банк Колумбії (Banco de la República Colombia)

СWNE – індекс незалежності банків

ІLR – показник міжнародної ліквідності (International Liquidity Ratio)

МVP – мінімальна варіація портфеля (minimum variance portfolio)

ОМІ – Індекс відкритої економіки (Open Markets Index)

UCV – індексована за інфляцією одиниця постійної вартості в Еквадорі (unit of constant value)

UF – одиниця індексування в Чилі (unidad de fomento)

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Упродовж останнього десятиліття провідні країни Латинської Америки здійснили перехід від гіперінфляції до макроекономічної та фінансової стабілізації і сталого економічного зростання, заснованого на засадах зовнішньоекономічної лібералізації, торговельній відкритості, структурній трансформації, прискореному розвитку фінансового сектора.

Важливою складовою політики, спрямованої на забезпечення макроекономічної стабільності, є дедоларизація, розвиток фінансових ринків, створення монетарних стимулів для послаблення залежності від запозичень в іноземній валюті, проведення інституційних реформ, запровадження гнучкого режиму валютного курсу у сукупності з контрциклічними заходами в умовах коливань глобальної ліквідності. У латиноамериканських країнах застосування таргетування інфляції поряд із гнучкими обмінними курсами амортизувало зовнішні шоки, ефективне пруденційне регулювання та податково-бюджетна політика забезпечили нейтралізацію обмежувальних ефектів кризи, зменшення залежності від зовнішнього фінансування та зміни в структурі зовнішнього боргу знизили вразливість країн регіону до різких коливань потоків капіталу, збільшення буферних запасів валютних резервів забезпечило захист від різких змін у настроях інвесторів. Як наслідок, реформи у монетарній сфері досягли успіху у напрямі зниження рівня доларизації.

Актуальність дослідження проблеми доларизації в латиноамериканському регіоні, еволюції її форм, характеру та особливостей трансформації під впливом глобалізаційних процесів на сучасному етапі, а також виявлення стратегічного монетарного орієнтиру для забезпечення макроекономічної та фінансової стійкості в умовах глобальних дисбалансів обумовили вибір теми роботи, її цільову спрямованість і структуру дослідження.

Ступінь наукової розробки проблеми. Більшість економістів розглядають доларизацію як складне, суперечливе і багатогранне явище, окремі аспекти якого залишаються предметом наукових дебатів. Фундаментальні теоретичні і практичні проблеми фінансової доларизації висвітлені в працях зарубіжних вчених: Е. Агенора,

А. Айзе, К. Артета, Т. Балінью, А. Бараяса, Р. Барро, А. Берга, Е. Боренштейна, С. Брода, К. Вег, П. Гвідотті, Т. Дідьера, Б. Ейхенгіна, Н. Ерікссона, С. Едвардса, Дж. Каддінгтона, Г. Кальво, С. Каміна, П. Кругмана, М. Кана, Е. Леві-Сйяті, Н. Лівіатана, М. Майлза, Р. МакКіннона, Р.А. Моралеса, Дж. де Ніколо, К. Рейнхарт, К. Родрігеса, К. Рогоффа, М. Савастьяно, Дж. Сакса, Р. Сахай, Л. Томаса, Ф. Теллерія, М. Урібе, Е. Фейге, Д. Хендерсона, П. Хонохана, С. Шмуклера, К. Шулера. Наукові праці Р. Вейруна, А. Галіндо, М. Гарсія-Ескрібано, Л. Ерасмуса, С. Кальдерона, А. Кокеніне, Л. Лейдермана, А. Луки, М. Нозакі, А. Пауелла, І. Петрової, Р. Ренхака, С. Соса, А. Торре, Л. Херрера присвячені вивченню чинників дедоларизації економіки.

Різноманітні підходи до наукового аналізу цієї проблематики застосували вітчизняні вчені, зокрема: О. Береславська, В. Геєць, Н. Гребеник, А. Гриценко, О. Дзюблюк, В. Козюк, Б. Лапчук, З. Луцишин, І. Лютий, В. Міщенко, В. Стельмах, Т. Шемет та ін. Окремі аспекти впливу доларизації на грошово-кредитну політику у своїх роботах аналізували Н. Атамась, А. Гальчинський, В. Міщенко, О. Сніжко, І. Співак, Т. Цвігун, О. Шаров, С. Шумська та ін. Сучасні економічні трансформації, глобальні фінансові дисбаланси, глобальна фінансова криза та стабілізаційна політика стали предметом дослідження в роботах В. Базилевича, І. Бураковського, О. Гребельника, Н. Кравчук, В. Мазуренка, Д. Лук'яненка, І. Пузанова, О. Рогача, Я. Столярчук, А. Філіпенка, С. Циганова, В. Шевчука, О. Шниркова, С. Юрія та ін.

Визнаючи вагомий внесок вітчизняних та зарубіжних вчених у дослідження проблеми доларизації, слід зазначити, що у науковій літературі бракує праць, присвячених аналізу трансформації доларизації на сучасному етапі в умовах нового середовища протікання макроекономічних процесів, чим і зумовлена актуальність тематики дисертаційної роботи. Таким чином, необхідним є поглиблене дослідження економічної природи, принципів, закономірностей, передумов та чинників формування, розвитку і трансформації доларизації у системному зв'язку з фінансовою глобалізацією та монетарною політикою на прикладі досвіду країн Латинської Америки. Теоретико-практична значущість зазначеної проблеми обумовила вибір теми дисертаційного дослідження та окреслили коло розглянутих питань.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконана відповідно до планової теми наукових досліджень кафедри міжнародних фінансів «Стратегія інтеграції України у світову економіку» в рамках загальної науково-дослідної теми Інституту міжнародних відносин «Україна у міжнародних інтеграційних процесах» №1 ІБФ048-01, яка є складовою Комплексної наукової програми Київського національного університету імені Тараса Шевченка «Модернізація суспільного розвитку України в умовах світових процесів глобалізації» (2011-2015 рр.). Особистий внесок автора у дослідження даної теми полягає в аналізі трансформації доларизації економіки в новітніх глобалізаційних умовах, обґрунтуванні існування рівноважних рівнів фінансової доларизації в країнах Латинської Америки і виявленні напрямів реформування монетарної політики, спрямованої на дедоларизацію.

Мета та завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є комплексне дослідження трансформації доларизації в країнах Латинської Америки, її спонукальних факторів та ефектів в умовах посилення торговельної та фінансової інтеграції на сучасному етапі глобалізації, обґрунтування варіативності стратегій дедоларизації як окремого напрямку макроекономічної політики в країнах Латинської Америки.

Досягнення зазначеної мети зумовило необхідність постановки та вирішення таких наукових завдань:

- систематизувати теоретичні положення щодо трактування економічного змісту категорії «доларизація», провести концептуальний аналіз існуючого понятійно-категоріального апарату доларизації відповідно до існуючих наукових підходів;

- дослідити еволюцію наукових підходів до типології доларизації;

- виокремити особливості моделювання доларизації на основі класичних та новітніх моделей;

- виявити фундаментальні макроекономічні тенденції розвитку країн Латинської Америки у новому середовищі та напрями впливу глобалізації на екзогенні та ендогенні фактори доларизації;

- з'ясувати вплив міжнародних потоків капіталу на процеси доларизації у регіоні;

- визначити особливості розвитку доларизації в країнах Латинської Америки, зокрема, визначити рівноважні рівні доларизації за умови ефекту гістерезису та виявити основні фактори впливу на зміну рівня фінансової доларизації за допомогою економіко-математичного моделювання;

- з'ясувати роль фінансових ринків країн Латинської Америки в трансформації доларизації;

- виявити ключові передумови трансформації монетарної політики в офіційно доларизованій економіці та дослідити переваги даного режиму в контексті глобальної економічної інтеграції;

- виокремити концептуальні напрями стратегії дедоларизації, рівні її здійснення та форми реалізації у країнах Латинської Америки;

- узагальнити інструментарій і визначити особливості реалізації монетарної політики та пруденційного регулювання в країнах Латинської Америки, спрямованих на дедоларизацію.

Об'єктом дослідження є процеси доларизації національних економік в глобалізаційних умовах.

Предметом дослідження є сукупність теоретичних і практичних аспектів процесів трансформації доларизації економік країн Латинської Америки в умовах глобалізації.

Методи дослідження. Методологічною основою дисертаційної роботи стали концептуальні положення сучасної економічної думки, сучасної монетарної теорії та нової класичної макроекономіки з урахуванням концепції «нового середовища» монетарної політики. При проведенні дослідження використовувались загальнонаукові та спеціальні методи наукового пізнання: історико-логічний метод, структурно-функціональний метод – для вивчення еволюції концептуальних підходів до трактування понять «валютне заміщення» і «доларизація» та типології доларизації (пп. 1.1, 1.2, 1.3), визначення чинників доларизації в регіоні в умовах глобалізації (пп. 2.1); методи логічної абстракції, логіко-дескриптивний, аналізу та синтезу, дедукції та індукції, порівняння – для визначення глобалізаційних детермінант трансформації доларизації в країнах Латинської Америки та інструментів і стратегій дедоларизації (розділ 2, розділ 3), методи статистичних співставлень та порівнянь, методи ретроспективного, порівняльного, статистичного

аналізу, метод факторного аналізу (пп. 2.2, 2.3, 2.4, 3.2), методи макроекономічного аналізу, емпіричного аналізу (пп. 2.3, 2.4, 3.1, 3.2), метод логічного узагальнення результатів, кореляційно-регресійний аналіз – для визначення спонукальних факторів фінансової доларизації, рівноважних рівнів доларизації, факторів впливу на короткострокову динаміку депозитної доларизації в країнах Латинської Америки та Україні: пп. 2.3, 2.4). Значний обсяг ретроспективної та актуальної інформації про динаміку макроекономічних показників економік латиноамериканських країн зумовив необхідність систематизації, статистичної обробки та побудови таблиць, графіків і схем (розділ 2, пп. 3.2).

Статистичною і фактологічною базою дослідження є аналітичні матеріали науково-дослідницьких центрів, офіційні матеріали міжнародних фінансових інституцій, таких як ООН, Міжнародний валютний фонд, Світовий банк, Економічна Комісія ООН для Латинської Америки та Карибів (ЕКЛІАК), ЮНКТАД, Міжамериканський банк розвитку, центральні банки країн Латинської Америки. Інформаційними джерелами дослідження стали також монографії, наукові статті вітчизняних і зарубіжних вчених, дані річних звітів, інформаційних бюлетенів, аналітичні ресурси Інтернет, вітчизняні періодичні видання і публікації міжнародних організацій.

Наукова новизна одержаних результатів: Здійснені у дисертації наукові дослідження дозволили автору отримати такі суттєві наукові результати, що розкривають його особистий внесок у вирішення поставлених завдань, розробку даної проблеми і конкретизують наукову новизну одержаних результатів:

вперше:

- на основі економетричного аналізу довгострокового рівноважного рівня доларизації у країнах Латинської Америки і його впливу на короткострокову динаміку депозитної доларизації обґрунтовано стійкість доларизації в умовах глобалізації, зокрема: а) встановлено наявність рівноважного рівня доларизації, до якого тяжіє економіка залежно від зміни макроекономічних факторів (волатильності курсу національної валюти, доходності за депозитами в національній та іноземній валюті, поточних і попередніх рівнів доларизації); б) визначено, з урахуванням довгострокової рівноваги доларизації, посилюючий вплив валютного курсу та

уповільнюючий вплив грошової бази на короткострокову динаміку депозитної доларизації в усіх країнах вибірки;

- визначено концептуальні напрями стратегії дедоларизації в Латинській Америці: за характером (дедоларизація як об'єктивний наслідок удосконалення політики макроекономічної стабілізації та дедоларизація як окреслена мета економічної політики), рівнями (макроекономічний та мікроекономічний), формами (дедоларизація на ринковій основі та примусова дедоларизація), інструментами (їх варіативність та ефективність залежно від особливостей монетарної політики та стадії глобальної ліквідності);

удосконалено:

- теоретичні підходи до дослідження сутності доларизації із застосуванням різних класифікаційних критеріїв та альтернативних теоретичних концепцій, зокрема, запропоновано: а) структуру внутрішньої доларизації на основі критеріїв легальності використання іноземної валюти та виконанні нею класичних функцій грошей; б) матрицю режимів доларизації, створену на основі двох диференційних критеріїв: правовий статус використання іноземної валюти та ступінь заміщення національної валюти іноземною;

- ідентифікацію особливостей модифікації режиму інфляційного таргетування (ІТ) як ефективного інструменту дедоларизації в умовах глобалізації, а саме – виокремлено іманентні риси альтернативних гнучких режимів ІТ для країн Латинської Америки: повноцінний режим (первинним таргетом є інфляція, операційним – процентна ставка; шоки поглинаються валютним курсом), проміжний режим (первинним таргетом є інфляція, операційним – грошові агрегати; зниження попиту на банківські резерви, викликане початковим відтоком капіталу, автоматично підвищує процентні ставки); режим за умов «страху перед плаванням» (ковзання валютного курсу як операційний таргет);

- обґрунтування базових елементів реалізації інтегрованої стратегії дедоларизації з виокремленням в її структурі двох груп механізмів: монетарного (переорієнтація монетарної політики на забезпечення цінової стабільності) та інституційного (реформування органів монетарної влади та створення спеціалізованих інституцій із запровадженням режиму гнучкого інфляційного

таргетування) з врахуванням ефектів коливання глобальної ліквідності в моделі монетарного режиму;

дістали подальшого розвитку:

- факторний аналіз доларизації економіки, зокрема, у результаті емпіричного аналізу визначено характер впливу таких чинників як відкритість економіки, валютний курс, інфляція, диференціали процентних ставок за депозитами в національній та іноземній валюті на рівень депозитної доларизації в країнах регіону у період 2000-2014 рр. та виявлено значне зменшення впливу інфляції як чинника формування доларизації;

- визначення передумов, чинників і закономірностей трансформації доларизації в Латинській Америці в умовах глобалізації на основі ідентифікації її екзогенних (зниження глобальної інфляції, зміна моделей торговельної та фінансової інтеграції, циклічність міжнародних потоків капіталу) та ендогенних факторів (перехід до режиму гнучкого валютного курсу, накопичення міжнародних резервів, удосконалення системи управління державним та корпоративним боргом, ефективна пруденційна політика, розвиток національних фінансових систем). Доведено, що дія цих детермінант обумовлює якісні зміни сучасних процесів доларизації у новому середовищі;

- обґрунтування переваг і недоліків офіційної доларизації, зокрема, на основі кореляційного аналізу економіки Еквадору визначено зміни рівнів інфляції, процентних ставок і ВВП у період до і після введення офіційної доларизації та встановлено позитивний вплив офіційної доларизації на економічне зростання, зниження кредитних ставок і стабілізацію інфляції.

Практичне значення одержаних результатів. Основні теоретичні та прикладні положення, висновки та рекомендації, що викладені в дисертації, мають практичне значення і можуть бути використані у роботі фінансових установ, зокрема, у роботі Міністерства фінансів України при запровадженні структурних реформ публічних фінансів, посиленні макроекономічної дисципліни, розробці ефективної стратегії управління боргом (довідка №31-14020-11-17/8143 від 22.03.2016); у роботі банківських установ при розробці політики управління активами та пасивами банку та валютної диверсифікації активів з метою хеджування ризику коливання інфляції та валютного курсу (довідка ПАТ «КБ «Хрещатику»

№6753 від 09.12.2015); у роботі Пенсійного фонду України у контексті пошуку можливості довгострокових вкладень пенсійних активів у ліквідні інструменти з метою збереження вартості заощаджень у високоінфляційній економіці (довідка №1788/06-20 від 19.01.2016). Практична апробація дисертації знайшла своє відображення у діяльності ТОВ «КУА «Бонум Груп» (довідка №16/09-15 від 16.09.2015) та ВГО «Українська асоціація економістів-міжнародників» (довідка №6/12 від 15.12.2015). Окремі положення дисертації використовуються в навчальному процесі Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка для розробки методичного забезпечення та викладання навчальних дисциплін «Фінансові та банківські системи європейських країн», «Міжнародні фінанси», «Міжнародний кредит» та «Світова економіка» (довідка №048/11-092 від 11.03.2016).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційне дослідження є самостійно виконаною роботою. Наукові положення, статистичні розрахунки, висновки та рекомендації були отримані автором особисто на основі самостійного наукового дослідження і представлені у відповідних наукових публікаціях. Із робіт у співавторстві у дисертації використані результати, отримані автором особисто.

Апробація результатів дослідження. Основні положення і наукові результати дисертаційного дослідження доповідались та обговорювались на засіданнях кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка і доповідались автором на 12 міжнародних та всеукраїнських науково-практичних конференціях, зокрема, таких як: Всеукраїнська науково-практична заочна конференція «Сучасна наука: теорія і практика» (28-30 листопада 2012 р., м. Запоріжжя); XX Міжнародна науково-практична конференція «Особливості економічних процесів в умовах фінансової нестабільності» (24 листопада 2012 р., м. Львів); Третя Міжнародна науково-практична конференція «Добробут націй в умовах глобальної нестабільності» (26-27 квітня 2013 р., м. Одеса); Міжнародна науково-практична конференція «Формування соціально-економічного розвитку суспільства» (12-13 липня 2013 р., м. Одеса); Міжнародна науково-практична конференція «Сучасні наукові підходи до стабільного економічного розвитку та економічної безпеки» (21-22 лютого 2014 р., м. Чернігів); Міжнародна зимова школа Інституту

міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка (5-7 лютого 2014 р., м. Київ); Міжнародна науково-практична конференція «Стратегія реформування фінансової системи України» (21-22 березня 2014 р., м. Київ); Міжнародна науково-практична конференція «Концепція сталого розвитку економічної та соціальної політики» (3-4 жовтня 2014 р., м. Київ); Міжнародна науково-практична конференція «Актуальні проблеми міжнародних відносин» (листопад 2014 р., м. Київ); Міжнародна науково-практична конференція «Розвиток національної економіки: теорія і практика» (3-4 квітня 2015 р., м. Івано-Франківськ); Міжнародна науково-практична конференція «Шевченківська весна» (7 квітня 2016 р., м. Київ); Міжнародна науково-практична конференція «Фінанси, аудит та менеджмент: аналіз тенденцій та науково-економічний розвиток» (15-16 квітня 2016 р., м. Львів).

Публікації. За результатами дисертаційного дослідження опубліковано 21 наукову працю загальним обсягом 9,22 д.а. – 9 наукових статей (6,35 д.а.), у тому числі, 5 – у фахових наукових виданнях (4,3 д.а.), з них 1 – у співавторстві (0,94 д.а., з них автору належить 0,47 д.а.), 3 – в іноземних виданнях (1,58 д.а.), з них – 1 у співавторстві (1,19 д.а., з них особисто автору належить 0,6 д.а.), 1 – в інших наукових виданнях (0,71 д.а.), та 12 матеріалів і тез доповідей на наукових конференціях (2,63 д.а.).

Структура та обсяг роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел, що містить 347 наменувань на 30 сторінках, і 21 додатку. Основний зміст дисертації викладено на 195 сторінках друкованого тексту, що містить 15 таблиць та 23 рисунки.

РОЗДІЛ 1.

МЕТОДОЛОГІЧНІ ПРИНЦИПИ ДОСЛІДЖЕННЯ ДОЛАРИЗАЦІЇ СУЧАСНОЇ ЕКОНОМІКИ

1.1. Еволюція концептуальних підходів до трактування доларизації

Глобалізаційні процеси демонструють найбільшу динаміку у валютно-фінансовій сфері і проявляються у міжнародній фінансовій лібералізації та інтеграції, структурних змінах у світових фінансах. Темпи і структурні параметри економічного зростання на національному і глобальному рівнях усе більше залежать від впливу фінансової глобалізації. Лібералізація валютно-кредитних відносин призвела до розширення паралельного обігу валют – використання у грошовій системі держави як платіжного засобу поряд із національною грошовою одиницею валюти іншої держави, яка є міжнародно визнаною, стабільною та ліквідною. Поява паралельного обігу валют часто пов'язана зі ступенем конвертованості національної валюти: часткова внутрішня конвертованість веде до використання у внутрішньому грошовому обігу як резидентами, так і нерезидентами валют інших країн, розширює сферу використання іноземної валюти в нелегальному обігу.

Паралельний обіг валют має свої позитивні ефекти. Так, за кризового стану економіки та/або високої та волатильної інфляції кошти, що утримуються в іноземній валюті, уможливають довгострокове кредитування домогосподарств і слугують джерелом фінансування довгострокових інвестиційних проєктів. Лібералізація внутрішніх валютних угод сприяє залученню іноземних інвестицій. Водночас, паралельний обіг валют супроводжується істотними витратами та ризиками. Він обмежує здатність держави зміцнювати і захищати внутрішній ринок, ускладнює проведення макроекономічної політики і генерує фінансову нестабільність. По-перше, наявність доларизації лімітує монетарну політику, оскільки унеможлиблює контроль за готівковою складовою грошової маси, що деномінована в доларах. За таких умов держава втрачає монетарні важелі контролю за інфляцією. По-друге, невизначеність структури доларизації (домінує валютне заміщення чи заміщення активів) ускладнює вибір режиму обмінного курсу і

грошового агрегату як операційної мети монетарної політики. По-третє, оскільки іноземна валюта витісняє національну, фінансування бюджетного дефіциту за інших рівних умов стає більш інфляційним. По-четверте, за значних коливань обмінного курсу національної валюти доларизація є потенційним джерелом кризи платіжного балансу і фінансової кризи. Ризики ліквідності та платоспроможності особливо зростають у разі незбалансованості структури активів і зобов'язань банків і позичальників. Падіння валютного курсу призводить до погіршення платоспроможності позичальників, які брали кредити в іноземній валюті, але доходи яких генеруються в національній валюті. У цьому випадку вірогідність банківської кризи стає майже неминучою [45].

Двоїстість впливу доларизації визначає потребу у чіткому розумінні не лише її ефектів, а й самого феномена доларизації. За змістом доларизація є асиметричною валютною субституцією і зводиться до повного або часткового витіснення національних грошей із внутрішніх трансакцій через невиконання ними класичних функцій грошей [259]. Це не стосується асиметричної спроможності окремих валют виконувати роль світових грошей. Валюти, які функціонують як світові гроші, мають низку властивостей, що спираються як на їхні фінансові характеристики та масштаби трансакційної зони, так і на їхню монетарну якість – спроможність тривалий час підтримувати стабільну купівельну спроможність. При доларизації національна валюта функціонально відділена від міжнародних ринків капіталу і не має зовнішнього обігу через нездатність втілювати якість, необхідну для її використання у міжнародних трансакціях. Також національна валюта позбавлена (повністю або частково) монетарної якості, необхідної для її повноцінного використання у внутрішніх угодах. Це означає, що застосування валюти іншої, ніж національна, у внутрішніх і міжнародних операціях країни, насправді означатиме не стільки конкурентні переваги вільноконвертованої світової валюти, скільки обмеженість функцій національних грошей, відсутність зовнішнього обігу яких та обмеження за операціями платіжного балансу поширюються на увесь спектр монетарних процесів у країні [44].

Інтегральної теоретичної концепції доларизації не існує, а розуміння природи доларизації, як і пояснення її причин, форм і типів, значно еволюціонувало. З

розгортанням процесів витіснення національних грошей сильними іноземними валютами, наприклад, широкого використання євро в країнах Центральної та Східної Європи, термін «доларизація» набув загального значення і в сучасній літературі використовується на позначення заміщення функцій національної валюти будь-якою іноземною валютою, та не обов'язково свідчить про те, що іноземною валютою є долар США. Поширення терміна «доларизація» пов'язано в першу чергу з тим, що даний феномен почали активно аналізувати в Латинській Америці, де долар США функціонував одночасно з національною валютою. У літературі з доларизації термін «заміщення валют» з'явився раніше за поняття «доларизація», але розуміння дефініції «заміщення валют» у ранніх дослідженнях дещо відрізнялося від його сучасного визначення. У ранніх теоріях доларизація трактується переважно як феномен валютного заміщення. Розрізняють дві відмінні концепції валютного заміщення. Одна з них представлена Г. Кальво і К. Вегом, які розглядають валютне заміщення як використання на внутрішньому ринку іноземної валюти як засобу обігу [111]. Натомість, Р. МакКіннон запропонував широке визначення заміщення валют, що охоплює заміщення всіх функцій грошей. Семантичну проблему Р. МакКіннон розв'язав шляхом введення понять «пряме заміщення валют» і «непряме заміщення валют», які розмежовують заміщення іноземною валютою різних функцій національної валюти. Визначення прямого заміщення збігається у Р.МакКіннона з формулюванням Г. Кальво і К. Вега: це конкуренція валют як засобу обігу в межах одного товарного простору. За Р. МакКінноном, непряме заміщення означає надання переваги економічними агентами негрошовим фінансовим активам інших країн [260]. Тож таке заміщення не відрізняється від міжнародної мобільності капіталу та використовується як синонім заміщення активів.

На широке визначення заміщення валют, коли іноземна валюта виконує всі основні функції національної валюти, спирається багато дослідників, зокрема: У. Фасано-Фільо, Б. Клементс і Г. Шварц, Дж. Мюллер, П. Агенор і М. Кан [61; 135; 166; 275].

Натомість, К. Кім розглядає заміщення тільки функції засобу заощадження, а Г. Маккінзі та С. Томас трактують заміщення валют як заміщення цінних паперів у

національній та іноземній валютах [227; 258]. Ф.Спінеллі зазначав, що поняття «заміщення валют», особливо щодо фінансових активів, вкрай важко відрізнити від поняття мобільності капіталу [318]. С. Камін і Н. Ерікссон запропонували розмежовувати поняття «заміщення валют», визначаючи його як зберігання доларових грошових активів вдома, і як «відтік капіталу», який вчені дефініціювали як розміщення значного обсягу активів за кордоном [223]. У цілому ж, більшість сучасних дослідників розглядають розміщення іноземних грошових коштів на зарубіжних депозитних рахунках як частину феномена доларизації. Так, М. Савастьяно, дотримуючись широкого визначення терміна «доларизація», включав в це поняття і зберігання вкладів в іноземній валюті за кордоном [308].

Між вузькою і широкою інтерпретаціями валютного заміщення існує низка трактувань, іноді досить нечітких або надто специфічних. Наприклад, під валютним заміщенням розуміють зміну уподобань економічних агентів щодо набору валют, що зберігаються (і, як наслідок, – зміна валютної структури заощаджень та валютної структури реальної грошової маси) [24]. Деякі автори визначають валютну субституцію як ситуацію, за якої на попит на гроші впливають іноземні економічні показники. Увага акцентується на таких зовнішніх змінних грошового попиту, як альтернативні витрати зберігання різних валют, інфляційний диференціал між національним і зарубіжним ринками, диференціали номінальних і реальних процентних ставок, а також очікуваного і фактичного темпів знецінення або девальвації національної валюти. Спільним є те, що вони, як правило, розглядають валютне заміщення як процес витіснення національних грошей іноземними, який стосується всіх грошових функцій [45].

Прихильники фінансової концепції виходять далеко за рамки понять грошей, грошової маси та грошових активів, розглядаючи також заміщення облігацій, векселів та інших цінних паперів, деномінованих в національній валюті, аналогами в іноземній валюті. Такий підхід до трактування доларизації запропонований Т. Балінью, який розглядає її як утримання резидентами значної частки своїх активів у вигляді активів в іноземній валюті [83]. За такого розуміння, доларизація не обмежується виключно сферою грошових трансакцій всередині країни, а передбачає використання іноземної валюти при деномінації будь-яких активів чи зобов'язань.

Подібне пояснення доларизації слід визнати більш конструктивним, зважаючи на те, що активи та зобов'язання в іноземній валюті можуть мати як внутрішній, так і транскордонний характер.

У ранніх дослідженнях грошима вважалася тільки готівка, тобто активи, які служать для трансакційних цілей; і не розглядалися депозитні гроші, які одночасно надають «послуги ліквідності» і приносять процентний дохід. Так, Л. Томас запропонував портфельну модель доларизації, в якій економічні агенти можуть зберігати чотири види активів: національна валюта, іноземна валюта, облігації у національній та іноземній валютах [339]. При цьому під валютою Л. Томас розуміє готівку, що виконує лише функції засобу обігу і засобу платежу, тобто надає «послуги ліквідності», тоді як облігації приносять процентний дохід, виконують функцію заощадження і не надають «послуги ліквідності».

Для розмежування мотивів володіння активами з різною доходністю і з різним рівнем ліквідності Л. Томас так само, як і Р. МакКіннон, звужував розуміння грошей до готівки, залишаючи за ними тільки функції засобу обігу і засобу платежу (послуги ліквідності), а виконання функції засобу нагромадження «делеговані» негрошовим активам (облігаціям), ігноруючи при цьому депозити, які є грошовим активом і виконують при цьому функцію засобу заощадження.

Так, аналогічна модель представлена Р. Сахай і К. Вегом, в якій портфель також складається з чотирьох активів: з двох грошових (національна та іноземна валюти) і двох негрошових (облігації, номіновані в національній та іноземній валютах) [306]. Дж. Мюррей і Дж. Пауелл, вивчаючи рівень доларизації економіки Канади, одним із показників доларизації визначили частку облігацій, деномінованих у доларах США, щодо сукупних облігацій, у власності резидентів Канади [277]. Таке спрощення моделі пояснюється тим, що, незважаючи на зручність чіткого розмежування між ліквідними і неліквідними активами з огляду на концептуальні цілі, на практиці існує цілий спектр активів різного рівня ліквідності. Ліквідність облігацій, векселів та інших цінних паперів в деяких країнах є настільки високою, що монетарна влада включає їх до складу агрегатів грошової маси.

Обмеженість термінології призвела до появи цілого спектра визначень заміщення валют від вузького до широкого трактувань. Через деякий час в обіг

увійшов термін «доларизація», який вживався, перш за все щодо процесів заміщення валют у Латинській Америці. Виникла нова плутанина, тепер уже навколо терміна «доларизація», у якого з'явився аналогічний набір визначень у діапазоні між вузьким і широким розумінням. У літературі склалася ситуація, за якої паралельно вживались обидва терміни, кожен з яких страждав від відсутності однозначного трактування. Одні дослідники використовували поняття «заміщення валют», інші надавали перевагу терміну «доларизація», при цьому кожен інтерпретував зміст понять по-своєму.

На думку деяких дослідників, між валютним заміщенням і доларизацією взагалі немає ніяких відмінностей: це синонімічні поняття, які в загальному значенні зводяться до прийняття країною іноземної валюти як своєї власної [344]. Доларизацію можна витлумачувати як окремий випадок валютного заміщення [24]. Іноді доларизацію і валютне заміщення розглядають як дві окремі конкретні форми паралельного обігу: доларизація стосується використання іноземної валюти як засобу обігу, одиниці розрахунків і засобу заощадження, а валютне заміщення обмежене використанням іноземної валюти лише як засобу обігу. При цьому, як стверджує А. Кіреєв, на практиці будь-який паралельний обіг декількох валют називають або доларизацією, або валютним заміщенням, використовуючи ці поняття як синоніми [25].

Розв'язання термінологічної проблеми понять «валютне заміщення» та «доларизація» вимагало від дослідників чіткого визначення рамок їх використання. Оригінальній критерій термінологічного розмежування цих понять запропонував Дж. Мюллер, який вказує на важливість симетричності та оборотності процесу у визначенні сфери вживання кожного терміна [275]. Автор акцентує увагу на іншому критерії визначення меж застосування цих термінів, а саме – на наявності ефекту храповика (або ефекту гістерезису). На думку Дж. Мюллера, заміщення може відбуватися в обох напрямках – від національної валюти до іноземної і навпаки, а рушійні сили процесу заміщення можуть викликати як зростання, так і зниження використання іноземної валюти. Автор вважає, що про доларизацію економіки можна говорити лише у тому випадку, коли спостерігається асиметрична реакція використання іноземної валюти на зміну факторів економічного середовища.

Відповідно, Дж. Мюллер запропонував використовувати термін «доларизація» тоді, коли процес набуває незворотного характеру і має місце ефект храповика, а термін «заміщення валют» – тоді, коли процес є оборотним, і ефект храповика відсутній. Незважаючи на оригінальність підходу Дж. Мюллера, він не знайшов підтримки у дослідників, а термінологічні дебати продовжились у звичному руслі дискусій навколо вузького і широкого визначень понять «заміщення валют» і «доларизація».

Гістерезис доларизації є важливим напрямом досліджень цього феномена. Традиційно гістерезис доларизації визначається як збереження високого рівня доларизації навіть за умов зниження інфляції і часто пояснюється за допомогою «ефекту храповика» [323]. Емпірично це передбачає включення до оціночної моделі змінної храповика, що визначається як максимальне значення ключової незалежної змінної (наприклад, рівня інфляції або показника девальвації) протягом останніх n років. Ефект храповика має місце тоді, коли змінна храповика виявляється значущою в регресії. Так, у С.Б. Каміна та Н.Р. Еріксона такою змінною є інфляція. Чим більший показник інфляції в минулому, тим вірогідніше, що доларизація збережеться [223]. У праці Б. Пайерса і Дж. М. Рейза змінними храповика в поясненні гістерезису доларизації в Болівії є інфляція, волатильність інфляції та волатильність валютного курсу [286].

Традиційні теорії валютного заміщення стверджують про укорінення «пам'яті» інфляції минулих періодів [308]. Рівні інфляції попередніх періодів викликають високі інфляційні очікування і доларизацію платежів навіть після багатьох років макроекономічної стабільності.

Серед факторів, що посилюють ефект храповика, є трансакційні витрати. У моделі трансакційних витрат П. Е. Гвідотті та К. А. Родрігеса інфляція слугує нейтральним фактором, а стимули до дедоларизації відсутні. У рамках даної моделі перехід від доларизації до національної валюти можливий лише тоді, коли рівень інфляції досить низький, що дозволяє подолати перепад трансакційних витрат між використанням доларів і використанням національної валюти [186].

П. Гвідотті і К. Родрігес пояснюють гістерезис доларизації як наслідок фіксованої вартості переходу на іншу валюту. Відповідно до підходу валютного заміщення перехід від національної до іноземної валюти як засобу платежу

внаслідок високої внутрішньої інфляції є дорогим і довготривалим процесом. Доти, доки вигоди від переходу до іноземної валюти не компенсують пов'язані з цим витрати, національна інфляція може коливатися, не викликаючи жодних змін у рівні доларизації [186].

Портфельний підхід інакше пояснює гістерезис доларизації. Вважається, якщо волатильність інфляції залишається високою порівняно з волатильністю валютного курсу, гістерезис може статися навіть за умови, що в країні відсутні наслідки попередніх економічних диспропорцій. Емпіричні результати А. Айзе та Е. Леві-Сїяті підтверджують цю гіпотезу. Використовуючи дані про волатильність інфляції і валютного курсу за попередні роки, автори розраховували частку доларових активів у портфелі з мінімальною варіацією (MVP) і переконалися, що вона наближається до показника поточної доларизації п'ятірки найбільш доларизованих на той час економік у Латинській Америці (Аргентини, Болівії, Мексики, Перу та Уругваю). Більш пізні дослідження виявили позитивний зв'язок між часткою доларів США в MVP та рівнем доларизації. Ці результати показують, що цільові показники інфляції у поєднанні з режимом вільного плавання валютного курсу повинні поступово скорочувати фінансову доларизацію [213].

Докази гістерезису доларизації найчастіше зустрічаються в тих дослідженнях, де для оцінки рівня доларизації використовуються не лише дані по депозитах, деномінованих в іноземній валюті, а й по іноземній валюті в обігу. Так, С. Б. Камін і Н. Р. Еріксон на основі даних про доларові припливи та відтоки між Аргентиною і США виявили, що високий рівень доларизації зберігався в Аргентині на початку 1990-х рр. навіть після того, як рівень інфляції значно впав [223]. Аналогічне явище спостерігали Б. Пайерс і Дж. М. Рейз, досліджуючи обіг долару США в Болівії за даними по позиках з неофіційних кредитних ринків. Автори виявили, що відношення доларових депозитів до депозитів у національній валюті збільшилось, попри успішно проведені у 1985 р. монетарні та фіскальні реформи [286].

Серед факторів, що пояснюють гістерезис доларизації, можна назвати також слабкі інститути (відсутність довіри до стабілізаційного плану уряду) і фінансову адаптацію (розвиток нових фінансових інструментів). Так, оскільки створення нових фінансових продуктів є дорогою інвестицією, вітчизняні агенти продовжують

використовувати ці інструменти, зменшуючи цим попит на національну валюту. Окрім того, стійкі припливи капіталу у зв'язку зі зростанням довіри (особливо, ПШ) спричиняють зростання фінансової доларизації в періоди стабілізації економіки [117]. У деяких випадках ефект гістерезису може пояснюватися психологічними факторами, наприклад, недовірою населення до політики стабілізації, що проводиться урядом і центральним банком [283].

Після тривалих наукових дискусій поява робіт, присвячених питанням термінології доларизації, вирішила проблему вільної інтерпретації і неоднозначного визначення термінів. Завдяки зусиллям Г. Кальво, К. Вега, М. Савастьяно та інших дослідників, сформувався сучасний понятійний апарат доларизації та загальний підхід до питання співвідношення понять «доларизація» і «заміщення валют» [117; 308].

Загальноприйнятим визначенням доларизації, якого дотримується більшість сучасних дослідників, стало широке визначення, яке охоплює заміщення іноземною валютою усіх функцій національних грошей. У свою чергу, термін «заміщення валют» позбувся свого широкого трактування. У сучасному розумінні «заміщення валют» означає заміщення іноземною валютою функцій засобу обігу і засобу платежу національних грошей, у той час як доларизація – заміщення ряду (або всіх) функцій національних грошей іноземною валютою. З цього випливає, що сучасні дослідники розглядають заміщення валют як частину феномена доларизації. Термін «заміщення валют» у сучасному розумінні відповідає поняттю доларизації платежів – типу доларизації, коли іноземна валюта заміщує такі функції національних грошей як засіб обігу та засіб платежу.

У роботі Г. Ортіза доларизація визначається як відношення доларових реальних і фінансових трансакцій до тих, що здійснюються в національній валюті [284]. П. Салама визначає доларизацію як ситуацію, за якої долар стає домінуючим засобом накопичення, мірою вартості та засобом обміну для певних товарів [307]. М. Гарсія-Ескрібано та С. Соса визначають фінансову доларизацію як процес, у ході якого значна частка активів та зобов'язань резидентів номінується в доларах США [178].

У тих випадках, коли субститутом національної валюти виступає євро,

дослідники, застосовують термін «євроїзація». У багатьох роботах термін «євроїзація» вживається щодо широкого використання євро замість національних валют у країнах Центральної та Східної Європи з перехідними економіками і балканських країнах (країнах Південно-Східної Європи) [167;168;242;320]. Терміном «євроїзація» позначено неофіційне заміщення албанського лека євро і фактичне витіснення динара євро в Сербії [127; 249]. В окремих працях на позначення заміщення депозитів і/або кредитів країн Центральної та Східної Європи, деномінованих в національних валютах, депозитами і/або кредитами в євро використовується термін «євроїзація депозитів/кредитів», які об'єднуються в рамках одного поняття «фінансова євроїзація» [189;340]. П. Імам і Дж. Лоурейро використовують термін «євроїзація», оцінюючи потенційні переваги і недоліки можливого введення євро як легальний платіжний засіб на території Республіки Кабо-Верде (перспективи офіційної євроїзації економіки Кабо-Верде) [206;247]. Аналогічно А. Котійос вживає термін «євроїзація» в контексті оцінки перспектив і балансу потенційних вигод і витрат можливої офіційної євроїзації країн Південно-Східної Європи (балканських країн) [233]. Н. Фабріс і А. Сокіч вживають термін «євроїзація», аналізуючи наслідки офіційної євроїзації для економіки Чорногорії [316]. Е. Малоку та М. Пантіна використовують термін «євроїзація» в контексті оцінки наслідків офіційної євроїзації для економіки Косово [253]. А. Мінда пропонує використовувати замість терміну «доларизація» термін «ксеномонетизація», що передбачає витіснення національних грошей будь-якою іноземною валютою [265].

Однак, оскільки долар США набув найширше застосування в обігу країн світу, вбачається доцільним вживати саме термін «доларизація» для позначення використання грошових одиниць однієї країни в іншій країні та неспроможності виконання національними грошима своїх функцій.

1.2. Теоретичні підходи до типології доларизації

Проблема доларизації розкрита у широкому спектрі досліджень [83;84;154;213;248]. Однак, про вичерпну і точну оцінку її різних аспектів говорити ще передчасно. У сучасній економічній літературі прослідковуються різні

кваліфікаційні підходи та критерії розмежування доларизації: одні дослідники беруть за основу еволюційний підхід, інші пов'язують виникнення та існування різних форм і типів доларизації з функціями грошей, ступенем легальності, сферами і секторами використання іноземної валюти, треті спираються на форми існування цього явища. Відповідні визначення є досить різноплановими та охоплюють як широке, так і вузьке трактування доларизації. Очевидно, що альтернативні теоретичні концепції ведуть до протилежних способів аналізу доларизації, визначення її рівня і пропонують різні висновки для політики [44].

За ступенем легальності використання іноземної валюти як платіжного засобу типово виділяють дві форми доларизації – офіційну та неофіційну, рідше виокремлюють третю форму – напівофіційну.

Офіційна, формальна або повна доларизація передбачає використання іноземної валюти (долара США чи іншої стабільної валюти) як офіційної грошової одиниці в країнах, які утримуються від емісії національних банкнот, або одночасний обіг іноземної та національної валют у країні, яка є членом валютного союзу [114;117;167; 204;242;294]. Найбільш поширеними в літературі синонімами поняття «офіційна доларизація» є «де-юре доларизація» і «формальна доларизація» [136;148;153;294].

За Класифікацією режимів валютного курсу МВФ офіційна доларизація є найбільш жорсткою формою фіксованого валютного курсу – це «режим обмінного курсу без суверенного платіжного засобу» [72]. За формальної доларизації валюта іншої держави циркулює як єдиний законний засіб платежу, наприклад, компанії сплачують заробітну плату й укладають контракти в доларах США, споживачі розраховуються доларами США за товари і послуги, а уряд приймає долари США для оплати боргів і податків, здійснює офіційні платежі тощо. У макроекономічному плані введення іноземної валюти як законного платіжного засобу передбачає відмову держави від суверенної монетарної політики, отже, втрату її здатності безпосередньо впливати на національну економіку монетарними методами і перехід виключно до фіскальних методів регулювання – через зміну державних витрат і дефіцит бюджету. Паліативом повної доларизації є режим валютної ради, коли національні гроші повністю забезпечуються міжнародними

резервами. За такого режиму проявляється більшість ефектів, властивих повній доларизації, але країна не відмовляється від власної національної валюти (історичними прикладами є Аргентина, Перу, Гонконг, Болгарія, Литва) [44].

Існує два підходи до визначення офіційної доларизації: вузький і широкий. Більшість дослідників дотримується вузького підходу і вважають офіційною доларизацією лише ситуацію, коли іноземній валюті надається статус виняткового законного платіжного засобу, тобто коли уряд припиняє емісію національної валюти і закріплює всі її функції в повному обсязі за іноземною валютою [113;117;204;323]. Деякі дослідники розглядають поняття офіційної доларизації ширше, вживаючи його не тільки щодо отримання іноземною валютою статусу виняткового, або пріоритетного, законного платіжного засобу, але також щодо надання іноземній валюті статусу іншого (паралельного з національними грошима) законного платіжного засобу [265].

Офіційно доларизовані країни можуть як законний платіжний засіб використовувати різні іноземні валюти: резервні валюти (наприклад, долар США або євро); валюту держави, з якою країна має тісні торговельні та економічні зв'язки (наприклад, долар США у країнах Латинської Америки, австралійський долар у країнах Океанії, швейцарський франк у Ліхтенштейні); валюту держави, з якою у країни спільне історичне минуле і від якої країна отримала незалежність (наприклад, долар США у Палау, Маршаллових островах, Мікронезія); валюту країни, яка контролює залежну територію (наприклад, австралійський долар у залежних територіях Австралії, новозеландський долар у залежних територіях Нової Зеландії, датська крона в Гренландії і Фарерських Островах).

Близько 60 невеликих країн і територій є колишніми чи нинішніми членами валютного союзу певного типу або використовують валюту іншої країни. Так, 14 країн Африки є членами Африканського фінансового співтовариства (під назвою «франк CFA» існує дві окремі грошові одиниці: західноафриканський франк та центральноафриканський франк). Східно-Карибський валютний союз включає 7 країн-членів (серед яких Антигуа і Барбуда, Домініка, Гренада, Санта-Люсія, Монтсеррат, Сент-Вінсент і Гренадіни, Сент-Кітс і Невіс), що використовують одну валюту – східно-карибський долар.

У таких країнах, як Мікронезія, Східний Тимор, Еквадор, Маршалові Острови, Ліберія, Ель Сальвадор, Панама існує офіційна доларизація, де статус платіжного засобу належить долару США. Ще 10 офіційно доларизованих економік використовують австралійський долар (наприклад, Науру, Кірибаті та Тувалу), а 17 – євро (наприклад, Косово, Монако, Андорра, Ватикан, Сан-Марино). Ці дві грошові одиниці – найбільш поширені валюти за межами своїх країн після долара США. Усього в світі налічується близько 50 офіційно доларизованих країн.

Офіційно доларизовані країни, де іноземна валюта є єдиним законним платіжним засобом, не володіють монетарним суверенітетом і перебувають у монетарній залежності від країни-емітента іноземної валюти. При цьому відсутній інститут центрального банку з класичними базовими функціями: монопольне право на емісію грошей, здійснення незалежної грошово-кредитної політики, кредитор останньої інстанції.

У разі ж формального валютного союзу право на емісію спільної валюти закріплене за наднаціональним центральним банком, який є колегіальним органом, і усі рішення з питань його діяльності приймаються спільно всіма країнами-членами валютного союзу. Прикладом такого валютного союзу з наднаціональним центральним банком є зона євро. Спільна валюта країн єврозони – євро, емісію якого здійснює Європейський центральний банк (ЄЦБ). Країни-члени єврозони спільно управляють діяльністю ЄЦБ і разом приймають рішення про емісію євро, стосовно монетарної і валютної політики. Країни-члени єврозони не доларизовані, вони є членами валютного союзу. У той же час Андорра, Монако, Сан-Марино, Ватикан, Чорногорія і Косово, що використовують євро як легальний платіжний засіб, не будучи членами єврозони, – офіційно доларизовані.

Проведення офіційної доларизації не вимагає обов'язкової ліквідації центрального банку – достатньо позбавити його класичних функцій. Так, попри введення офіційної доларизації в 2001 р., Центральний резервний банк Ель Сальвадора не був розформований, однак його функції обмежені «валютною інтеграцією та сприянням стабільності і розвитку фінансової системи» [294]. Таким же чином був реорганізований Центральний банк Еквадору після повного переходу на долар США у 2000 р. [89].

Другою формою доларизації вважається напівофіційна доларизація [89;90;124;226]. Більше 20 держав і територій характеризуються напівофіційною доларизацією, під якою розуміється бівалютна система, коли іноземна валюта вважається іншим легальним платіжним засобом [94;226;323]. У цьому разі іноземна валюта може широко використовуватися в економіці, однак залишається другорядним платіжним засобом щодо національної валюти [344]. Така форма доларизації можлива лише за внутрішньої конвертованості національної валюти, коли резиденти мають право володіти іноземною валютою та фінансовими активами, деномінованими в іноземній валюті, й укласти угоди з ними на внутрішньому ринку. У напівофіційно доларизованих економіках іноземна валюта є типовою валютою банківських вкладів, проте нарахування і виплата заробітної плати, сплата податків і поточні витрати здійснюються, як правило, у національних грошах. За бівалютної системи продовжує діяти національний центральний банк і залишається можливість (хоча й обмежена) проведення суверенної монетарної політики, так само як і вибору будь-якої форми валютного режиму.

Проникнення іноземної валюти на внутрішній ринок безпосередньо пов'язане з таким економічним поняттям, як неофіційна, або тіньова, доларизація, за якої відбувається процес заміщення валют (внутрішня валюта використовується переважно для проведення невеликих операцій і офіційних платежів – податки, збори, мита тощо), і процес заміщення активів (коли іноземна валюта відіграє ключову роль у проведенні масштабних операцій, нагромадженні капіталу, в отриманні запозичень і накопиченні заощаджень).

Більшість економістів дотримується такого визначення неофіційної доларизації: неофіційна доларизація – стихійне використання іноземної валюти (як грошей) паралельно з національною валютою без надання урядом іноземній валюті певного статусу [94;168;242;294;311]. Ключовою особливістю неофіційною доларизації є те, що використання іноземної валюти відбувається стихійно, «знизу» – з ініціативи економічних агентів. Найбільш поширеними у літературі синонімами терміна «неофіційна доларизація» виступають поняття «фактична доларизація», «де-факто доларизація», «неформальна доларизація» і «спонтанна доларизація».

Неофіційна доларизація означає, що економічні агенти тримають своє багатство в іноземних фінансових активах, не зважаючи на те, що іноземна валюта не є легальним платіжним засобом. Засіб платежу вважається легальним, якщо законодавство допускає використовувати його для погашення всіх видів боргів за умови, що учасники операції заздалегідь не визначили платіж в іншій валюті. Легальний засіб платежу відрізняється від вимушеного, або примусового, засобу платежу, коли економічні агенти зобов'язані прийняти як платіж визначену валюту, навіть якщо вони спеціально мають намір використовувати іншу валюту. Термін «неофіційна доларизація» стосується обох випадків, коли володіння іноземними активами є як легальним, так і нелегальним.

Така доларизація може набувати різної форми: зберігання іноземної готівки, валютні депозити у внутрішній банківській системі чи за кордоном, іноземні облігації та інші види грошових активів за кордоном. У деяких країнах резиденти можуть офіційно володіти деякими типами іноземних активів, наприклад, доларовими рахунками у внутрішніх банках, але володіння іншими іноземними активами (такими як банківські рахунки за кордоном) без спеціального дозволу монетарної влади вважається незаконним. З об'єктивної точки зору неофіційна доларизація є нейтральним явищем, а отже, має місце у всіх країнах, в яких відсутня повна заборона на використання іноземної валюти та існують відповідні інституційно-правові умови [30].

У літературі поняття неофіційної доларизації часто ототожнюється із поняттям часткової доларизації на противагу повній (офіційній) доларизації. Як вважають Г. Кальво і К. Вег, про неофіційну (фактичну, часткову, тіньову) доларизацію йдеться, коли економічні агенти розглядають іноземну валюту не лише як засіб обігу, але й як міру вартості та засіб заощадження [111]. К. Рейнхарт, К. Рогофф і М. Савастано конкретизують часткову доларизацію як ситуацію, за якої домогосподарства і фірми тримають частину свого портфеля (включаючи грошові залишки) в іноземних активах та/або коли приватний і державний сектори запозичують в іноземній валюті (дод. А.1) [297].

Існує певна двозначність у трактуванні офіційної, напівофіційної та неофіційної

доларизації. По суті у розглянутій інтерпретації форм доларизації спостерігається поєднання двох критеріїв – за легальністю (офіційна чи неофіційна) і за ступенем охоплення (повна чи обмежена, часткова). Однак якщо офіційна, санкціонована державою доларизація може бути як повною (у наведеному раніше сенсі), так і частковою (наприклад, коли держава, аби стримати скорочення реальних заощаджень унаслідок інфляції, дозволяє застосування іноземної валюти у внутрішніх угодах), то неофіційна (тіньова) доларизація за сутністю завжди є частковою. За останньої форми доларизації держава не визнає іноземну валюту за легальний засіб платежу і не приймає її в офіційних платежах, наприклад, щодо стягнення податків чи виплати заробітної платні у суспільному секторі тощо, отже, обмежує її фактичне використання в економіці країни. Це визначає її характерну особливість – розміри такої доларизації нереально визначити шляхом безпосередніх спостережень: її вимірювання завжди має оціночний характер [45].

Для розуміння природи доларизації принципово важливим є дослідження її різновидів, причин і механізмів розвитку. Це дозволяє більш коректно визначати ступінь доларизації економіки, краще розрізняти ефекти різних типів доларизації [44].

Класичне розмежування доларизації на офіційну та неофіційну у сучасній літературі часто поєднують з її поділом на доларизацію де-юре та доларизацію де-факто. Так, Е. Фейге визначає офіційну доларизацію як таку, коли країна де-юре приймає валюту іноземної держави, що повністю заміщує національну валюту [167]. За доларизації де-юре іноземна валюта виконує функції засобу розрахунків, збереження вартості та міри вартості. Натомість, якщо фірми і населення за власним бажанням використовують іноземну валюту як засіб платежу і/або надають перевагу грошовим активам в іноземній валюті, тоді йдеться про доларизацію де-факто. Типово виокремлюється три типи фактичної доларизації – доларизація платежів, фінансова доларизація і реальна доларизація [153;231]. Доларизація платежів, або валютна субституція стосується неспроможності національних грошей виконувати функцію засобу обігу достатньо ефективно і передбачає, що іноземна валюта використовується резидентами для торговельних розрахунків всередині країни і поточних депозитних операцій. Резиденти можуть також відкривати

короткострокові депозити в іноземній валюті у внутрішній банківській системі, якщо це дозволено монетарною владою. Коли істотна частка фінансових активів і пасивів банківської системи деномінована в іноземній валюті, говорять про фінансову доларизацію. На практиці фінансова доларизація зводиться до доларизації депозитів і кредитів [279;280]. Депозитна доларизація відображає частку депозитів резидентів в іноземній валюті у структурі внутрішніх депозитів банківської системи. Аналогічно кредитна доларизація охоплює частку кредитів в іноземній валюті у структурі сукупних кредитів, виданих резидентам національними банками. Валютна індексація внутрішніх угод, коли оплата праці і ціни більшості товарів і послуг фіксуються в іноземній валюті, трактується як реальна доларизація.

Розвиваючи цей підхід, логічно подати структуру доларизації, беручи до уваги одночасно два критерії: легальність використання іноземної валюти і виконання нею функцій грошей (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

Типологія внутрішньої доларизації

Доларизація де-юре	Доларизація де-факто		
Офіційна доларизація	Доларизація платежів	Фінансова доларизація	Реальна доларизація
Долар – легальний платіжний засіб	Долар – засіб розрахунків (валютне заміщення)	Долар – засіб заощадження (доларизація активів і зобов'язань)	Долар – масштаб цін (встановлення цін і заробітної плати)
Усі функції грошей	Функція засобу обігу	Функція нагромадження	Функція міри вартості

Джерело: складено автором.

Така інтерпретація доларизації теоретично виправдана, адже кожен із наведених її типів має свою етимологію походження і власну функціональну специфіку. Такий підхід видається особливо продуктивним для дослідження функціонування доларизованої економіки. Акцентуючи увагу на функціях грошей, він дозволяє визначити етапи розвитку та характерні особливості процесу доларизації крізь призму заміщення функцій національних грошей.

Однак запропонована характеристика доларизації не може вважатися вичерпною: вона виключає (або не включає прямо) фактор міжнародних трансакцій – офшорну діяльність внутрішніх банків (офшорні кредити і депозити), зовнішні запозичення банківських і небанківських економічних агентів від іноземних банків чи інші типи приватних запозичень за кордоном, такі, наприклад, як торговельний

або комерційний кредити, роль яких у країнах з ринками, що формуються, є важливою. Іншими словами, цей підхід до типології доларизації обмежує її лише внутрішньою доларизацією – використанням іноземної валюти у вимогах між резидентами, абстрагуючись від наявності зовнішньої доларизації [44].

Як прийнято в літературі, поняття внутрішньої доларизації стосується фінансових контрактів, що укладаються між національними резидентами, а саме – оншорних депозитів і позик, деномінованих в іноземній валюті [71;212;240]. Зовнішня доларизація охоплює фінансові контракти між резидентами і нерезидентами і представлена приватними транскордонними позиками в іноземній валюті (такими як зовнішні облігаційні позики і банківські кредити), утриманням іноземних облігаційних позик і депозитів, депонованих закордоном, дво- і багатостороннім кредитуванням (позики від МВФ та інших міжнародних фінансових інститутів) тощо. У методологічному плані відокремлення внутрішньої і зовнішньої доларизації показує, що доларизація може виникати і відтворюватись не лише на національному, а й на міжнародному рівні.

Е. Леві-Сйяті пропонує окремо розглядати внутрішню доларизацію депозитів (внутрішні депозити в іноземній валюті), офшоризацію депозитів (депозити резидентів закордоном) і «повну» доларизацію депозитів (сукупні внутрішні і закордонні депозити в іноземній валюті) [240]. Подібний розподіл можливий і щодо доларизації кредитів, зокрема, їх розмежування на зовнішні зобов'язання в іноземній валюті (приватні та офіційні закордонні кредити) та внутрішні доларизовані кредити. Деталізація структурних характеристик фінансової доларизації дозволяє чіткіше диференціювати як її джерела і детермінанти, так і її ефекти [45]. Так, поширення фінансової доларизації тісно пов'язане з реальною доларизацією економіки: деномінація контрактів резидентів в іноземній валюті, спрямована на стабілізацію купівельної спроможності внутрішнього споживання, прямо прискорює процес доларизації депозитів. Водночас депозитна і кредитна доларизації взаємодіють між собою. За пруденційних обмежень чистої валютної позиції банків, депозити в іноземній валюті слугують основою створення оншорних валютних позик. Очевидно, наприклад, що депозитна доларизація стимулює кредитну, оскільки банки прагнуть переносити валютний

ризик на своїх позичальників. У той же час ці два процеси розвиваються незалежно, під впливом різних факторів [279].

Розглядаючи відмінності функціональної специфіки внутрішньої та зовнішньої фінансової доларизації К. Рейнхарт, К. Рогофф і М. Савастано акцентують увагу на важливості дослідження доларизації на основі інституційних секторів економіки: домогосподарства та фірми; банки, включаючи органи монетарної влади; загальнодержавне управління (дод. А.2) [297]. Перевага такого підходу полягає в тому, що він дозволяє не тільки відокремити внутрішні та зовнішні аспекти доларизації, а й дослідити роль різних типів економічних агентів у цьому процесі. Наприклад, потенційно асиметричну поведінку економічних агентів в умовах розвитку доларизації залежно від доступних їм портфельних інструментів і витрат коригування фінансових портфелів.

Існують й інші критерії аналітичного розмежування доларизації. Так, Канг Ші та Джануї Ксю виокремлюють феномен подвійної доларизації, який відображає співіснування доларизації зобов'язань та доларизації експортного ціноутворення [225]. Залежно від причин розвитку фактичної доларизації, А. Айзе та А. Пауелл ідентифікують чотири її типи: доларизацію макроекономічного хеджування, що походить від несхильності інвесторів до ризику; доларизацію недосконалості ринку, яка пов'язана з вартістю фінансового посередництва і визначається намаганням кредиторів і боржників скоротити витрати погашення боргів в умовах неефективного інституційного і регуляторного середовища; доларизацію дефолту, що формується через складність проблеми координації кредиторів, які надають кредити в різних валютах, і доларизацію морального ризику, яка виникає унаслідок страхування депозитів або інших гарантій у доларизованій фінансовій системі [215].

Узагальнюючи існуючі класифікації та типології доларизації, можна запропонувати матрицю режимів доларизації (табл. 1.2). Об'єднавши два диференційні критерії, а саме – правовий статус використання іноземної валюти та ступінь заміщення національної валюти іноземною (ступінь економічного охоплення доларизації), можна виділити чотири типи режимів доларизації.

Таблиця 1.2

Матриця режимів доларизації

	Де-факто доларизація	Де-юре доларизація
Часткова доларизація	<p>A1</p> <p>Спонтанний процес, обраний приватними економічними агентами (найбільш поширений режим). До цього режиму належить більшість країн Латинської Америки.</p>	<p>A2</p> <p>Режим-посередник між режимами A1 та B2 – напівофіційна доларизація. Інституційна стійкість влади проявляється в збереженні національної одиниці та використанні іноземної валюти як другорядний платіжний засіб (Гватемала)</p>
Повна доларизація	<p>B1</p> <p>Особливий режим доларизації: нестача політичного суверенітету (Східний Тимор, Косово до 2000 р.).</p>	<p>B2</p> <p>Непряма доларизація – наслідок існування режимів A1 або A2. Режим, коли існуюча влада «капітулювала», офіційно доларизувавши економіку (Еквадор), або введення режиму прямої доларизації після режиму B1, коли заснована нова політична організація (Чорногорія, Косово, Східний Тимор).</p>

Джерело: складено автором.

Режим A1 є найпоширенішим: іноземна валюта циркулює разом з національною валютою без будь-якого офіційного визнання. Країни Латинської Америки слугують одним з найкращих прикладів неофіційної та часткової доларизації. Режим A2 відповідає напівофіційному режиму доларизації: державні органи узаконюють використання іноземної валюти для деяких грошово-кредитних операцій, але зберігають національну валюту як законний платіж. Так, у 2001 р. Гватемала узаконила використання долара для національних трансакцій, встановлення цін на фінансові активи, банківських рахунків, складання договорів і сплати окремих видів заробітної плати. Згідно з режимом B1, доларизація є повною, однак, залишається неофіційною. Це пов'язано з періодами політичних конфліктів і криз (політичний суверенітет перебуває в небезпеці). Прикладами даного режиму є Східний Тимор і Косово до 2000 року. Режим B2 відповідає офіційній і повній доларизації.

Розглянуті підходи до типології доларизації відображають сутнісні характеристики її видів і форм та підтверджують комплексність цього поняття.

1.3. Особливості моделювання доларизації

У тій чи іншій мірі іноземна валюта використовується для здійснення внутрішніх платежів (як легально, так і нелегально) практично в усіх країнах. Точно оцінити масштаби обігу іноземних валют на внутрішньому ринку практично неможливо. Оборот іноземної валюти не враховується ні в рамках грошової статистики, ні в статистиці платіжного балансу.

Оскільки серед дослідників досі немає єдиного підходу до визначення доларизації, це тягне за собою ряд проблем, пов'язаних із відсутністю загальноприйнятої методології кількісної оцінки доларизації, розробки адекватних показників доларизації тощо. Проблеми практичного характеру, пов'язані із достовірністю статистичних даних, не дозволяють зіставляти і порівнювати значення показників доларизації, розраховані для різних країн різними дослідниками. Однак ряд показників може слугувати орієнтовними показниками доларизації, серед яких варто виділити частку депозитів в іноземній валюті в загальному обсязі грошового агрегату M2, показник ввезеної банками та населенням іноземної готівки, а також витрати населення на купівлю іноземної валюти.

Проведення достовірної оцінки валютного заміщення вимагає наявності вичерпних статистичних даних за операціями в іноземній валюті на національному ринку, обсягом іноземної готівки в обігу, фінансовими інструментами (короткострокові депозити і депозити до запитання, деноміновані в іноземній валюті). Варто зауважити, що статистичні дані мають включати рахунки резидентів як в національних банках, так і за кордоном. Рівень фінансової доларизації легше аналізувати, оскільки консолідований баланс комерційних банків і огляд грошового ринку центрального банку містять статистику про пасиви та активи банківської системи в іноземній валюті.

Достовірно оцінити ступінь валютного заміщення неможливо. Відомостей про іноземну валюту, що ввозиться/вивозиться комерційними банками, як правило, буває недостатньо, оскільки іноземна валюта потрапляє в країну також із туристами і з легальними банківськими переказами з-за кордону громадянами, що працюють там.

На практиці, для вивчення ролі, яку відіграє іноземна валюта в національній економіці, використовуються два стандартні способи оцінки. Виконання функції засобу платежу/обігу визначається за масштабами готівкового обігу іноземної валюти. Наприклад, М. Мелвін вивчає доларизацію Болівії на основі даних неформального кредитного ринку. На активно діючому ринку фізичні особи безпосередньо кредитують один одного в доларах США і болівіано, фактично виступаючи як посередники. Доларизація оцінювалася за допомогою пробіт-моделі, згідно з якою вірогідність того, що номіналом позики буде долар США, є функцією інфляції, рівня валютного курсу і його волатильності. Висновок, до якого дійшов дослідник, полягає в тому, що через відсутність довіри до болівійської грошової реформи 1985-1987 рр. реалізація програми макроекономічної стабілізації супроводжувалась збільшенням, а не зниженням активності на неформальному кредитному ринку [264].

А. Галіндо і Л. Лейдерман оцінюють рівень фінансової доларизації виходячи з трьох показників: 1) частка доларизованих депозитів у структурі внутрішніх депозитів; 2) частка доларизованих кредитів у структурі внутрішнього кредиту; 3) частка іноземної валюти в структурі кумулятивних зобов'язань державного сектора. Перші два показники відображають внутрішні мотивації економічних агентів щодо операцій з активами і пасивами в іноземній валюті. Натомість, третій показник враховує як зовнішні, так і внутрішні запозичення уряду в іноземній валюті [175].

Е. Леві-Сйяті пропонує ряд показників для розрахунку внутрішньої доларизації депозитів (відношення депозитів в іноземній валюті до загального обсягу внутрішніх депозитів), офшоризації депозитів (частка депозитів за кордоном у сумарному обсязі внутрішніх та зовнішніх депозитів) та «повної» доларизації (співвідношення між депозитами за кордоном, внутрішніми депозитами в іноземній валюті та сумарними депозитами країни) [240]. Окрім того, він пропонує показник доларизації зобов'язань, що розраховується як сума зовнішніх зобов'язань в іноземній валюті і внутрішніх доларизованих депозитів щодо суми зовнішніх зобов'язань в іноземній валюті, зовнішніх зобов'язань у національній валюті і внутрішніх депозитів).

Існують й інші методи визначення рівня фінансової доларизації. Багатьом розвиненим економікам притаманний перерозподіл фінансових ресурсів через ринок цінних паперів. У цьому випадку для вивчення фінансової доларизації доцільно аналізувати валютну структуру фінансових активів домогосподарств і зобов'язань корпорацій. Натомість, у країнах, що розвиваються, перерозподіл фінансових ресурсів здійснюється, в основному, через банківську систему.

А. Бараяс і А. Моралес провели аналіз доларизованих пасивів і активів у банківських системах країн Латинської Америки. За результатами їх дослідження, на початку 2000-х рр. рівень кредитної доларизації в цих країнах був високим і мав тенденцію до зростання [84]. Окрім того, доведено, що між обсягом доларизованих депозитів та кредитів існує позитивна кореляція, хоча у більшості випадків сумарний обсяг депозитів в іноземній валюті перевищує аналогічний показник по кредитах.

Для визначення рівня часткової доларизації широко застосовується зведений індекс, представлений сумою трьох змінних: 1) частка депозитів в іноземній валюті у загальному обсязі агрегату широких грошей; 2) частка зовнішнього боргу у ВВП країни; 3) частка внутрішнього боргу уряду в іноземній валюті у внутрішньому державному борзі [26]. Кожна з трьох змінних є субіндексом, який може набувати значення від 0 до 10 балів. Зведений індекс часткової доларизації для країни варіюється від 0 до 30 балів. Цей показник акцентує увагу на поєднанні субституції активів (інакше, наприклад, у випадку інтерпретації субституції активів як доларизації пасивів банківського сектора, доречним було б використання показника доларизації внутрішніх депозитів) із доларизацією внутрішніх запозичень публічного сектора та величиною зовнішніх зобов'язань приватного і публічного секторів.

З позицій теоретичного моделювання доларизації найбільший інтерес становлять праці Г. Кальво, М. Майлза, Н. Лівіатана, Л. Томаса, Дж. Каддінгтона, У. Бренсона, Д. Хендерсона, А. Айза, Е. Леві-Сйяті та інших. У ранніх роботах 1970-1980-х рр. доларизація досліджувалася з позицій економічних агентів реального сектора економіки в рамках портфельних моделей доларизації (роботи Л. Томаса, М. Майлза, У. Бренсона і Д. Хендерсона). Починаючи з кінця 1990-х рр. у

дослідженнях доларизації відбувається зміщення акценту з реального сектора економіки на банківську систему як на головного суб'єкта доларизації, що стає причиною появи балансових моделей доларизації. У рамках балансових моделей причиною виникнення доларизації є діяльність комерційних банків, які за допомогою процентних ставок та умов залучення вкладів і кредитування мають визначальний вплив на валютну структуру депозитів і кредитів. Моделі доларизації фінансового посередництва висвітлені у роботах А. Айза і Е. Леві-Сйяті.

Окрім теоретичних робіт, наукова література з доларизації представлена великою кількістю емпіричних досліджень, які зробили значний внесок у вивчення причин і наслідків доларизації в різних країнах. Кількісна оцінка доларизації бере початок із досліджень, присвячених аналізу даного феномена в країнах Латинської Америки, в яких до останнього часу спостерігається найвищий рівень концентрації використання долара США. Серед досліджень, присвячених вивченню доларизації в латиноамериканських країнах, слід відзначити роботи Г. Кальво, М. Мелвіна, П. Гвідотті, М. Савастьяно, С. Каміна, Н. Ерікссона [117;118;223;264;308]. З початком трансформаційних процесів і подальшим поширенням доларизації в країнах Центральної та Східної Європи і пострадянського простору позначився науковий інтерес до проблем доларизації в країнах з перехідною економікою. Різні аспекти доларизації країн з перехідною економікою досліджені в працях А. Айза, Е. Леві-Сйяті, Е. Фейге, К. Неанідіса [167;211;216;242;279].

Існуючі методи та моделі оцінки можна звести до трьох поколінь моделювання доларизації: перше покоління – ранні моделі заміщення валют, друге – моделі послідовного балансування портфеля, третє покоління – балансові моделі доларизації з боку фінансового посередника (банку).

Перше покоління моделей (Г. Кальво і К. Родрігез; Н. Лівіатан) передбачало існування лише двох активів – національних та іноземних грошей [112;245]. Це пояснювалось обмеженістю на той час мобільності капіталу. Максимізація фінансового багатства резидентів W в іноземній валюті була представлена так:

$$W = M/E + M^* \quad (1.1)$$

де M – національна валюта, M^* – іноземна валюта, E – номінальний валютний курс.

У підході простого портфельного балансування гроші є активом, що не приносить процентного доходу. Однак існує попит на гроші для здійснення комерційних операцій і трансакцій, а необхідна для даної мети кількість грошей є функцією економічної активності. Водночас, володіння національними готівковими грошима пов'язане з трьома видами альтернативних витрат: процентною ставкою по національних облігаціях (i); процентною ставкою по іноземних облігаціях (i^*); вигодами від володіння іноземною валютою ($i^* + x$), де x – очікувана зміна рівня іноземних цін, виражених у національній валюті.

Поведінка економічних агентів описується рівнянням:

$$m_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_t - \alpha_2 i_t - \alpha_3 i_t^* - \alpha_4 x_t + u_t \quad (1.2)$$

де m_t – логарифм реальної цінності володіння резидентом національними грошима; y – логарифм внутрішнього реального доходу; u_t – випадковий шок; t – період часу; α – коефіцієнти еластичності, що показують відносну зміну вигоди володіння грошима у разі зміни доходу та альтернативних витрат.

Економічні агенти, максимізуючи свій добробут, формують портфелі з грошових і негрошових активів. Наприклад, якщо резидент очікує знецінення національних грошей, він продає частину своїх активів у національній валюті і цим виграє від володіння іноземними активами: від зростання доходності іноземних облігацій і від збільшення вартості іноземної грошової одиниці.

Умови для балансування портфеля передбачають, що збільшення в портфелі іноземних облігацій можливе лише за міжнародної мобільності капіталу, а готівкових грошових засобів – за валютного заміщення, яке залежить від економічної активності та альтернативних витрат.

На практиці, у підході простого портфельного балансу неможливо провести чітке розмежування між валютним заміщенням і міжнародною мобільністю капіталу. У сучасних умовах існує безліч різних фінансових інструментів, і при розмитості меж, що відокремлюють гроші від інших інструментів вкладення, відмінність між валютним заміщенням і мобільністю капіталу набуває умовного характеру.

Наступне покоління – моделі послідовного балансування портфеля – включало розподіл облігацій, деномінованих у різних валютах. У моделях В. Бренсона і Д. Хендерсона, а також Дж. Кадінгтона функція попиту визначається показниками реального доходу і доходності активів [100;143]. Так, Дж. Кадінгтон проаналізував макроекономічні показники Канади протягом 1970-1979 рр. і представив таку модель:

$$\log\left(\frac{M}{P}\right)_t = \eta_0 + \eta_1 r_t + \eta_2 (r^* + x)_t + \eta_3 \log Y_t + \eta_4 x_t + \eta_5 \log\left(\frac{M}{P}\right)_{t-1} + \omega_t \quad (1.3)$$

де $\frac{M}{P}$ – попит на грошові активи в усіх валютах, η – екзогенні коефіцієнти, r – доходність національних облігацій, r^* – доходність іноземних облігацій, x – темп девальвації національної валюти, Y – реальний дохід, η_2 – коефіцієнт заміщення активів, η_4 – коефіцієнт заміщення валют.

Згідно з висновками Дж. Кадінгтона, рівень заміщення валют у Канаді є неістотним. Коефіцієнти інфляції та девальвації відображають процес валютного заміщення, оскільки вихідним положенням вищий ступінь стабільності іноземної валюти порівняно з національною. На думку вченого, високорозвинений ринок капіталів дозволяє, незалежно від негативних раціональних очікувань, не знижувати попит на національні грошові активи, навіть за умови високого рівня валютного заміщення.

Моделі послідовного балансування портфеля спираються на припущення про страхування економічними агентами своїх грошових залишків шляхом їх валютної диверсифікації. Спершу власники портфелів знаходять оптимальне співвідношення між грошовими і негрошовими активами, потім – збалансовують грошові активи у такий спосіб, аби знайти оптимальну валютну комбінацію портфеля. Це покоління моделей суттєво змінило уявлення про валютне заміщення. Так, моделі простого портфельного балансу передбачають, що у разі зростання іноземної процентної ставки економічний агент має позбутися активів у національній валюті. Натомість у підході послідовного портфельного балансування зростання іноземної процентної ставки збільшує альтернативні витрати від володіння іноземною готівкою, тому агент діє протилежним чином. Оскільки

балансування портфеля є двоетапним процесом, економічний агент спершу зменшує обсяг іноземних грошових активів, позбувшись іноземної готівки. На другому етапі економічному агенту необхідно збалансувати валютну складову портфеля з урахуванням нижчих альтернативних витрат від зберігання національної валюти порівняно з іноземною. Таким чином, він частково заміщає іноземну валюту національною.

Згідно з цим підходом очікувана зміна рівня іноземних цін відсутня. Збільшення іноземної процентної ставки веде до зростання коефіцієнта еластичності валютного заміщення. Якщо ж коефіцієнт еластичності валютного заміщення є трохи більшим за одиницю, то зміна іноземної процентної ставки має незначний вплив на структуру портфеля. На практиці, у розвинених країнах і в країнах, що розвиваються, цей коефіцієнт є значно більшим за одиницю, а, отже, ступінь заміщення валют є високим.

Один з прикладів імплементації моделі послідовного балансування представлений у дослідженні П. Агенора і М. Кана [61]. Вчені провели аналіз валютного заміщення в десяти країнах, що розвиваються: Бангладеші, Бразилії, Еквадорі, Індонезії, Малайзії, Мексиці, Марокко, Нігерії, Пакистані та на Філіппінах, і виявили, що у всіх цих країнах валютне заміщення є важливою детермінантою попиту на національну валюту.

На відміну від підходу послідовного портфельного балансування, моделі простого балансування портфеля передбачають, що валютне заміщення залежить від очікувань щодо динаміки валютного курсу на ринку. Якщо моделі простого портфельного балансування допускають існування одразу двох видів активів – «гроші» та «облігації», то моделі послідовного балансування портфеля проводять чітке розмежування між грошовими і негрошовими активами, і як наслідок – збільшення обсягу готівкових грошей у національній валюті, спричинене зростанням іноземної ставки, відбувається за умови зниження загального обсягу грошових активів, а частина виручених коштів повинна бути вкладена в іноземні облігації. Водночас, якщо у моделі послідовного портфельного балансування ввести припущення про те, що валютні ризики є диверсифікованими, то за таких умов зміна іноземної процентної ставки жодним чином не впливає на обсяг грошових активів

в національній валюті, незалежно від величини коефіцієнта еластичності валютного заміщення.

Такий комбінований аналіз дає можливість зробити висновок, що підхід послідовного балансування портфеля варто застосовувати для оцінки дій економічних агентів, які здатні хеджувати валютний ризик повною мірою. Натомість, підхід простого портфельного балансування використовується для аналізу поведінки тих економічних агентів (домогосподарств), які не можуть застрахувати себе від валютного ризику.

Моделі третього покоління присвячені проблемі доларизації активів і доларизації зобов'язань (зокрема, роботи Г. Кальво та П. Гвідотті, А. Айзе та Е. Леві-Сйяті, К. Бьорнсайда, М. Айхенбаума та С. Ребело, М. Чамона, П. Агіона, П. Баччетта та А. Банерже, О. Жанна, К. Брода та Е. Леві-Сйяті) [62;101;108;118;128;211;220].

А.Айзе досліджує фінансову доларизацію як явище, що виникло в національних умовах, в результаті рівноваги на кредитному ринку між кредиторами і позичальниками, які оптимізують кредитні угоди [214]. Рівень доларизації, що мінімізує дисперсію портфеля λ^* , визначається так:

$$\lambda^* = \frac{V(\pi) + \text{cov}(\pi, S)}{V(\pi) + V(S) + 2\text{cov}(\pi, S)}, \quad (1.4)$$

де π – національна інфляція, S – темп зміни реального обмінного курсу.

Дослідження спирається на чотири взаємопов'язані складові: 1) довіра до монетарної політики, 2) страх перед плаванням курсу, 3) надмірне перевищення витрат, 4) асиметрія. Кожен із факторів впливає на доларизацію, але по-рівному і через різні канали. Політика уряду формується з урахуванням ролі кожного з елементів.

В економіці взаємодіють такі економічні агенти: 1) уряд, включаючи органи грошово-кредитної політики та органи пруденційного нагляду; 2) інвестори, котрі не налаштовані на ризик та інвестують у гарантовані депозити змішаного типу (депозити в національній та іноземній валютах); 3) корпорації, нейтральні до ризику, що запозичують як у національній, так і в іноземній валютах для фінансування

проектів; 4) банки, нейтральні до ризику, які виступають посередником між корпораціями та інвесторами і займають нейтральну валютну позицію.

Вихідні дані моделі включають доларову частку в портфелі кредиторів чи позичальників (λ_i) і доларову частку в загальному портфелі – в економіці у цілому (λ). Рівноважна валютна композиція досягається, коли усі агенти здійснюють трансакції в одній валюті, а монетарна політика сумісна з рівнем доларизації.

Фінансові угоди укладаються до того, як агенти стикаються з шоком. Дефолт позичальника настає, коли витрати на обслуговування боргу, враховуючи рівноважний та реальний валютний курс, переважають над прибутком від реалізації проекту. У разі дефолту (банкрутства), банк отримує дохід за вирахуванням ліквідаційної вартості. Таким чином, збільшуючи прибутки від реалізації проекту, очікується, що девальвація носить експансіоністський характер (по відношенню до теперішньої рівноваги) стільки часу, скільки існує небезпека перевищення витрат. Однак балансові ефекти можуть її обмежити, оскільки ліквідаційні витрати, що асоціюються з банкрутствами, можуть більш ніж компенсувати прямі доходи від девальвації [211;214].

Монетарна політика встановлюється після виявлення шоку, коли йому вже не можна зарадити. Органи монетарної політики вирішують, чи варто продовжувати підтримувати валютний курс на його поточному рівні, чи провести девальвацію, аби досягти рівноважного реального валютного курсу. Вибір порогового значення девальвації базується на порівнянні ефектів від ревальвації та девальвації. Ревальвація включає втрату продукції від переоцінки та можливі фінансові втрати, спричинені слабкою економічною активністю. Девальвація відображає занепокоєння уряду з приводу фінансових потрясінь, індукованих девальвацією, або інфляційних наслідків від девальвації, коли монетарній політиці бракує довіри. Чим вищою є криза довіри до монетарної політики, тим вищою є очікувана інфляційна складова девальвації, і, отже, тим вищими будуть негативні наслідки, пов'язані з девальвацією.

Іноземна валюта має негативну премію, відображаючи оціночну вартість доходів у разі номінальної девальвації, тоді як національна валюта має позитивну премію, відображаючи оціночну вартість витрат (спричинених інфляцією) за тієї ж

умови. Нижча номінальна вартість іноземної валюти відносно національної частково пояснюється асиметричністю монетарної політики. Перевага надається іноземній валюті, яка стає одностороннім парі: її вартість, порівняно з національною валютою, може лише зростати, але не знижуватись. Цей фактор є основною детермінантою високої доларизації в економіці з наявним кредитним ризиком. Національна валюта вважається неповноцінною порівняно з іноземною через недостатній рівень довіри до монетарної політики. Чим нижчий рівень довіри, тим вищою є номінальна вартість національної валюти, відображаючи вищу вірогідність інфляційних втрат [213;339].

А. Айзе та Е. Леві-Єйяті взяли за альтернативу національній валюті портфель із комбінації валют, дохід якого є інваріантним до наслідків девальвації, оскільки доходи за активами в іноземній валюті в момент девальвації компенсуються витратами за активами в національній валюті [211;214]. Цей повністю хеджований портфель дістав назву Minimum Variance Portfolio (MVP) – портфель із мінімальною варіацією, і відповідає композитній валюті. MVP можна розглядати як абсолютно надійний замітник національної валюти, що захищає інвестора від інфляційних втрат, викликаних девальвацією валюти. Для позичальників, коли після девальвації ціна зростає на величину інфляційної складової, MVP також виступає в ролі валюти, в якій деноміновані їх ціни, отже, такої, що мінімізує балансові невідповідності.

За відсутності схильності до ризику інвестори та позичальники опікуються лише очікуваними доходами. Оскільки останні скориговані за паритетом процентних ставок, учасники фінансового ринку є індіферентними до комбінації валют. Однак, коли інвестори схильні до ризику, їм варто обрати портфель, який якнайкраще дозволить їм забезпечити максимальний дохід. Якщо їхні фінансові та нефінансові доходи некорельовані, це зменшує вірогідність обрання комбінації з найменш волатильними доходами. Має переважати комбінація MVP, а доларизація повинна визначатись за часткою іноземної валюти MVP [213]. Доларизація MVP може бути виражена як коваріація рівня цін і номінального валютного курсу, поділена на варіацію (коливання) номінального валютного курсу. Варто зауважити, що рівень доларизації не залежить від імовірності зміни режиму, а залежить лише

від очікуваної монетарної політики, що проводиться у зв'язку з різкими коливаннями валютного курсу [214].

У випадку, коли нефінансовий дохід має негативну кореляцію з валютним курсом (девальвація збігається зі скороченням випуску виробленої продукції), це стає поштовхом до використання іноземної валюти як «зони безпеки», вище від рівня MVP. Однак у цій моделі за відсутності кредитного ризику, ситуація протилежна. Дохід від реалізації проекту (випуск продукції і прибуток) зростає з обезціненням валюти. Звідси ефект «зони безпеки» буде підтримуватись національною валютою, а не іноземною [213].

Кредитний ризик, пов'язаний із іноземною валютою, зростає з рівнем доларизації і ліквідується за рівня, нижчого за MVP. Таким чином, визначається валютний курс, який може спричинити дефолт за відсутності побоювань щодо коливань валютних курсів.

За наявності досконалої інформації та несхильності до ризику, кредитний ризик є повністю інтерналізованим, а банки оцінюють свої кредити у такий спосіб, щоб мінімізувати очікувані ліквідаційні витрати, наприклад, кредитний ризик. Таким чином, перевага надається високодоларизованій комбінації на протипагу низькодоларизованій, якщо валютний ризик першої є нижчим за ризик процентної ставки другої [101]. У разі недосконалої інформації збільшення довіри до монетарної політики не буде мати жодного ефекту. У випадку рівноваги портфеля з мінімальною варіацією (що є результатом цінового або валютного ризиків), визначальним фактором в обох випадках є недостатня довіра до монетарної політики. Таким чином, дедоларизація є дзеркальним відображенням доларизації. Більший ступінь довіри до монетарної політики має дедоларизувати портфель з мінімальною варіацією і як наслідок – привести економіку до стану рівноваги в національній валюті.

За цією моделлю національна фінансова рівновага може тяжіти до внутрішніх рішень MVP або зміщуватись у бік кутових рішень (іноземна чи національна валюта). MVP мінімізує схильність позичальників до кредитного ризику шляхом обмеження невідповідностей в їх балансі. У той же час, MVP обмежує нараження

кредиторів на валютний ризик, надаючи повністю хеджований портфель. Ліквідаційні витрати і неприйняття ризику збільшують ці ефекти.

Однак, портфель MVP значною мірою наближається до іноземної валюти, оскільки довіра до монетарної політики знижується. У поєднанні з ендогенністю політики (що мінімізує ризик, пов'язаний із позиками в іноземній валюті), асиметрією (що перетворює позики в іноземній валюті на «одностороннє парі») та існуванням небезпеки переоцінки (яка сприяє подальшому збільшенню очікуваних доходів за позиками в іноземній валюті в разі значного обесцінення валюти), низька довіра до монетарної політики може спричинити ситуацію, коли високодоларизовані (або повністю доларизовані) комбінації стають сталою рівновагою. Поки така рівновага є нижчою за рівновагу MVP, доти є проблематичним перехід від високо доларизованої рівноваги до рівноваги MVP, якщо економіка стає високо доларизованою (існує гістерезис доларизації) [211].

Моральний ризик і недосконалість ринку надалі штовхають у напрямі кутових рішень. Офіційні гарантії, відображаючи занепокоєння державних органів з приводу фінансового шоку, підвищують курс іноземної (національної) валюти у вже доларизованій економіці (економіці з використанням виключно національної валюти), а отже, схильній до кредитного ризику, пов'язаного з валютою (кредитного ризику, пов'язаного з відсотковою ставкою) [213;214]. Недосконалість ринку, недосконала інформація та дорогий процес укладання контрактів так само діють на користь іноземної валюти (національної валюти), запобігаючи координації між декількома кредиторами. У разі банкрутства доходи розподіляються пропорційно між усіма кредиторами за курсом (реальні процентні ставки), чинним на момент банкрутства, для кредитора це індивідуально оптимальний варіант, щоб деномінувати свою позику в іноземну (національну) валюту [212].

Вибір політики на користь дедоларизації залежить від основоположних причин доларизації і того, чи буде вона відображати рівновагу MVP, чи альтернативну високодоларизовану (або повністю доларизовану) рівновагу [239]. У першому випадку (який є ймовірнішим для економік з помірною і стабільною доларизацією), політика має концентруватися на підвищенні довіри до монетарної політики через інституційні реформи і створення потенціалу, а також введення режиму

таргетування інфляції. Плаваючий валютний курс, або більш гнучкий курс, надає центральним банкам більші можливості продемонструвати свої навички в управлінні, тим самим, вибудовуючи довіру [121]. Посилення довіри до монетарної політики не може бути достатнім, щоб змістити економіку від рівноваги високої доларизації (або зворотної динаміки доларизації) [212]. У таких крайніх випадках заходи з дедоларизації включають: 1) інституційні реформи, що мають на меті скорочення витрат від банкрутства (зменшуючи страх зміни валютного курсу); 2) заохочення індексованих інструментів, які являють собою кращі замітники іноземної валюти і є проміжним етапом у переході до національної валюти; 3) адміністративні заходи, спрямовані на безпосереднє скорочення (або виключення) доларизації. Скоординований рух усіх позичальників від запозичень в іноземній валюті до запозичень у національній валюті може прискорити процес дедоларизації. Однак це вимагає суттєвого збільшення довіри для того, щоб рівновага національної валюти була стійкою [212;214].

Більшість емпіричних досліджень, що аналізують фінансову доларизацію, зосередилось або на детермінантах кредитної або депозитної доларизації, але рідко на обох одночасно [153;79]. У таких моделях непокритий паритет процентної ставки передбачає, що в стані рівноваги вкладники і позичальники обирають одну і ту саму валютну композицію. Банки виступають як посередники, і рівноважні процентні ставки повністю визначаються взаємодією між позичальниками і кредиторами [213;242].

Сучасні моделі, які розглядають перебіг та чинники доларизації у країнах з ринками, що формуються, враховують такі фактори, як фінансове поглиблення, інтеграція, транскордонна діяльність банків і накопиченням іноземних зобов'язань.

Зв'язок між іноземним банківським проникненням і швидким кредитним зростанням, що спостерігалось протягом 2002-2008 рр., досліджено в праці Р. де Хааса та Ван Лелівельда [147]. Проведені спостереження довели, що зростання іноземного банківського капіталу було поєднано із зростанням іноземних зобов'язань у банківському секторі.

Оскільки банки підтримували валютні позиції у межах встановлених лімітів, то зростання банківських іноземних зобов'язань призвело до зростання частки

позик, деномінованих в іноземній валюті. Водночас, виник протилежний ефект щодо валюти деномінації депозитів; банки використовували ринок депозитів як джерело фінансування для контрактів, деномінованих у національній валюті. Отже, заміщення активів повною мірою стало відображенням процесу фінансового поглиблення і фінансової інтеграції з вагомою присутністю іноземних банків.

Емпіричний аналіз Х.С. Бассо щодо впливу транскордонної діяльності банків на рівень доларизації, показує, яким чином зміни в структурі балансу банку впливають на кредитну і депозитну доларизацію [87]. Аналіз базується на комбінації простої банківської моделі Monti-Klein (М. Кляйн; М. Монті; К. Фрайксас та Дж.Рочет) і портфельної моделі вибору валюти деномінації (А. Айзе та Е. Леві-Сйяті) [172; 213; 229; 272].

Оригінальна модель Monti-Klein була модифікована: по-перше, введено два види позик і депозитів (національна та іноземна валюти) і по-друге, агенти визначають такі складові: 1) загальну кількість депозитів в обох валютах як депозитну функцію $d(R_d, R_d^*)$; 2) загальну кількість позик в обох валютах як позичкову функцію $l(R_l, R_l^*)$; 3) частку позик (α_l) і депозитів (α_d), деномінованих в іноземній валюті. Згідно з дослідженням А. Айзе та Е. Леві-Сйяті, вибір портфеля ґрунтується на максимізації доходу та мінімізації варіації. Таким чином, проблему агентів можна описати двома умовами попиту: $d(R_d, R_d^*)$ та $l(R_l, R_l^*)$, і двома портфельними умовами.

Портфельні умови представлені так:

$$\alpha_d = \frac{R_d^* - R_d}{q} + \lambda_{MVP} \quad (1.5)$$

$$\alpha_l = \frac{R_l - R_l^*}{q} + \lambda_{MVP} \quad (1.6)$$

λ_{MVP} позитивно впливає на доларизацію і визначається як

$$\lambda_{MVP} = \frac{S_{\pi,\pi} + S_{\pi,S}}{(S_{\pi,\pi} + S_{S,S} + 2S_{\pi,S})}, \text{ де } S_{\pi,\pi} - \text{варіація інфляції, } S_{S,S} - \text{варіація}$$

реального валютного курсу, а $S_{\pi,S}$ – їх коваріація; q – вага диференціалів процентної

ставки відносно терміну мінімальної варіації в поясненні остаточного вибору портфеля, $q = \bar{q}(S_{\pi,\pi} + S_{S,S} + 2S_{\pi,S})$, де \bar{q} – вага терміну варіації в цільовій функції вибору портфеля.

Банк починає функціонування з певною кількістю грошових коштів (F), що складаються з банківського капіталу та іноземних зобов'язань банку, частина з яких деномінована в іноземній валюті, інша – в національній валюті. Банк може використовувати F і депозити (визначаються ендогенно), щоб фінансувати позики. Параметр ϕ визначає частку фондів, що деноміновані в іноземній валюті. У разі, коли банк збалансував валютні позиції, позики ($L\alpha_l$ для іноземної та $L(1-\alpha_l)$ для національної валюти) повинні бути меншими або рівними сумі грошових фондів ($F\phi$ для іноземної та $F(1-\phi)$ для національної валюти) та депозитів ($D\alpha_d$ для іноземної та $D(1-\alpha_d)$ для національної валюти) для кожної валюти. Це припущення підкреслює той факт, що на практиці пруденційне регулювання має обмежити чисті відкриті позиції за іноземною валютою у банківському секторі. Модель можна представити так:

$$\max_{\{R_l, R_l^*, R_d, R_d^*, D, L, \alpha_d, \alpha_l\}} E[R_l L(1-\alpha_l) + R_l^* L\alpha_l - R_d D(1-\alpha_d) - R_d^* D\alpha_d] \quad (1.7)$$

$$D = d(R_d, R_d^*) \quad (1.7)$$

$$L = l(R_l, R_l^*) \quad (1.8)$$

$$\alpha_d = \frac{R_d^* - R_d}{q} + \lambda_{MVP} \quad (1.9)$$

$$\alpha_l = \frac{R_l - R_l^*}{q} + \lambda_{MVP} \quad (1.10)$$

$$L(\alpha_l) \leq D(\alpha_d) + (\phi)F \quad (1.11)$$

$$L(1-\alpha_l) \leq D(1-\alpha_d) + (1-\phi)F \quad (1.12)$$

$$L \leq D + F \quad (1.13)$$

Варто наголосити, що нерівності (1.11)-(1.13) завжди будуть обов'язковими, інакше банк буде вимушений знизити депозитні ставки, зменшити витрати,

намагаючись при цьому зберегти ту ж кількість позик, генеруючи той же дохід, і таким чином, збільшуючи прибутки. Рівновага моделі визначається сукупністю змінних $\{R_d, R_d^*, R_l, R_l^*, \gamma, L, \alpha_d, \alpha_l\}$, такою, що виконуються рівності (1.8)-(1.11) і умови першого порядку.

Позичкова і депозитна доларизації підпадають під асиметричний вплив, оскільки банки використовують іноземні зобов'язання, щоб профінансувати контракти в іноземній валюті, і депозити для фінансування в національній валюті. Нарешті, обидва диференціали процентної ставки зростають, якщо диференціали позичкових процентних ставок перевищують депозитні диференціали.

Доповненням до моделі є обмеження про те, що диференціал процентної ставки не може бути більшим, ніж спеціально встановлена вартість. Як очікується, коли ϕ зростає, і це обмеження є обов'язковим, рівні доларизації не підпадають під вплив подальшого зростання ϕ ; банки змушені пропонувати нижчі ставки за позиками, і в стані рівноваги кредит зростає, але банківські доходи зменшуються.

Дослідження кредитного ринку і банківського сектору показують, що фінансова доларизація безпосередньо пов'язана з процесом фінансового поглиблення і підвищеною транскордонною діяльністю банків. Іноземні банки мають легший доступ до іноземних фондів і використовують їх з метою захоплення більшої частки позичкового ринку, збільшуючи таким чином позичкову доларизацію [187;204;213;242]. Депозитна доларизація зменшується впродовж цього процесу, оскільки банки сприймають депозитний ринок як головне джерело національного фінансування валюти. Нарешті, диференціали процентних ставок також є важливими у визначенні процесу заміщення активів. Банки використовують їх для збільшення попиту на кредити в іноземній валюті пропозицію депозитів в національній валюті в межах граничного значення, коли арбітраж непокритого паритету процентних ставок не може бути проведений [181;215;216;220].

Для підтвердження гіпотези, що зміни в структурі балансу банку можуть пояснити зв'язок між фінансовою інтеграцією і рівнем доларизації, Х. С. Бассо представив емпіричну міру структури балансу банків (показник *ratio*), який визначається як співвідношення іноземних зобов'язань до загальних фондів за винятком депозитів (тобто, іноземні зобов'язання + капітал):

$$ratio = \frac{\text{іноземні зобов'язання}}{\text{іноземні зобов'язання} + \text{загальні активи} * CAR} \quad (1.14)$$

де CAR – фактичний показник достатності основного капіталу банківської системи, даний показник є еквівалентом варіації ϕ в стилізованій теоретичній моделі. Змінна ratio охоплює обидва ефекти іноземного банківського проникнення: вищі рівні іноземних зобов'язань і вищу капіталізацію банківського сектора [87].

Додатково використовується ряд контрольних інструментів, які в спеціалізованій літературі по фінансовій доларизації визначаються як потенційні рушійні сили заміщення активів, серед яких: 1) спред між позичковими і депозитними процентними ставками в національній і іноземній валюті, який дозволяє об'єднати рівень конкурентоспроможності і ринкову структуру; 2) індекс інтервенцій центрального банку, який, за А. Бараясом та Р. Моралесом, порівнює мінливість міжнародних резервів стосовно широких грошей і валютного курсу [84]. За цим індексом, країна з низькою (високою) мінливістю у валютному курсі і високою (низькою) мінливістю в міжнародних резервах де-факто має режим плаваючого валютного курсу; 3) торговельна відкритість, яка розраховується як співвідношення імпорту і експорту до ВВП $\left(open = \frac{imp + exp}{GDP} \right)$, оскільки реальна доларизація може бути показником відкритості економіки; 4) ринкова глибина, яка обчислюється як співвідношення внутрішнього кредиту до ВВП, дозволяє простежити різні рівні розвитку кредитного ринку.

Було проведено емпіричний аналіз на основі моделі:

$$share_{it} = \beta_1 ratio_{it} + \beta_2 \lambda_{it} + \beta_3 ir_dif_{it} + \delta control_{it} + c_i + e_{it} \quad (1.15)$$

де *share* – доларизація (позик або депозитів), *ratio* – частка фондів, деномінованих в іноземній валюті, λ_{it} – мінімальна варіація портфеля, *ir_dif* – диференціали процентних ставок (позики та депозити); *control* – охоплює вектор змінних, у тому числі спреди процентних ставок (національна та іноземна валюти) і макроекономічні показники: відкритість економіки, режим валютного курсу і фінансова глибина [85;87;124].

Емпіричні результати оцінки підтверджують теоретичну аргументацію щодо ефекту впливу банківської активності на позикову і депозитну доларизацію.

Так, частка фондів в іноземній валюті позитивно впливає на позикову доларизацію і негативно – на депозитну [106]. Такий результат йде пліч-о-пліч з тим фактом, що позиковій доларизації сприяє легший доступ до іноземних фондів і збільшення присутності іноземних банків. Підтверджується гіпотеза, що доступ до іноземних фондів веде до нижчого рівня депозитної доларизації [153;220].

Порівняно з диференціалами процентних ставок, банківські спреди краще пояснюють зміни у рівнях доларизації. Вищий спред національної валюти зменшує рівні позичкової і депозитної доларизації, у той час як спреди іноземної валюти збільшують рівні позичкової та депозитної доларизації. Такий результат може бути пояснений відносно високою роллю банківського ринку, і тим, що банки здійснюють більше операцій у валюті, яка приносить більший прибуток. А. Лука та І. Петрова також зазначають, що банки відіграють більшу роль у визначенні рівня доларизації [248]. Зростання національного кредиту залежить від притоку іноземних коштів (через зростання в зовнішніх зобов'язаннях), що підтверджує той факт, що зростаюча присутність іноземних банків і, як наслідок, зростання обсягу іноземних коштів ведуть до деномінації позик в іноземній валюті.

За результатами досліджень А. Айзе та Е. Леві-Сйяті та Дж. де Ніколо, реальна доларизація, що показує відкритість економіки, не є важливим фактором у поясненні загальної фінансової доларизації [154;213]. З іншого боку, проведений аналіз забезпечує підтримку парадигми реальної доларизації. Відкритість має позитивний вплив на корпоративну позикову та депозитну доларизацію, але не сприяє фінансовій доларизації домогосподарств. Унаслідок цього, відхилення від гіпотези про відкритість, одержаної в інших емпіричних дослідженнях, може бути пов'язане з тим фактом, що вони ґрунтувались на аналізі суто загальної доларизації.

Висновки до розділу 1

Основою доларизації, що еволюціонувала в умовах глобалізації, є повне або часткове витіснення національних грошей із внутрішніх трансакцій через невиконання ними класичних функцій грошей. У класичному вигляді каталізаторами процесів доларизації є макроекономічна нестабільність, нерозвиненість фінансової системи, фінансова адаптація, недосконалість

інституційної моделі економіки країни, системні ефекти глобалізованого середовища. Важливу роль відіграють раціональні очікування, що, на відміну від адаптивних очікувань, які передбачають асимптотичне адаптування до змін, зумовлюють запуск механізму хеджування і диверсифікації грошових заощаджень та валютних портфелів.

Варто акцентувати увагу на тому, що валютна структура запозичень та інвестиційного портфеля не завжди зумовлена монетарними проблемами. Внутрішні урядові запозичення в іноземній валюті, як правило, свідчать про ризикову фіскальну політику. Такі умови незалежно генерують макроекономічну нестабільність і стимулюють доларизацію через очікування девальвації. Приватних суб'єктів до виходу на зовнішні ринки часто спонукає нестача глибини національного ринку капіталів, відсутність фінансових активів, придатних для інвестування, непередбачуваність змін у бізнесовому середовищі, ризик скорочення прибутків через політичне втручання і соціально-політичні конфлікти тощо. Очевидним проявом інституційної слабкості фінансової системи є процеси офшоризації, які відображаються у значній частці депозитів закордоном. Розвиток такої «інституційної» доларизації відображає пошук більш надійних активів і більш функціонально ефективних фінансових систем. Однак, поза увагою розглянутих чинників залишаються системні ефекти глобалізованої економіки.

У розрізі двоїстості впливу та багатовимірності доларизації єдиноположною є гіпотеза «першородного гріха», що слугує відправною точкою в поясненні цього феномена. Проведена структуризація підходів до трактування та типологізації доларизації показала, що виведення інтегральної теоретичної концепції доларизації є неможливим, оскільки відмінні класифікаційні критерії і різнопланові теоретичні концепції доларизації ведуть до протилежних способів аналізу доларизації. Запропонована автором структура доларизації враховує існування кількох типів доларизації одночасно та розкриває специфіку цього процесу крізь призму заміщення функцій національних грошей.

Розширення понятійних меж доларизації за рахунок міжнародних трансакцій і фінансових контрактів між резидентами та нерезидентами зумовлено розвитком

фінансової глобалізації й еволюцією доларизації як такої, тому для повноти аналізу варто враховувати як внутрішню, так і зовнішню доларизацію.

Існуючі проблеми методології кількісної оцінки доларизації відображаються у тому, що різні індикатори рівня доларизації показують варіативні причини її розвитку та мають відмінне функціональне призначення в процесі макроекономічного аналізу. Оцінка рівня доларизації винятково на основі частки валютних депозитів в загальному обсязі грошового агрегату M2 є обмеженою. Хоча даний показник введений методикою МВФ як загальноприйнятний, на думку автора, кількісна оцінка доларизації економіки потребує комплексного підходу до створення інтегральної системи тривимірного аналізу доларизації – у розрізі доларизації грошової маси, фінансової доларизації (кредитної і депозитної) та доларизації боргу.

Проведений аналіз емпірико-математичного моделювання процесів доларизації дозволив виокремити покоління моделей та еволюцію змінних та методів побудови кореляційних зв'язків. Окрім трьох поколінь класичних моделей виділено сучасні моделі доларизації, що враховують такі фактори як фінансове поглиблення, фінансову інтеграцію, торговельну відкритість економіки, транскордонну діяльність банків і накопичення іноземних зобов'язань через іноземне банківське проникнення, що підтверджує трансформацію процесів доларизації в умовах фінансової глобалізації.

Результати, отримані при написанні цього розділу, викладені автором у наукових публікаціях: [15; 20; 44; 45].

РОЗДІЛ 2.

ГЛОБАЛІЗАЦІЙНІ ДЕТЕРМІНАНТИ ТРАНСФОРМАЦІЇ ДОЛАРИЗАЦІЇ В КРАЇНАХ ЛАТИНСЬКОЇ АМЕРИКИ

2.1. Чинники доларизації в латиноамериканському регіоні в умовах глобалізації

Вивчення феномена доларизації та заміщення валют розпочалося в 1970-х рр. ХХ ст. і в основному було сконцентровано на країнах Латинської Америки, для яких це явище стало найбільш значущим. Протягом цього періоду країни регіону отримали тривалий досвід гіперінфляції та економічних (фінансових, боргових, банківських, валютних) криз. Найважливішими факторами безпрецедентного зростання інфляції (в окремі роки рівень інфляції в Аргентині, Бразилії і низці інших країн регіону перевищував позначку 1000% на рік, у 1985 р. в Болівії вона склала 10000% на рік) стали збільшення бюджетного дефіциту і його фінансування за допомогою емісії короткострокових фінансових інструментів та/або сеньйоражу. Іншими дестабілізаційними факторами були слабка диференціація експорту, яка обумовила залежність валютних доходів від цін на сировину на світовому ринку, висока частка короткострокових зобов'язань в іноземній валюті у структурі зовнішнього боргу, недостатній розвиток внутрішнього фінансового ринку та його залежність від іноземного капіталу, знецінення національних валют, доларизація грошового обігу, високі політичні та соціальні ризики для інвестування. 1980-і роки вважаються «втраченим десятиліттям», коли важка боргова криза спричинила у всьому регіоні глибоку рецесію, а стабільна тенденція у напрямі зростання рівня доларизації у відповідь на довгострокові епізоди високого рівня інфляції стала наслідком недовіри до національної грошової одиниці та нестабільної монетарної політики [54].

Стабілізаційні програми – ортодоксні та гетеродоксні, що запроваджувалися урядовими колами латиноамериканських країн, мали на меті досягнення внутрішньої і зовнішньої рівноваги та ґрунтувалися на використанні рестрикційної монетарної та фіскальної політики, яка доповнювалася девальвацією грошової одиниці та торговельним протекціонізмом [54].

Перешкодою для ортодоксних програм фінансової стабілізації стала доларизація економіки: будь-яке знецінення грошової одиниці підвищувало попит на іноземну валюту; відповідно, обмінний курс стрімко знижувався, а відтак – прискорювалася інфляція, враховуючи практику встановлення більшості цін у доларовому еквіваленті. Пришвидшення інфляції зменшувало надходження до бюджету, а зростання цін підвищувало реальний обмінний курс і погіршувало сальдо платіжного балансу. Нарешті, «дешеві» гроші підвищували виплати по обслуговуванню зовнішнього боргу, збільшуючи видатки бюджету [157].

Із середини 1980-х рр. в у ряді країн (Аргентина, Бразилія, Мексика) були започатковані гетеродоксні програми фінансової стабілізації, які ґрунтувалися на адміністративному регулюванні цін і заробітної плати, що мало забезпечити швидке гальмування інфляції (реформи «Austral I, II, III», «Primavera», «Bunge-Born», «BONEX», «Convertibilidad», експеримент з грошовою радою в Аргентині, «Cruzado I, II», «Collor I, II», «Verao», «Real» у Бразилії, «Inti» у Перу) [111]. «Чим гірше, тим краще» – кризова гіпотеза стала гаслом «шокової» терапії під час проведення радикальних реформ у Чилі [54]. За таких умов доларизація розглядалась як раціональний вибір економічних агентів, спрямований на збереження заощаджень і хеджування інфляційних ризиків [297].

Для якісної оцінки та аналізу трансформації доларизації важливо враховувати причини виникнення цього феномена. Традиційне пояснення доларизації фінансової системи лежить у макроекономічній сфері. Політична і макроекономічна нестабільність, висока інфляція, криза зовнішнього боргу, поразки державних економічних реформ, покликаних збалансувати внутрішній ринок, неминуче ведуть до втрати довіри до макроекономічної політики, ринкових інститутів та національних грошей. Побойуючись девальвації і дефолту за фінансовими інструментами, деномінованими в національній валюті, домогосподарства та корпорації вважають за краще тримати свої заощадження у формі депозитів та активів, номінованих в іноземній валюті, а банки – надавати кредити у твердій валюті, нівелюючи валютний ризик.

У нестабільному економічному середовищі система фіксованого обмінного курсу на перший погляд забезпечує низку переваг. Грошова стабільність оперативно

нейтралізує інфляційні очікування і уможлиблює гальмування інфляції без втрат у сукупній пропозиції. Окрім того, в доларизованій економіці фіксований обмінний курс не змінює вартість активів в іноземній валюті. Прикріплення грошової одиниці знижує реальну процентну ставку і збільшує попит на товари та активи, що в свою чергу стимулює ефект добробуту та можливе підвищення реального обмінного курсу внаслідок очікувань грошової стабільності. Підтримання фіксованого обмінного курсу зменшує амплітуду коливань реального обмінного курсу і підвищує передбачуваність і стабільність інструментів економічної політики. У країнах з тривалою інфляційною передісторією фіксований обмінний курс підвищує довіру до національної економіки. Грошова стабільність і передбачуваність економічної політики сприяють залученню іноземного капіталу, включно з поверненням вивезених за кордон активів місцевими інвесторами. Проте неформальна гарантія стабільності валютного курсу та купівельної спроможності національних грошей підштовхує корпорації та домогосподарства до безвідповідальної поведінки: позбавляє їх стимулів хеджувати валютний ризик і заохочує необачно нарощувати запозичення в іноземній валюті. А оскільки девальвація спричинить боргову кризу приватного сектора, монетарній владі нічого не залишалось, як утримувати фіксований курс (виникає «страх перед плаванням»). З іншого боку, якщо влада встановлює плаваючий курс, банки і корпорації стикаються з валютними розбіжностями. У зв'язку з падінням курсу фірми тяжіють до купівлі іноземної валюти, аби забезпечити себе від валютних ризиків і зберегти вартість активів.

Наступною причиною розвитку процесів доларизації (зокрема, фінансової) є нерозвиненість фінансової системи та недосконалість інституційної моделі економіки країни в цілому. У цьому контексті валютна структура запозичень та інвестиційного портфеля не завжди зумовлена монетарними проблемами. Внутрішні державні запозичення в іноземній валюті, як правило, свідчать про ризикову фіскальну політику. Такі умови незалежно генерують макроекономічну нестабільність і стимулюють доларизацію через очікування девальвації. Нестача глибини національного ринку капіталів, відсутність фінансових активів, придатних для інвестування спонукає приватних суб'єктів до виходу на зовнішні ринки, і в

такому випадку очевидним проявом інституційної слабкості фінансових систем стають процеси офшоризації. Досвід мексиканської кризи 1994 р., російського дефолту 1998 р., краху аргентинської валютної ради у 2001 р. позначені спільним моментом – доларизацією внутрішніх публічних запозичень напередодні обвалу валютних курсів. Водночас зростання частки внутрішніх доларизованих запозичень уряду кореспондує з практикою реалізації програм макроекономічної стабілізації на основі фіксованого курсу, що було характерно для 1990-х років.

У цьому контексті одним із коректних пояснень розвитку доларизації може бути гіпотеза «первородного гріха», запропонована Р. Хаусманом і Б. Ейхенґріном [162]. «Первородний гріх» вони трактують як недосконалість національного фінансового ринку, яка не дозволяє надавати міжнародні позики у національній валюті або здійснювати запозичення на національному ринку на довгостроковий період під низькі проценти. Через відсутність ефективних механізмів трансформації внутрішніх заощаджень в інвестиції, значний обсяг фінансових ресурсів можна залучити тільки за кордоном. У таких умовах інвестиційні проекти в країні мають або валютну (зовнішні джерела фінансування при внутрішніх джерелах доходів), або часову (довгострокові проекти фінансуються за рахунок короткострокових позик) незбалансованість.

Валютна та часова невідповідність, викликані «первородним гріхом», створюють дилему для політики валютного курсу. В умовах, коли уряд прагне захистити валюту від девальвації шляхом підвищення процентних ставок та зниження ліквідності фінансової системи, банки стикаються зі збільшенням вартості фінансування та змушені скорочувати свої портфелі. Нездатність позичальників негайно погасити кредити через зміни строків погашення може призвести до банківської кризи [137]. За цих умов фінансова система підпадає під дію самовідтворюваних процесів: паніка серед населення, пов'язана з політикою процентних ставок та можливим зниженням ефективності функціонування банківської системи, автоматично спонукає владу до підвищення ставок з метою створення захисних умов для національної валюти і, як наслідок, – формування несприятливого для інвесторів середовища [108;194]. Це створювало основу для прив'язки валютного курсу в найбільш фінансово нестабільних країнах регіону.

Факт негнучкості валютних курсів із позиції гіпотези «страху перед плаванням» пояснюється намаганням мінімізувати ризики неспівпадання валютної структури активів та пасивів.

Р. Хаусман наголошує на тому, що існує сильний позитивний взаємозв'язок між нездатністю запозичувати («первородний гріх») та небажанням країн з ринками, що формуються, застосувати підхід невтручання в політику валютного курсу («плавання з рятівним жилетом») [162]. Е. Фая та Т. Моначеллі показують, що наявності високого рівня «фінансової вразливості» (високого показника запозичень в іноземній валюті) ізолююча роль гнучкого валютного курсу, пригнічена ефектом від'ємного балансу, має тенденцію до зменшення, що в свою чергу, призводить до аверсії коливань валютного курсу [165].

Волатильність валютних курсів та процентних ставок примушує інвесторів вимагати більш високу прибутковість за власними вкладками в національній валюті, що стимулює підвищення ставок. Дисбалансів не існувало б, якби банки і фірми хеджували свої позиції за валютами і строками. Неминучим результатом цього є поширення високоризикової доларизації боргових зобов'язань – коли економічні агенти (держава, корпорації, домогосподарства) мають боргові зобов'язання, деноміновані в іноземній валюті, навіть за відсутності відповідних доходів. Нездатність фінансової системи хеджувати ризики, з одного боку, утримує її на низькій стадії розвитку, а з другого – стимулює фінансову доларизацію.

Проблема суверенного боргу як окремий вагомий фактор доларизації полягає у тому, що країна, борг якої деномінований в іноземній валюті, за визначенням, не здатна страхувати свої ризики, оскільки відсутній контрагент, який міг би узяти їх на себе [162]. Високі рівні державної заборгованості збільшують ризик суверенного дефолту, особливо в економіках зі слабкою інвестиційною позицією. Високий рівень державної заборгованості породжує занепокоєння серед інвесторів з приводу можливого настання урядового дефолту, що, у свою чергу, призводить до формування очікувань настання інфляції, навіть в умовах наявної низької інфляції [313].

Після зниження темпів інфляції, обсяги номінованих в іноземній валюті депозитів залишаються значними через високі показники відношення боргу до ВВП,

особливо в спекулятивній економіці. Доларизація є раціональною відповіддю на майбутню інфляцію, пов'язану з очікуваннями інвесторів дефолту, в країнах з високим рівнем заборгованості. Тому, оскільки питання дефолту тісно пов'язане з питанням інфляції, відтік капіталу спричинює знецінення валюти, а також викликає інфляцію через канал валютного курсу. Доларизація економіки підсилюється додатковим попитом держави на валюту, яка необхідна для обслуговування боргових зобов'язань [297].

Слід констатувати, що, з одного боку, розвиток глобалізаційних процесів, з іншого, – структурні реформи в реальному секторі та в макроекономічній політиці латиноамериканських країн, сформували нове макроекономічне середовище, а ендогенні та екзогенні фактори доларизації зазнали змін. Упродовж останнього десятиліття для латиноамериканських країн сформувались позитивні фундаментальні макроекономічні тенденції. Економічні перетворення і накопичений досвід 1990-х рр. заклали фундамент макрофінансової стабільності та стало економічного зростання, зробили країни регіону більш резистентними до зовнішніх шоків, не зважаючи на високий рівень доларизації. На підтвердження цього слід згадати відсутність впливу зростання процентних ставок у США в першій половині 1994 р. на економічні показники латиноамериканських країн, достатньо швидка нормалізація економічної ситуації після «теклової» кризи 1994-1995 рр., фінансова стабілізація Аргентини після кризи 2001 р., відносна стійкість країн регіону в період світової фінансової кризи 2008-2009 рр., а також сталий розвиток економік країн регіону в той час, коли країни з розвинутою економікою демонстрували глибокий спад чи подвійну рецесію (рис. 2.1).

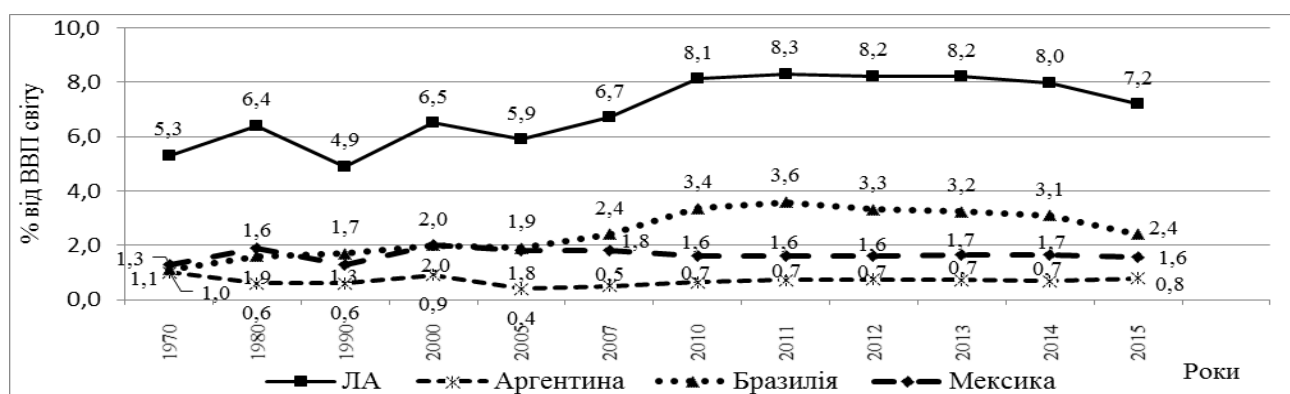


Рис. 2.1 Частка сукупного ВВП Латинської Америки у глобальному ВВП

Джерело: складено автором за даними [338].

Країнам Латинської Америки вдалося пом'якшити наслідки фінансової та економічної кризи завдяки проведенню макроекономічної політики, спрямованої на стимулювання економічного зростання. Зважаючи на сприятливі в цілому зовнішні умови, що зберігалися протягом значної частини минулого десятиліття, країнам стало легше стримувати зростання бюджетного дефіциту. Обсяг виробництва, після різкого скорочення наприкінці 2008 р., у багатьох країнах відновився до середини 2009 р. (рис. 2.2).

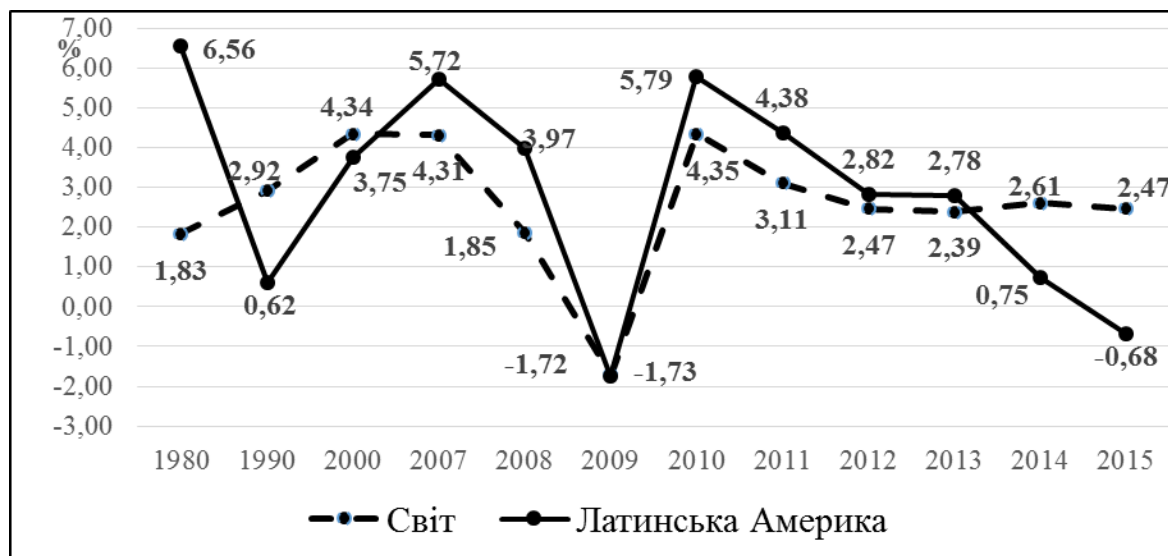


Рис. 2.2. Річне зростання ВВП у світі та Латинській Америці, %

Джерело: складено автором за даними [338].

Уряди і центральні банки змогли запобігти впливу кризи на обсяг виробництва і зайнятість шляхом збільшення державних витрат і зниження процентних ставок, дозволяючи курсам валют тим часом знижуватися. І на цей раз зниження курсів валют допомогло країнам Латинської Америки подолати зовнішні шоки, не викликавши серйозний сплеск інфляції або масштабні проблеми у фінансовій системі.

Відносно стабільними залишаються темпи економічного зростання в Латинській Америці і Карибському басейні (у середньому близько 3% на рік), оскільки їх зниження в деяких країнах, включаючи Мексику, компенсовано їх прискоренням в Аргентині і в Бразилії. Рушійною силою економічного зростання в регіоні в цілому є внутрішній попит (як з боку приватного, так і з боку державного секторів) (рис. 2.3).

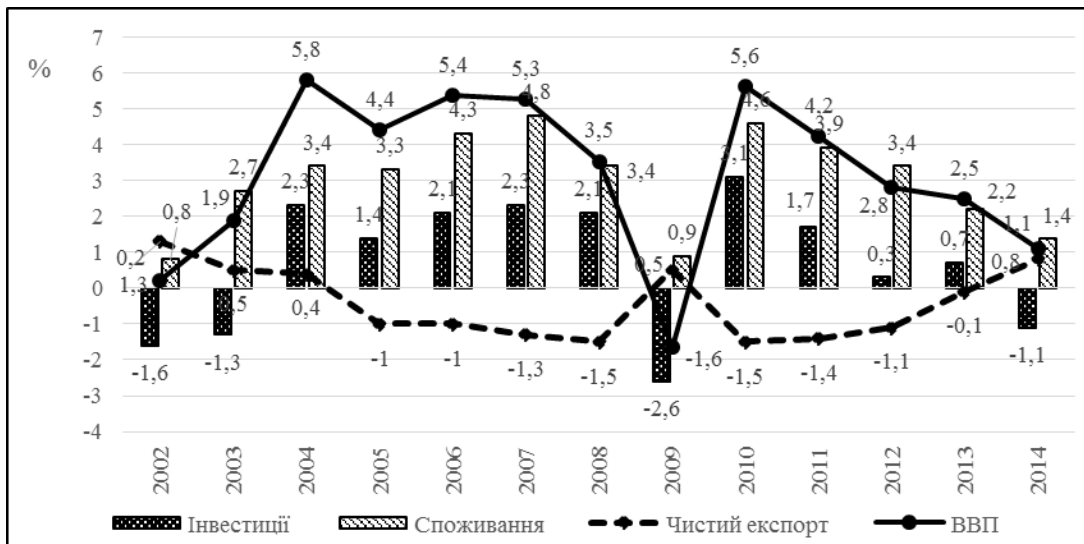


Рис. 2.3. Вплив на зростання ВВП компонентів внутрішнього попиту і чистого експорту в країнах ЛАК

Джерело: складено автором за даними: [330;333;337;338].

Одним з ключових показників для аналізу вигод від глобалізації має бути економічна конвергенція, тобто наближення доходів на душу населення менш розвинених країн з рівнями доходу розвинених країн. В регіоні ЛАК практично відсутня економічна конвергенція. Дохід на душу населення більшості малих та середніх країн Латинської Америки стосовно доходу на душу населення США показав тенденцію до стагнації в діапазоні 15-20 відсотків за останні 60 років. Чилі – єдина країна в регіоні, яка, починаючи з середини 1980-х рр., продемонструвала стабільну економічну конвергенцію. Дохід на душу населення слід оцінювати за показником динаміки доходів більшості членів суспільства (особливо порівняно з рівнем доходів найбагатших верств населення, чи керівництва країни), поширенням конкуренції і розвитком малого бізнесу. Врахування означених критеріїв дає підстави для висновку, що у більшості латиноамериканських країн результати економічного зростання дістаються вузькому прошарку населення. За термінологією Світового банку, відбувається «загарбання держави», про що свідчить індекс Джині, який у більшості країн (Колумбія, Еквадор, Перу, Венесуела, Аргентина) є на порядок вищим від середньо-світового (дод. Б).

Глобальне економічне зростання, засноване на структурній трансформації, засадах зовнішньоекономічної лібералізації, торговельній відкритості,

прискореному розвитку фінансового сектора, було сприятливим для провідних країн ЛАК, які адаптувалися до структурних змін у світовій економіці та переглянули свої стратегії розвитку, орієнтуючись на збільшення експорту і його використання як локомотив зростання. До початку Великої рецесії швидке зростання експорту країн Латинської Америки пояснювалось високим споживчим попитом у розвинених країнах і насамперед у США [198].

Латинська Америка стає все більш глобалізованим регіоном, тому економічний розвиток багато в чому залежить від кількісного та якісного характеру міжнародних торговельних і фінансових зв'язків. Лібералізація зовнішньої торгівлі має передувати лібералізації потоків капіталу, інакше значний приплив іноземного капіталу може послабити цінові стимули для експортоорієнтованих структурних перетворень через підвищення реального обмінного курсу. Іншими словами, лібералізацію потоків капіталу доцільно відкласти до отримання конкретних результатів у проведенні структурних перетворень.

Глобалізація заклала об'єктивні передумови для зниження інфляції. Інфляція на рівні 2-3% вважається оптимальною для економіки, оскільки дає змогу чітко ідентифікувати цінові зрушення, пов'язані з попитом чи пропозицією [169;232;252]. Стимули грошово-кредитної політики, спрямовані на забезпечення стабільності цін, стали одним з головних чинників глобального зниження рівня інфляції та її волатильності протягом 1990-х та 2000-х рр. Лібералізація зовнішньої торгівлі посилює антиінфляційне спрямування економічної політики та стабілізує реальний обмінний курс навколо деякого рівноважного значення. У більш віддаленій перспективі, актуальними є такі переваги як відкритість економіки, зміцнення конкуренції, підвищення продуктивності праці, поліпшення інвестиційного клімату, прискорення структурних перетворень, обмеження корупції. Прийнято вважати, що більш відкриті економіки мають кращі можливості для економічного зростання, адже імпорт є важливим чинником конкуренції, у чому переконує досвід Венесуели, Колумбії та Чилі, ширший доступ до світових ринків підвищує ефективність виробництва, окрім того, відкриті економіки швидше запозичують новітні технології.

Відкрита економіка стимулює не тільки факторну продуктивність, а й продуктивність капіталу, оскільки торговельна та фінансова інтеграція підсилюють одна одну, адже лібералізація потоків капіталу призводить до глобальної торговельної інтеграції (дод. В.1) [1; 170; 246].

Вплив глобальної торговельної інтеграції на дезінфляційні процеси відображає прямий зв'язок між імпортними та кінцевими цінами і непрямий – через втягування в систему торговельних зв'язків найбільш конкурентоспроможних секторів економіки [82;110].

Глобалізація передбачає зростання відкритості економіки, що вимагає від суб'єктів, пов'язаних із зовнішньоекономічною діяльністю, здійснювати розрахунки та трансакції в іноземній валюті та тримати паритет між валютою надходжень і валютою фінансових трансакцій. Сьогодні чітко простежується закономірність – збільшення міжнародної інтегрованості та відкритості економіки (як торговельної, так і фінансової) безпосередньо веде до вищого рівня доларизації країни, валюта якої не використовується у міжнародних трансакціях. Доцільність утримання іноземних фінансових активів (отже, доларизації економіки) в умовах глобалізації можна обґрунтувати, серед іншого, низкою ефектів. По-перше, в умовах мінливості ситуації на міжнародних фінансових ринках і нестабільності руху капіталу (що часто визначає погіршення платіжного балансу приймаючої країни) доларизація є засобом нівелювання валютного ризику. Валютна диверсифікація грошових коштів, заощаджень або інвестиційного портфеля виступає як страхівка від несподіваних коливань обмінних курсів. Для суб'єктів, пов'язаних із зовнішньоекономічною діяльністю, фінансова доларизація є інструментом ув'язки між валютою надходжень і валютою фінансових трансакцій. Чим більш розгорнуті торговельні та фінансові зв'язки країни, тим більшою є економія за рахунок зменшення страхування валютного ризику. По-друге, доларизація забезпечує гарантованість виконання міжнародних угод: реальна купівельна спроможність грошей в кожний даний момент часу залежить не лише від поточної номінальної доходності (процентної ставки), а й від невизначеності, пов'язаної з очікуваною інфляцією та змінами валютного курсу. Доларизація забезпечує надійність валюти платежу –

стабільність купівельної спроможності депозитних грошей у коротко- і середньостроковій перспективах. По-третє, утримання ліквідних активів закордоном обмежує ризик ліквідності та є способом уникнення проблем із ліквідністю на внутрішньому валютному ринку. Ліквідні інвалютні активи виконують роль буфера, зменшуючи вірогідність неплатоспроможності та виснаження ліквідності в умовах, коли внутрішні банки не здатні забезпечити ліквідність в іноземній валюті (наприклад, через масове вилучення банківських депозитів або низькі міжнародні резерви національної банківської системи). По-четверте, утримання активів в іноземній валюті дозволяє фірмам, залученим у міжнародну торгівлю, спростити міжнародні розрахунки та мінімізувати трансакційні витрати та знизити витрати, пов'язані з конвертацією валют. Означені ефекти засвідчують формування нових характеристик процесу доларизації. В умовах глобалізації доларизація, з одного боку, є оптимальною стратегією економічних агентів у відповідь на зростання залежності національної економіки від світової економічної системи, і з другого боку, виступає вагомим фактором підвищення ефективності міжнародних торговельних і фінансових зв'язків, що спрощує і стимулює економічну інтеграцію країни з рештою світу та збільшує її взаємопов'язаність зі світовою фінансовою системою.

Чим більш розгорнуті торговельні та фінансові зв'язки країни, тим більшою є економія за рахунок зменшення страхування валютного ризику. Зв'язок між відкритістю економіки та доларизацією у латиноамериканських країнах подано у додатку В.2.

Індекс фінансової відкритості країн регіону, який враховує індикатор наявності мультивалютних курсів, індикаторів обмежень на трансакції за поточним і капітальним рахунками та індикатор вимог по обов'язковому продажу експортної виручки наведено у табл. 2.1. Найвищий показник індексу мають Панама, Перу, Уругвай, Нікарагуа, Гватемала, Гаїті, Домініканська Республіка і Коста-Рика.

Таблиця 2.1

Індекс фінансової відкритості КАOPEN країн ЛА

Країни	1970	1980	1990	2000	2006	2012	2014
Аргентина	0,72	-0,09	-1,13	1,73	-0,76	-0,81	-1,89
Болівія	1,27	1,27	0,6	1,5	1,5	0,06	0,028
Бразилія	-1,8	-1,8	1,8	-1,13	1,27	-0,11	-9,126
Чилі	-1,8	-0,09	-1,8	-1,13	2,54	1,38	1,09
Колумбія	-1,8	-1,8	-1,13	-1,13	-0,09	-0,11	-0,126
Коста-Рика	1,27	-0,49	-1,8	1,27	1,27	2,44	1,17
Домініканська Республіка	-1,13	-1,8	-1,8	-0,44	2,54	-0,11	1,61
Еквадор	0,99	0,6	-0,98	-0,09	2,27	0,59	0,02
Ель Сальвадор	-1,13	-1,13	-1,8	2,54	2,54	1,65	1,09
Гватемала	-1,13	-0,05	-0,22	1,27	2,54	2,44	2,38
Гондурас	2,54	0,99	-1,8	-0,09	-0,09	-1,17	-1,18
Мексика	2,54	2,54	-0,76	1,19	1,19	1,12	1,09
Нікарагуа	2,54	-1,26	-1,13	2,54	2,54	2,54	2,38
Панама	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,44	2,38
Парагвай	-1,13	-0,76	-1,13	1,5	1,5	0,33	0,28
Перу	-0,71	0,06	-1,8	2,54	2,54	2,44	2,38
Уругвай	-0,59	0,72	1,27	2,54	2,54	2,44	2,38
Венесуела	0,6	1,87	-0,09	2,54	-0,71	-1,89	-1,89

Джерело: побудовано автором на основі бази даних за Chinn-Ito індексом. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm.

Структура і моделі торгівлі ЛАК зазнали значних перетворень, починаючи від лібералізації торговельних процесів наприкінці 1980-х рр. та завдяки низці офіційних торговельних угод: Північно-американська зона вільної торгівлі NAFTA, угода про вільну торгівлю між країнами Центральної Америки, Домініканською Республікою та США CAFTA–DR, MERCOSUR, який об'єднує країни «південного конуса» Південної Америки та нещодавно створений Тихоокеанський альянс (угода 2012 р. між Колумбією, Мексикою, Перу і Чилі) [82; 334; 344]. Найвищі показники торговельної глобалізації (зовнішньоторговельний оборот до ВВП) мають країни ЛА7 (Аргентина, Бразилія, Чилі, Колумбія, Мексика, Перу, Уругвай) (дод. В.3).

Відповідно до Індексу відкритої економіки (Open Markets Index – ОМІ) до категорії з середньою відкритістю економіки потрапили Чилі (4,1), Перу (3,8), Мексика (3,1) і Колумбія (3,1) (дод. В.4) [332].

Країни Південної Америки, яким властива зростаюча залежність від біржових товарів і значна концентрація експортної бази на сировину (Болівія, Бразилія, Венесуела, Колумбія, Парагвай, Перу, Уругвай, Чилі, Еквадор), скористалися безпрецедентним поліпшенням умов торгівлі (відношення вартості експорту до

імпорту, що по суті є купівельною здатністю імпорту) внаслідок буму на ринку біржових товарів останнього десятиліття. Крім того, для країн з інтегрованим фінансовим сектором (Бразилія, Колумбія, Перу, Уругвай і Чилі), завдяки тісним зв'язкам з міжнародними фінансовими ринками, склалися сприятливі зовнішні умови фінансування.

У країнах регіону–експортерах біржових товарів головним фактором макроекономічної стабільності стало накопичення праці і капіталу, поряд зі збільшенням основних фондів [317]. На них у сукупності припадало в середньому $3\frac{3}{4}\%$ річного зростання ВВП за минуле десятиліття, або 80% зростання обсягу виробництва. Показники загальної факторної продуктивності, яка є мірою ефективності використання економічних ресурсів в процесі виробництва і включає як технічний прогрес, так і ефективність ринків, також виявилися вищими для країн-експортерів біржових товарів оскільки накопичення капіталу в цих країнах було більш масштабним. Це відображає високі обсяги прямих іноземних в результаті експансії глобальної ліквідності та національних інвестицій в первинному секторі [322]. Разом з тим, залежність економіки від товарів несе суттєві ризики: загроза «прокляття природних ресурсів» може матеріалізуватись і негативно позначитись на зростанні економіки через різні канали: волатильність, зниження можливостей для функціонування екстерналіїв, орієнтованих на підвищення продуктивності, та інституційна деградація [315].

На сучасному етапі розвитку глобалізації відбувся вихід за межі центр-периферійної дихотомії, а попередня динаміка Північ-Південь диверсифікувалась. Така реконфігурація світового економічного ландшафту викликала суттєві зрушення в країнах Латинської Америки. У зв'язку зі змінами тенденцій та циклічністю зростання в регіоні, зросла взаємна економічна активність країн Півдня, особливо країн Південної Америки і Китаю (рис. 2.4).

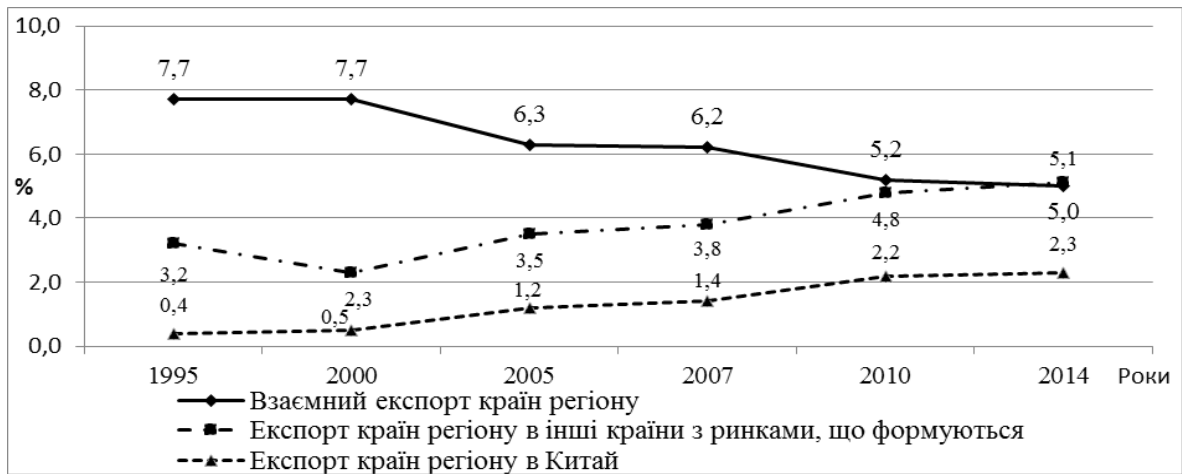


Рис. 2.4. Експорт «Південь-Південь» у латиноамериканському регіоні, %

Джерело: складено автором за даними: [330;333;337;338].

Кошик експорту ЛАК став більш диверсифікований, зростання концентрації сировинних товарів відображає суперцикл цін на сировинні товари (мінеральні товари та сільськогосподарську продукцію), інтенсивний характер зростання торгівлі сировинними товарами з Китаєм та іншими країнами, що розвиваються, і забезпеченість регіону природними ресурсами. Як показав Е. Зіннотт, нещодавній економічний бум цін на сировинні товари був найдовшим і всеосяжним, починаючи з 1960 р. Однак, варто зауважити, що регіон приєднався до міжнародної торговельної системи ХХІ століття зі структурою експорту ХІХ століття (на базі сировинних товарів) [315]. Реалізація товарно-залежної моделі зростання може мати негативні наслідки, адже концентрація експорту продукції (товарне «золоте дно» (commodity bonanza) змінює виробничу структуру ЛАК у напрямі нижчої комплексності, тим самим потенційно перешкоджаючи зростанню продуктивності. Індекс економічної комплексності Р. Хаусмана враховує кількість товарів, які країна експортує, тобто кількість зв'язків, якими країна пов'язана в мережі (диверсифікація – diversity) та кількість країн, які експортують ці товари, тобто кількість зв'язків, що даний товар має в мережі (поширеність – ubiquity) [195]. За цим показником країни регіону ЛАК займають нижні щаблі рейтингу, а це означає, що протягом останнього десятиліття товарного «золотого дна» економічна комплексність регіону знижувалась (дод. Д).

Особливість інтеграційних процесів у регіоні полягає в тому, що нова опора на високі ціни на сировинні товари може викликати «голландську хворобу», коли ревальвація реального валютного курсу обмежує диверсифікацію торгівлі товарами,

з негативними наслідками для довгострокового зростання економіки. На думку Р.Хаусмана, є суттєва різниця між Венесуелою, в якій експорт нафти – це єдине джерело торговельного доходу, з одного боку, і такими країнами, як Бразилія і Колумбія, яким притаманний високо диверсифікований експорт, з другого боку [196]. Окрім полярних варіантів, існує проміжний – наприклад, Мексика, що є експортером нафти і має один із найвищих показників диверсифікації експорту в регіоні [197].

Ще один показник, що дозволяє оцінити якість міжнародної торгівлі країн регіону, – ступінь включення країни до глобальних ланцюгів створення вартості, які є однією з рушійних сил торговельних потоків у всьому світі і можуть принести як прямі вигоди – створення робочих місць, доданої вартості, стимулювання експорту, так і непрямі – приплив технологій і знань та нарощування потенціалу для економічного розвитку [41]. Як зазначив Р. Болдвін, ця нова модель глобалізації включає офшоризацію окремих видів діяльності та процесів, а також розподіл продукції на міжнародному рівні (з відповідним збільшенням обсягу торгівлі в частинах та компонентах) [82]. Глобалізація такого типу, ймовірно, більше пов'язана з динамікою глобальних стратегій фірм, ніж традиційних, міжкраїнових порівняльних переваг. Чим більше економічна діяльність країни пов'язана з глобальними ланцюгами створення вартості, тим сильнішими будуть ефекти від підвищення продуктивності та інновацій. Діяльність транснаціональних корпорацій зі штаб-квартирою в Латинській Америці (так званих «multilatinas») за кордоном має «горизонтальний» характер, вони створюють за кордоном дочірні підприємства, що продають ті ж товари, що і материнська компанія, висвітлюючи основний мотив для ТНК – диверсифікація ризику країни та вихід на більші ринки збуту для своєї продукції.

У контексті сучасних глобалізаційних процесів регіон Латинської Америки найбільше підпадає під дію шоків: сповільнення економічної активності в США і країнах Європи, спад зростання в Китаї та зниження цін на сировинні товари.

Перший зовнішній шок – повільне зростання в США і країнах ЄС – впливає на країни ЛАК через три канали: торговельні зв'язки, прямі іноземні інвестиції і потоки грошових переказів. Перший ефект від спаду в США чи в ЄС полягає в зниженні

попиту на латиноамериканський експорт, який становить блтзько 30% ВВП серед половини країн у регіоні, а для Центральної Америки і Карибського басейну цей показник становить близько 45% [150].

Другим джерелом турбулентності світової економіки є уповільнення економічного зростання в Китаї. Трохи більше ніж за десятиліття Китай став одним з найбільших торговельних партнерів ЛАК (дод. Е.1). У 2014 р. лише Бразилія, Боліваріанська Республіка Венесуела і Чилі (три країни Південної Америки) мали профіцит сальдо торгового балансу з Китаєм. На іншому полюсі перебуває торговий дефіцит Мексики з Китаєм, на частку якого припадає приблизно 85% Латинської Америки і весь дефіцит країн Карибського басейну з цією країною (дод. Е.2).

За оцінками ЕКЛАК протягом двох десятиліть приплив прямих іноземних інвестицій до регіону з Китаю становив 14 млрд. дол. США, або 11% загального обсягу ПІІ в регіоні. Три чверті загального обсягу китайських ПІІ до регіону в 2010 р. були пов'язані з двома великими придбаннями в нафтовій промисловості: «Sinopac» у Бразилії та «CNOOC» в Аргентині (дод. Е.3) [129; 287].

Уповільнення зростання китайської економіки може мати вагомі наслідки для цін на сировинні товари, особливо мінеральні продукти (зокрема, метали) [292]. Отже, такі країни, як Чилі та Перу (великі виробники металів) можуть стикнутися з більш різким спадом цін на сировинні товари, ніж Аргентина, Парагвай та Уругвай, котрі є великими виробниками сільськогосподарської продукції.

Регіон в цілому є нетто-експортером товарів (на ці країни припадає близько 90% ВВП регіону і понад 90% населення регіону). Особливо чутливими до зниження цін на сировинні товари є Аргентина, Болівія, Бразилія, Чилі, Колумбія, Еквадор, Парагвай, Перу, Тринідад і Тобаго та Венесуела. Для цих країн, сировинні товари становлять майже 30% їх загального обсягу експорту. Однак, близько половини країн ЛАК, а саме – більшість країн Центральної Америки і Карибського басейну, є нетто-імпортерами товарів, для яких зниження цін на сировинні товари (зокрема, на нафту і зернові культури) стане позитивним шоком.

Дані фактори вимагають підтримання макроекономічної розсудливості, особливо на фінансовій арені, контролюючи рівень заборгованості та розширення дефіциту поточного рахунку; зміцнення макропруденційного регулювання;

вдосконалення регіональних механізмів фінансування для країн, які стикаються з кризою платіжного балансу; встановлення ліній фінансування на підтримку внутрішньорегіональної торгівлі та розвитку субрегіональних ланцюгів вартості, що означає просування у сфері конкурентоспроможності та інновацій, регіональної інтеграції, яка більшою мірою сприятиме зростанню.

Після короткого періоду профіциту до настання глобальної фінансової кризи протягом останніх років баланс поточного рахунку Латинської Америки повернувся до дефіциту (дод. Ж). Існує значна гетерогенність у величинах дефіцитів поточного рахунку країн регіону, окреслюючи загальну тенденцію: вищі дефіцити балансів чистих імпортерів товарів у порівнянні з нетто-експортерами. Однак, спостерігається суттєва неоднорідність у цих двох групах країн: наприклад, найвищі дефіцити мають нетто-імпортери Карибського басейну (у зіставленні з країнами Центральної Америки). Варто зауважити, що лише деякі основні нетто-експортери енергетичних і мінеральних продуктів (такі як Тринідад і Тобаго, Болівія та Венесуела) змогли зберегти свої профіцити (рис. 2.5).

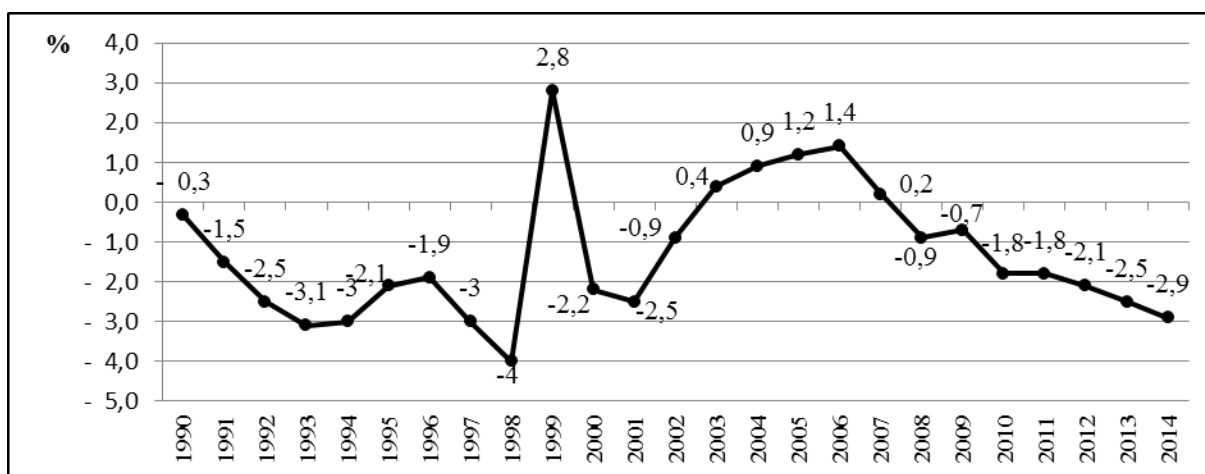


Рис. 2.5. Баланс поточного рахунку, млрд. дол. США, 1990-2014 р.

Джерело: складено автором за даними [330].

В економіці з від'ємним сальдо поточного рахунку послаблення монетарних показників провокує очікування раптової цінової нестабільності не менш інтенсивно, аніж це робить дефіцит бюджету. Відплив капіталу стає логічним наслідком втрати довіри до національної економіки. При цьому стрімке зниження обмінного курсу унеможливорює обслуговування боргів. Досвід країн Латинської Америки свідчить про те, що очікування економічних агентів відіграють самостійне

значення і оперативно матеріалізуються у відповідних економічних процесах, навіть якщо відсутні макроекономічні підстави.

Емпіричні дослідження свідчать, що «безпечний» рівень сальдо поточного рахунку становить 2-3% від ВВП [174]. Для країн зі значним зовнішнім боргом це означає необхідність додатного сальдо торговельного балансу, що формує сприятливі очікування динаміки цін та обмінного курсу, полегшуючи проведення радикальних економічних реформ. Повернення регіону до дефіциту поточного балансу в контексті зростаючого глобального неприйняття ризику і загальних відтоків капіталу з країн з ринками, що формуються, ставить під питання стійкість балансу поточного рахунку ЛАК: оскільки ФРС США змінює та адаптує свою монетарну політику, а крива доходності державних облігацій США стає більш крутою, фінансові потоки, спрямовані до латиноамериканського регіону вичерпуються.

2.2. Вплив міжнародних потоків капіталу на процеси доларизації

Протягом багатьох років переважала концепція, прихильники якої вважали сприятливими будь-які потоки іноземних капіталів до країн, оскільки вони розглядалися як «іноземні заощадження», що повинні доповнювати національні заощадження країн-реципієнтів і підвищувати норму вкладень в основний капітал. Ця точка зору заперечується як з теоретичних, так і з практичних позицій: за альтернативною (кейнсіансько-шумпетерською) теорією, наявність накопиченого обсягу заощаджень не є попередньою умовою інвестиційної діяльності [158]. Іншими словами, оскільки вектор причинного зв'язку спрямований від інвестицій до фактичних заощаджень, розширення припливу іноземного капіталу не веде автоматично до збільшення інвестицій.

Інституційна позиція МВФ щодо проблеми введення повністю відкритого режиму рахунків операцій з капіталом ґрунтується на імперативі, що лібералізація залишається загальним правилом, а заходи контролю за капіталом – тимчасовим винятком відповідно до зобов'язань [207]. Зокрема, країнам не дозволяється обмежувати приплив капіталу задля штучного заниження курсу національної

валюти, проте дозволяється діяти у такий спосіб з міркувань макропруденційного регулювання чи з метою недопущення надмірного знецінення або зміцнення національної валюти, обумовленого фінансовими спекуляціями. Правила ЄС та ОЕСР щодо лібералізації руху капіталу застосовуються в основному до розвинених країн, але охоплюють також провідні латиноамериканські країни, включаючи Мексику і Чилі.

Традиційний погляд на те, як відкритість для потоків капіталу впливає на макроекономічну політику, був охарактеризований як «недосяжна тріада», або «трилема», згідно з якою країна повинна зробити вибір щодо пріоритету внутрішньої чи зовнішньої рівноваги в процесі реалізації монетарної політики, ступеня фіксації валютного курсу та мобільності капіталів [276; 281]. У кожному випадку поєднання одразу трьох цілей неможливе, а емпіричні дослідження доводять, що механізм функціонування трилеми подібний до економічного закону. За висловом Р. Манделла, країна не може мати відкритий режим рахунку операцій з капіталом, фіксований обмінний курс і суверенітет в грошово-кредитній сфері одночасно. Так, наприклад, в умовах відкритого режиму рахунку операцій з капіталом і фіксованого обмінного курсу центральний банк втратить здатність регулювати обсяг грошової маси, оскільки політика грошової експансії призведе до зниження процентних ставок. Це спричинить відтік капіталу, отже, скорочення міжнародних резервів та грошової бази зведе нанівець ефект первісної грошової експансії. Цей механізм працює і у зворотному напрямку, компенсуючи наслідки політики скорочення грошової маси [276].

Оскільки глобальний фінансовий цикл залежить переважно від економічних умов і рішень у розвинених країнах, і посиленій кредитними циклами глобальних банків, він зовсім не обов'язково відповідає макроекономічним умовам і фінансовим потребам країн – реципієнтів потоків капіталу [107;190;300]. Інвестори у розвинених країнах в гонитві за високою прибутковістю, мають значні потенційні можливості для диверсифікації своїх портфелів, і це обумовлено поступовим зменшенням «домашнього ухилу» в інвестиційних портфелях (рис.2.6.) [67;252].

Динаміка міжнародних потоків капіталу показує, що вони впливають на рівень економічної стабільності, оскільки мають проциклічний характер, посилюючи (або

навіть породжуючи) цикл ділової активності в країнах-реципієнтах, викликаючи надмірне розширення внутрішнього кредиту і генеруючи спекулятивні бульбашки на ринках нерухомості та фінансових ринках. Окрім того, вони обумовлюють підвищення курсів національних валют, знижують конкурентоспроможність вітчизняних виробників на міжнародних ринках, стимулюють попит на імпортовані товари і послуги та спричиняють збільшення дефіциту рахунку поточних операцій, крім того, ці кошти використовуються для обслуговування зовнішнього боргу або повертаються за кордон в результаті збільшення зовнішніх приватних фінансових активів (відбувається «втеча капіталу») [105;293]. Дійсно, протягом останніх трьох десятиліть у країнах ЛАК приплив іноземного капіталу виступав важливим фактором усіх «подвійних криз» (тобто криз платіжного балансу та внутрішніх фінансових криз) [105;243].

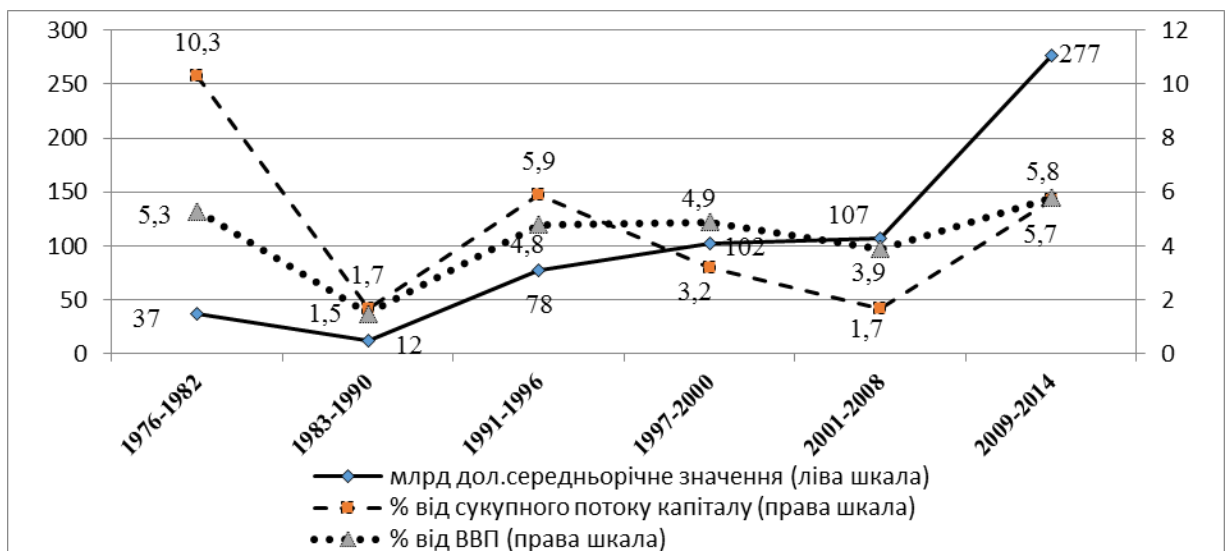


Рис. 2.6. Чистий приплив капіталу в країни ЛАК, 1976-2014 рр.

Джерело: складено автором за даними: [330; 333; 337].

На макрорівні негативний вплив на економіку приймаючих країн має не тільки волатильність переміщення капіталів, а в першу чергу, масштаби таких переміщень стосовно до розмірів економіки країн-реципієнтів. Значні коливання потоків капіталу, які є оптимальними і раціональними з точки зору окремих банків або фондів, можуть бути «надмірними» з соціальної точки зору, якщо вони керовані значними неінтерналізованими зовнішніми ефектами – грошовими, фінансовими, інформаційними, поведінковими екстерналіями. При цьому можливе виникнення «проблеми великої риби в маленькому ставку»: «велика риба» (тобто великі потоки

капіталів з розвинених країн), потрапляючи в «маленький ставок» (відносно невеликі фінансові ринки імпортують капітал країн з ринковою економікою), може викликати ланцюгову реакцію у всій міжнародній грошово-кредитній системі, причому особливо в умовах сучасного світу, де фінанси взаємопов'язані [190].

У світі пришвидшеної фінансової експансії і великих переміщень міжнародного капіталу країни регіону стикаються з подвійною проблемою. З одного боку, їм потрібні ефективні механізми для захисту від дестабілізуючих фінансових потрясінь, викликаних припливом і відтоком значних обсягів капіталу. З другого боку, їм необхідно забезпечити, щоб фінансова система виконувала свою основну функцію, а саме обслуговувала реальну економіку, фінансуючи виробничі інвестиції і підтримуючи розвиток компаній та економіки в цілому. Для виконання цієї функції вітчизняна фінансова система повинна бути організована та управлятися у такий спосіб, щоб стабільно забезпечувати довгострокове фінансування в достатніх обсягах і спрямовувати кредитні потоки на цілі продуктивного використання.

Серед переваг міжнародної фінансової інтеграції (потенційних вигод для конвергенції) варто відмітити розширення доступу до капіталу, що може сприяти макрофінансовій стабілізації та зростанню. Це означає, що доступ до закордонних джерел капіталу особливо вигідний, коли мова йде про довгострокове фінансування та коли існують механізми валютного хеджування, або, у разі їх відсутності, зовнішнє фінансування в основному спрямовується на експортоорієнтовані галузі, коли зобов'язання та доходи, деноміновані в іноземній валюті [40]. Фінансова глобалізація також може сприяти диверсифікації портфелю, причому як через збільшення присутності іноземних інвесторів і фінансових посередників на національних ринках, так і за рахунок залучення емітентів, інвесторів, міжнародних фінансових посередників і ринків, розташованих за межами країни. Зростання зовнішніх ефектів відбувається завдяки присутності на національних ринках провідних міжнародних банків, які сприяють поширенню новаторських технологій кредитування та першокласних практик управління ризиками. На завершення, фінансова глобалізація посилює ринкову дисципліну і це може стимулювати реформи, тим самим підвищуючи стабільність і потенціал до зростання в

довгостроковій перспективі. Відповідно до цієї гіпотези, Г. Камінські та С. Л. Шмуклер вважають, що фінансова лібералізація пов'язана з більш вираженими циклами бумів і спадів у короткостроковій перспективі, але сприяє більш стабільним фінансовим ринкам у довгостроковій перспективі [224].

Рівень відкритості рахунку капіталів також є важливим чинником, що пояснює фінансову доларизацію. Як правило, більш фінансово відкриті економіки з меншою кількістю обмежень на рух капіталу мають більший рівень доларизації через їх підвищену здатність як взяти, так і надати кредити за кордоном, збільшуючи купівлю валютних активів вітчизняними інвесторами. Окрім того, більша мобільність капіталу підвищує чутливість портфеля резидентів до валютних курсів [79]. Результати науковця Е. Бача показують, що країни з меншим контролем над капіталом є більш доларизованими [81].

Протягом останнього десятиліття, в умовах високої волатильності капітальних потоків, регіон ЛАК взяв курс на більш м'яку форму міжнародної фінансової інтеграції. Завдяки «тихій революції в макрофінансовій імунній системі» регіону – фактори, що раніше виступали підсилювачами процесів доларизації (слабкі валюти, слабкі фінансові процеси і слабкі банківські системи) перетворилися на поглиначів шоків – надійні та гнучкі валюти, вдосконалені фіскальні процеси, сильніші та краще регульовані банківські системи [140].

Регіон ЛАК змінив структуру своїх зовнішніх позицій з боргу на власний капітал. Окрім того, ЛАК пройшов шлях від позиції чистого боржника до позиції чистого кредитора стосовно до решти світу за борговими контрактами, він також став активніше використовувати іноземний фінансовий капітал, що призвело до зростання позиції чистого боржника в контрактах з розподілу ризиків (зокрема, ПШ) до інших країн світу. Це відображає двосторонній процес зовнішнього дегірінгу – скорочення частки позикових коштів, внаслідок чого зовнішній борг, в основному державного сектору, був скорочений або замінений боргом у національній валюті. Таким чином, вдалося значно зменшити сукупний ризик пролонгації боргу та уникнути загрози розгортання спіралі девальвації валютних курсів і відтоку капіталу [149;156;183]. На противагу цьому, знецінення валюти в даний час фактично виробляє додатковий капітал для країн [149].

Враховуючи принципово нову інституційну та політичну реконфігурацію, що призвела до покращення макрофінансової політики, знецінення валют ЛАК більше не сприймається як наслідок чи ознака фінансових труднощів та провісник кризи. Його, швидше за все, слід розглядати (принаймні для країн з режимом таргетування інфляції) як вигідну позицію для більш ефективного процесу макроекономічної стабілізації в умовах економічного спаду, викликаного несприятливими зовнішніми подіями.

У 2002-2003 рр. розпочався новий цикл припливу капіталу до країн ЛАК. Директивні органи вжили запобіжні заходи, спрямовані на обмеження припливу спекулятивного капіталу і пом'якшення можливих негативних наслідків, пов'язаних з його подальшим відтоком. Такі заходи включали накопичення міжнародних резервів, зниження процентного співвідношення зовнішнього державного боргу і ВВП, збільшення термінів погашення заборгованості, підвищення частки боргових зобов'язань в національній валюті, а також більш жорстке макропруденційне регулювання, спрямоване на усунення міжвалютних невідповідностей в рамках національної фінансової системи [343].

Вирішення стратегічного завдання забезпечення конкурентоспроможного обмінного курсу в часи надходження великого обсягу капіталу, було прийняте на користь інтервенцій з боку центрального банку на валютному ринку з метою недопущення підвищення курсу національної валюти за допомогою нарощування міжнародних резервів і проведення стерилізації, аби уникнути надмірного зростання ліквідності. Однак ці операції є достатньо дорогими для бюджету у разі, коли процентні виплати по облігаціях в країні набагато вищі, ніж процентні доходи по резервах. Такі складності макроекономічного управління свідчать про те, що більш ефективним підходом до управління потоками капіталу може стати прямий вплив на них на початковому етапі, ніж спроби пом'якшити їх наслідки для економіки. Контрциклічні і стимулюючі заходи в фінансово-бюджетній і кредитній сферах як і раніше мають важливе значення. Разом з тим, скорочення обсягу і пом'якшення негативних наслідків небажаних потоків капіталу дозволили удосконалити макроекономічне управління та створити необхідний простір для проведення політики стимулювання зростання.

Глобальна фінансова криза 2008 р. стала причиною несподіваного відтоку капіталу з латиноамериканських країн. Вони відреагували на глобальну фінансову кризу запровадженням контрциклічної бюджетної політики і грошової експансії, що дозволило стимулювати зростання їх економіки і підтримати сектори, найбільш схильні до зовнішніх негативних впливів. Використання міжнародних резервів дозволило запобігти надмірному знеціненню національної валюти і сприяло зниженню інфляційного тиску і захисту компаній від міжвалютних невідповідностей у їх балансах. Країни Латинської Америки також могли використовувати ці резерви для фінансування зростаючого дефіциту по рахунку поточних операцій, пов'язаного з проведенням стимулюючої політики, і для заходів у відповідь на різке скорочення зовнішнього попиту. Країни, які не мали значних резервів або не хотіли їх використовувати, вдалися до стандартних заходів реагування, таких як різке підвищення процентних ставок з метою припинення знецінення національної валюти і стримування інфляційного тиску, а також жорсткість фінансово-бюджетної політики на відновлення або збереження довіри ринку.

Відтік капіталу 2008 р. тривав недовго і змінився новим циклом великомасштабного припливу капіталу, рівень якого навіть перевищив докризовий (Бразилія, Аргентина, Чилі, Перу) [207]. І в даному випадку ситуація розвивалася нестандартно, оскільки зазвичай після «раптових зупинок» потоки капіталу в країни з ринковою економікою надовго повертаються назад [314]. Оскільки цей приплив знову спричинив тиск у бік підвищення курсу національних валют і вплинув на формування надмірної ліквідності, швидке зростання кредитів і формування «бульбашок» цін на активи, директивні органи ввели нові заходи контролю за рухом капіталу [115]. Хоча за формою і ступенем жорсткості ці заходи розрізнялися між країнами, вони переслідували спільну мету – обмеження припливу капіталу і нейтралізація його негативних макроекономічних наслідків. Вжиті заходи включали податки на деякі форми потоків капіталу, безпроцентні обов'язкові резерви, обмеження за обсягом різних типів потоків капіталу і операцій з деривативами, а також мінімальні терміни розміщення [282]. Країни регіону використовували також макропруденційне фінансове регулювання на внутрішньому ринку з метою впливу на потоки капіталу, в тому числі такі заходи, як: вимоги щодо

банківських резервів по коротким валютними позиціями (Бразилія), додаткові вимоги до капіталу, що стосуються відкритих кредитних позицій в іноземній валюті (Перу). Крім того, регулярні валютні інтервенції дозволили обмежити тиск на обмінний курс національних валют в бік його зміцнення. У бюджетній сфері Бразилія проводила політику бюджетного стимулювання економіки, не пом'якшуючи інфляційні наслідки припливу капіталу [207]. Уроки, які можна отримати з цього національного досвіду, полягають у тому, що управління рахунком операцій з капіталом повинно бути досить ефективним, всеосяжним і динамічним, аби завчасно усувати можливі прогалини, які інвестори швидко використовують для отримання вигоди.

Так, ґрунтуючись на результатах емпіричного аналізу, автори Б. Ейхенґрін та А. Роуз стверджують, що коригування заходів контролю у відповідь на події циклічного характеру здійснюється простіше в тому випадку, якщо країни вже ввели певні заходи контролю і мають необхідний пов'язаний з цим бюрократичний апарат [161]. Крім того, для того, щоб заходи контролю були ефективними, вони повинні поширюватися як на приплив, так і на відтік капіталу і мають проводити розмежування між різними групами фінансових суб'єктів з метою адресного впливу на конкретних інвесторів і на конкретні види потоків капіталу [177].

У період з травня 2013 р. по лютий 2014 р. потрясіння на міжнародних фінансових ринках двічі торкнулися країн з ринками, що формуються, після заяв (і потім – перших заходів), пов'язаних зі змінами в грошово-кредитній політиці США, що засвідчило уразливість країн регіону до несподіваної зміни напрямку руху капіталу¹. Масштаби впливу фінансових потрясінь на країни ЛАК значною мірою залежали від стану цих країн до кризи. Історично реверс вектора руху капіталів спричиняв більш істотний негативний вплив на ті країни, у яких вже були накопичені великі дефіцити за рахунком поточних операцій, оскільки вони були

¹ Заява ФРС у травні 2013 р. стосовно плану виходу з умов «кількісного пом'якшення» засвідчила про звуження нетрадиційної експансійної грошово-кредитної політики в країнах з розвинутою економікою та спровокувала реакцію ринків у бік зміни напрямку потоків капіталу, яку можна розділити на три етапи: на першому етапі, в травні та червні 2013 р., відбулось зниження валютного курсу, з одночасним підвищенням процентних ставок та збільшенням своп-спредів суверенного кредитного дефолту, які були подібними серед усіх країн з ринками, що формуються; на другому етапі, у другій половині 2013 р., важливу роль у визначенні поведінки інвесторів відіграли умови конкретних країн; і нарешті, на третьому етапі, на початку 2014 р., ключовими стали ідіосинкратичні фактори країн стосовно політичної та економічної уразливості, що відобразилось у відповідних коливаннях валютних курсів та цін на активи.

змушені без підготовки проводити рецесійну корекцію, за відсутності можливості фінансувати зовнішні дисбаланси. Ще одна відмінність потоків капіталу в період з 2003 р. полягає в тому, що в країнах ЛАК вони супроводжуються не утворенням великих дефіцитів за рахунком поточних операцій, а, ймовірно, накопиченням іноземних активів (тобто відтоком капіталів із цих країн), включаючи міжнародні резерви [66;67].

З метою зменшення боргового навантаження та зниження фінансової вразливості регіон змінив джерела фінансування зовнішнього дефіциту на користь прямих іноземних інвестицій, зовнішнього фінансування в національній валюті та грошових переказів [236].

Залучення прямих іноземних інвестицій сприяє фінансовій стабілізації та полегшує структурні перетворення, забезпечуючи стійке надходження іноземної валюти, не наражаючи економіку країни на небезпеку несподіваних коливань пропозиції грошової маси або обмінного курсу (недолік короткострокових потоків). На відміну від портфельних інвестицій, прямі іноземні інвестиції не створюють проблем у банківському секторі [111]. Пов'язані з прямими інвестиціями валютні надходження дозволяють фінансувати дефіцит платіжного балансу та/або збільшити обсяги грошової маси внаслідок монетизації валютних резервів. Наприклад, в Аргентині у 1991 р. прямі іноземні інвестиції практично повністю використовувались на покриття від'ємного сальдо поточного рахунку [312]. Конкретні механізми довгострокового впливу ПІ є досить різноманітними: збільшення інвестицій, трансфер технологій, підтримка конкуренції, зростання обсягів експорту, посилення зв'язку між експортоорієнтованим сектором та рештою економіки, стимулювання зайнятості. Варто зазначити, що близько 36 відсотків загального обсягу злиттів і поглинань у країнах Латинської Америки в 1990-х рр. можна віднести до приватизації, яка і формувала фактичний обсяг ПІ. У той же час, потоки ПІ, які на початку 1990-х рр. становили всього 0,8 відсотка ВВП, різко зросли протягом останніх десятиліть, досягши 4,2 відсотка ВВП в 1999 р., чистий приплив ПІ протягом 2000-2013 рр. склав 2,27 відсотка ВВП (рис.2.7).

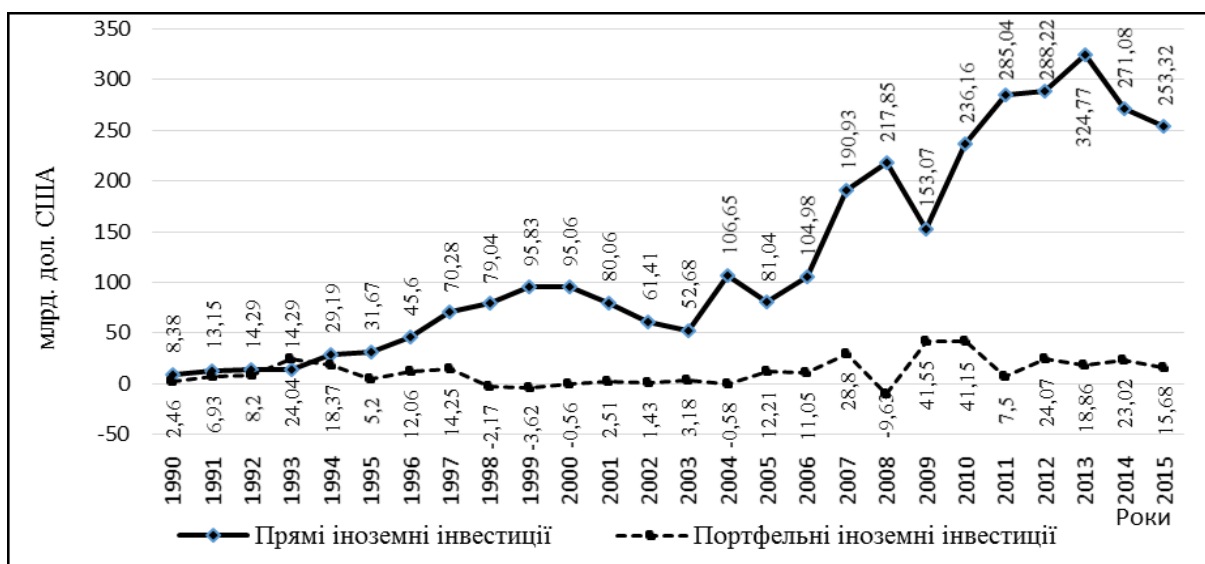


Рис. 2.7. Валові ПІІ та портфельні інвестиції в регіоні ЛАК, 1990-2015 рр.

Джерело: складено автором за даними [330;333].

Порівнюючи з іншими формами залучення іноземного капіталу (кредити та портфельні інвестиції), прямі інвестиції перекладають тягар ризику з національних на іноземних інвесторів. Загалом переважання в структурі припливу капіталу ПІІ засвідчує ефективність обраної стратегії запобігання короточасним спекулятивним потокам капіталу. Прямі іноземні інвестиції не лише безпосередньо збільшують виробничий потенціал, але й допомагають подоланню інвестиційної інерції.

У випадку надмірного припливу короточасних портфельних інвестицій одним з джерел такої інерції стають очікування майбутньої цінової і грошової нестабільності, які заохочують процеси доларизації. Потоки, що не належать до категорії ПІІ, характеризуються як «гарячі», або «небезпечні», гроші, оскільки вони є більш волатильними та залучаються на короткострокову перспективу. На противагу, ПІІ є більш стабільними – їх можна розглядати як «закріплені» інвестиції – менш волатильні та менш оборотні за часів кризи.

Протягом 2000-2013 рр. відбулось зростання грошових переказів до регіону, які становили близько 70 відсотків обсягу чистого припливу ПІІ. Протягом останніх десяти років чистий приплив грошових переказів склав 1,4 відсотка ВВП. Грошові перекази розглядаються як стабільне джерело фінансування, з невеликим ступенем волатильності та контрициклічним характером, та можуть розглядатися як надійний інструмент макроекономічної стабілізації. Однак існує велика неоднорідність в

різних країнах у питанні чутливості грошових переказів до коливань реального обсягу виробництва; деякі країни демонструють проциклічну, а не контрциклічну поведінку (рис. 2.8).

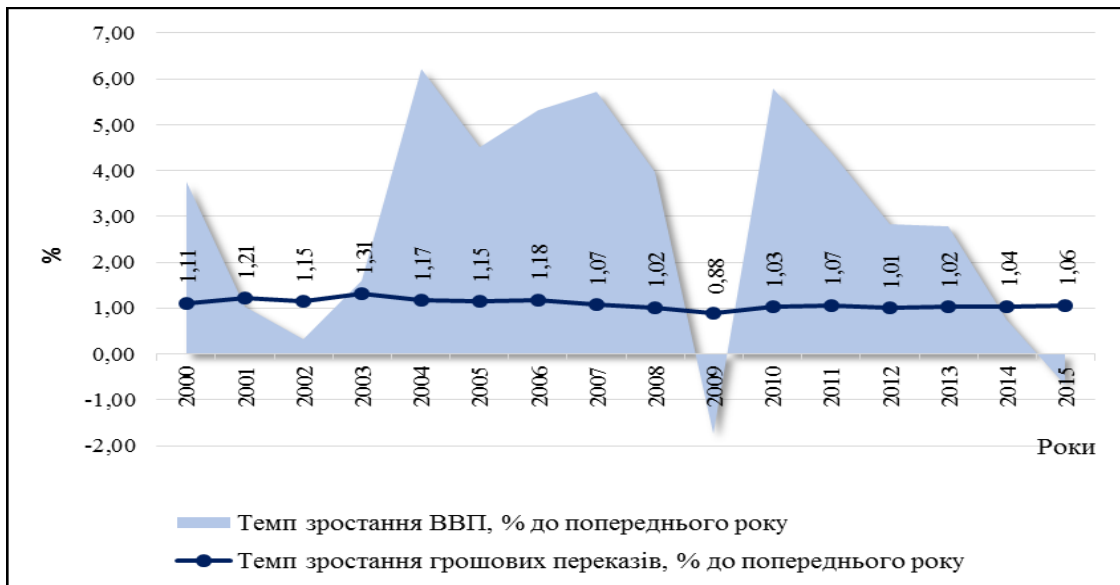


Рис. 2.8. Грошові перекази у регіоні ЛАК, 2000-2015 рр.

Джерело: складено автором за даними: [330;333].

Потоки, що не належать до категорії ПШ, можна порівняти на основі двох мір волатильності – стандартного відхилення та коефіцієнту варіації, як протягом усього періоду, так і окремо протягом фінансової кризи 2008-2009 рр. та часів рівномірного розвитку (дод. 3). Чистий приплив капіталу, що не є ПШ, є більш нестійким, ніж ПШ в період стабільності (більш ніж у 6 разів) і ще більш нестійким під час кризи (більш ніж у 26 разів).

У нових глобалізаційних умовах, аби зменшити вразливість фінансово-банківського сектора, забезпечити внутрішню і зовнішню рівновагу та зберегти макрофінансову стабільність високодоларизованої економіки, країни ЛАК взяли на озброєння три ефективні стратегії: управління валютним курсом, накопичення міжнародних резервів та вдосконалення методів управління боргом.

Зі збільшенням інтеграції світової торгівлі і ринків капіталу стало важче ухвалювати рішення про вибір оптимального режиму валютного курсу, який би повною мірою відповідав сучасним реаліям і забезпечував прискорення економічного розвитку країни.

У контексті великомасштабних потоків капіталу міжнародні фінансові організації пропонували країнам ввести або повністю фіксований, або повністю гнучкий режим обмінного курсу – так звані «межові рішення», що, як передбачалося, повинно було забезпечити протидію спекулятивним атакам на національну валюту. Згідно з гіпотезою «спустошення середини», в умовах високої мобільності капіталу проміжні режими валютного курсу залишаються внутрішньо конфліктними, тому дієздатними є або фіксований, або плаваючий курси [162; 281].

Режим валютного курсу має корелювати із загальним стратегічним вектором грошово-кредитної політики, спрямованої на внутрішню рівновагу (стабілізація цін, темп економічного зростання, рівня зайнятості) або зовнішню рівновагу (валютний курс, сальдо платіжного балансу). За Статутом МВФ країни мають право обирати будь-який режим валютного курсу.

Плаваючий валютний курс забезпечує пристосування національної економіки (корекція відносних цін національного експорту та імпорту, а також сальдо платіжного балансу) до змін зовнішньої ринкової кон'юнктури. Основними аргументами на користь встановлення режиму плаваючих обмінних курсів є автоматичне вирівнювання платіжних балансів та ринкове встановлення курсів валют. В умовах наростаючої фінансової лібералізації різні форми фіксованого режиму обмінного курсу не можуть розглядатися як ефективний спосіб досягнення валютної стабільності у довгостроковій перспективі. Глобалізація фінансових ринків сприяє здешевленню операцій, що обслуговують транскордонне переміщення капіталу, у тому числі з метою отримання спекулятивної вигоди [209]. У цьому сенсі однією із ключових переваг політики вільного плавання вважається здатність абсорбувати зовнішні шоки, стабілізуючи стан реального сектору [159]. Проте на практиці плаваючі валютні курси призвели до асиметричних ефектів, створивши загрозу стабільності.

Після криз кінця 1990-х і початку 2000-х рр. була втрачена довіра в здатність ринкових механізмів регулювати великі і волатильні потоки капіталу. Коли у 2003 і 2008 рр. почалася нова хвиля припливу капіталів, директивні органи латиноамериканських країн застосували більш практичний підхід до управління

системою обмінного курсу і в більшості випадків ввели режим «керованого плавання» з метою недопущення надмірної волатильності і курсових перекосів.

Такі дії відображають прагматичні та гнучкі підходи до політики валютного курсу, в рамках яких уникались «межові рішення», і перевага віддавалась проміжним режимам. Завдяки цьому була отримана більша свобода маневрування для вирішення проблем фінансової кризи та проведення контрциклічної політики в умовах глобальної рецесії.

Отже, існують причини, через які центральні банки, навіть ті, які офіційно підтримують режим вільного плавання, вдаються до систематичних інтервенцій; іншими словами «фактично дрейфують від вільного плавання до керованого» [42]. Серед таких факторів аналітики й експерти називають: необхідність убезпечити національну валюту від зайвої волатильності в умовах доларизації боргу приватного сектору (у такій ситуації девальвація національної валюти призведе не до пом'якшення грошової політики і, відповідно, не до стимулювання економіки, а до зниження чистої вартості компаній, що загрожує проблемами при отриманні іноземного фінансування, скороченням попиту); потреба накопичити резерви до рівня, достатнього для нівелювання наслідків можливої спекулятивної чи панічної атаки на національну валюту; необхідність попередити надмірне зміцнення національної валюти і підтримати конкурентоспроможність національних товаровиробників; можливість використати інтервенції як додатковий інструмент грошової політики – не замість, а разом із процентною ставкою (наприклад, у разі експансійної грошової політики).

Наскільки чітко та однозначно обраний та задекларований країнами режим валютного курсу відповідає курсовій політиці, яку проводять монетарні органи, та в якій мірі вільне плавання є керованим, може свідчити динаміка валютних резервів.

В цьому контексті, досліджуючи зв'язок динаміки валютних курсів і міжнародних резервів, і маючи на меті показати різницю між номінальним і фактичним режимами, Е. Леві-Сйяті і Ф. Штурценеггер використали модель з трьома змінними – волатильністю номінального валютного курсу, волатильністю швидкості зміни номінального валютного курсу та волатильністю міжнародних

резервів країни² [241]. У результаті емпіричного дослідження ученими була проведена кластеризація країн за відмінною від МВФ класифікацією режимів валютного курсу – фіксований курс (Аргентина), повзуча прив'язка, «брудне» плавання (Бразилія), гнучкий валютний курс (Чилі, Мексика) і невизначений курс (Багами, Беліз), доводячи гіпотезу «страху перед плаванням» [114; 241]. Класифікація фактичних режимів обмінного курсу та цільових орієнтирів монетарної політики в країнах Латинської Америки станом на 2014 рік наведена у додатку И.1.

Ще у 1980-х рр. експерти МВФ дійшли згоди, що «тривалі та значні інтервенції на валютному ринку, які здійснюються в одному напрямку» можуть бути свідченням того, що країна маніпулює обмінним курсом своєї валюти [209]. Чим активніше той чи інший центральний банк маніпулює своїми резервами, тим активніше він впливає на курс національної валюти. У періоди спекулятивних атак, значного припливу капіталу чи завдяки активному торговельному сальдо, коли до країни надходять значні обсяги іноземної валюти, а укріплення національної грошової одиниці негативно впливає на вітчизняного товаровиробника, монетарна влада охоче застосовує валютні інтервенції, нарощуючи резерви [113]. Таким чином, намагання стабілізувати коливання валютного курсу супроводжується зміною обсягів зовнішніх активів, оскільки вони знижуються при девальвації та збільшуються при ревальвації.

У свою чергу, К.Рейнхарт, К. Рогофф і М.Савастано, а також П. Гоноген та А. Ші наголошують на тому, що чим вищою є доларизація (особливо доларизація пасивів), тим більша необхідність контролювати валютний курс з метою підтримання цінової стабільності [204; 297]. З цього можна зробити висновки, що рівень доларизації залишається суттєвим фактором намагань обмежувати коливання валютного курсу з міркувань контролю за інфляцією. Отже, значення інфляційної історії країни та довіри до її монетарної влади в світлі проблеми доларизації фінансових трансакцій буде результувати у ситуації, коли послаблення

² Волатильність номінального валютного курсу визначалася як середній щомісячний темп зміни номінального валютного курсу протягом календарного року, волатильність швидкості зміни номінального валютного курсу обчислювалася як стандартне відхилення щомісячного темпу змін номінального валютного курсу, а волатильність міжнародних резервів країни розраховувалася як середнє значення відношення щомісячної зміни чистих міжнародних резервів у доларах США до величини грошової бази за попередній місяць у доларах США.

зв'язку між змінами валютного курсу та інфляцією буде синхронізуватись із зниженням інфляції [28].

У сучасних умовах оголошені плаваючі режими валютних курсів у багатьох випадках не дотримуються, оскільки мають набагато вищий ступінь волатильності процентних ставок і валютних резервів: реакція на зовнішні шоки має характер зниження резервів і підвищення процентних ставок.

Методологічно важливо враховувати те, що політика вільного плавання є важливим, однак не визначальним чинником абсорбції зовнішніх шоків. Дослідження ефектів курсової політики на валютну волатильність і глибину падіння виробництва у період кризи 2008-2009 рр. дала принципово новий результат: тип курсової політики не є суттєвим фактором стабілізації ані валютного курсу, ані промислового виробництва [3;42]. Не знайшла свого підтвердження і гіпотеза про те, що вільне плавання дозволяє абсорбувати зовнішні шоки, захищаючи реальний сектор. Отже, плаваючі курси оголошуються з міркувань підвищення автономії монетарної політики від екзогенних факторів (тобто монетарна політика повинна більшою мірою реагувати на внутрішню рівновагу), але не підтримуються повною мірою внаслідок ефекту «страху перед плаванням». Ситуація коригується з використанням стерилізованих інтервенцій, які дозволяють узгодити обидва режими монетарної політики, але підвищують невпевненість економічних агентів щодо майбутнього характеру реакцій органів грошової влади на внутрішню інфляцію, ВВП-розрив та валютний курс, а інфляційні очікування в свою чергу заохочують до доларизації.

Протягом першого десятиліття XXI ст. латиноамериканські країни накопичували значні валютні резерви, здійснюючи інтервенції на валютному ринку, щоб не допустити підвищення валютного курсу в результаті припливу капіталів, впроваджуючи стратегії «самострахування» від ризику раптового припинення цих потоків та криз ліквідності.

За ортодоксальними економічними концепціями, наявність золотого-валютних резервів та їх розмір свідчать про стійкість фінансового становища країни та рівень її міжнародної валютної ліквідності. Адже з позиції міжнародної методики, золотовалютні резерви – одна із категорій фінансових активів держави, одне з

джерел погашення зовнішнього боргу, а в критичних ситуаціях – джерело покриття дефіциту торгового чи платіжного балансу. Водночас, золотовалютні резерви використовуються центральними банками країн на підтримку обмінного курсу національної валюти і, тим самим, для зміцнення статусу країни на міжнародному ринку. Як показує світовий досвід, найбільшими запасами вільно конвертованої валюти володіють країни, які мають значні доходи від експорту товарів і послуг, туризму, інвестиційної діяльності за кордоном, а також ті, що змогли створити ефективні механізми щодо акумулювання і раціонального використання валютних надходжень.

Як відомо, золотовалютні резерви як високоліквідні фінансові активи органів грошово-кредитного регулювання складаються із монетарного золота, спеціальних прав запозичення (СПЗ), резервної позиції в Міжнародному валютному фонді, активів в іноземній валюті (зокрема, готівки, банківських депозитів в банках-нерезидентах з рейтингом не нижче А (за класифікацією «Fitch IBCA» і «Standart and Poor's») чи А2 (за класифікацією «Moody's»)) і державних цінних паперів, випущених нерезидентами, які мають аналогічний рейтинг) та інших резервних активів (наприклад, кошти зворотніх РЕПО за операціями з нерезидентами) [34]. На даний час в світі домінують чотири валюти, що репрезентують «старі гравітаційні центри» і мають неофіційний статус резервних: долар США, євро, англійський фунт стерлінгів, японська єна. Наразі, на базі п'яти валют формується курс СПЗ – у них здійснюється понад 80% розрахунків у міжнародній торгівлі, номінується близько 95% офіційних резервів і світових фінансових активів. Склад кошика валют СПЗ на період 2016-2020 рр. визначено так: долар – 41,73%, євро – 30,93 %, юань – 10,92%, єна – 8,33%, фунт стерлінгів – 8,09% [337].

В економічній літературі існує значна кількість критеріїв визначення необхідного обсягу золотовалютних резервів держави, а саме: критерії Я. Редді, П. Гвідотті, А. Грінспена. Сутність критерію Редді полягає в тому, що при визначенні рівня достатності міжнародних валютних резервів до уваги береться сума платежів за імпорт і витрати на обслуговування зовнішнього боргу (строк – один рік) [296]. Правило Гвідотті передбачає, що обсяг резервів достатній, якщо він надає можливість країні уникнути зовнішніх запозичень протягом одного року [185;221].

Дослідження американських економістів М. Бюссерата, М. Мюльдера, які застосували правило Гвідотті для статистичних даних, свідчать про його ефективність. Встановлено, що розрахований показник є однією з небагатьох ключових змінних, які здатні передбачити фінансову кризу: «висока ліквідність (представлена як рівень резервів до короткострокового боргу) може компенсувати слабкі фундаментальні макроекономічні чинники (такі як дефіцит поточного рахунку платіжного балансу та зміцнення реального валютного курсу) і обмежити вразливість країни в період розгортання кризи» [185]. Обсяг резервів має бути достатнім для попередження різких девальвацій і ревальвацій національної валюти. Для цього резерви повинні перевищувати грошову базу в широкому визначенні. За критерієм Грінспена, золотовалютні резерви повинні перевищувати суму офіційного та офіційно гарантованого урядом короткострокового зовнішнього боргу [185].

Резерви країн регіону представлені переважно державними облігаціями, випущеними чотирма найбільшими зонами резервних валют (США, зона євро, Японія, Великобританія). У період 2000-2007 рр. на частку накопичених резервів припадала приблизно половина сукупного збільшення зовнішніх активів країн ЛАК (дод. И.2).

Слід відмітити ще один позитивний аспект в управлінні резервами та боргом, який успішно застосовувався монетарною владою в регіоні, а саме, співмірність (відповідність) валютної структури резервів та боргу. Оцінку рівня достатності міжнародних резервів центральних банків у країнах Латинської Америки проводять в основному за допомогою трьох груп показників: 1) амортизація і структура зовнішнього боргу; 2) поточні зовнішні зобов'язання (оплата імпорту та виплати по короткостроковим суверенним цінним паперам); 3) додаткові показники (наприклад, грошові агрегати). Так, розміщуючи свої резервні активи, Центральний банк Бразилії виходить з валютної композиції суверенних зовнішніх зобов'язань (на сьогоднішній день майже 90% з них номіновано в доларах США; по 4% – в євро і бразильських реалах; 1,3% – в єнах та 1,4% – в СПЗ). Окрім того, Центральний банк Бразилії повинен підтримувати міжнародні резерви в обсязі платежів з імпорту за чотири місяці. У щорічній Програмі монетарної політики

Банк Республіки Колумбії задає критерії адміністрування зовнішнього боргу – незнижуваний залишок міжнародних резервів для поточних виплат по ньому, співвідношення резервних валют визначається як плаваюча середня валютної структури дефіцитів і профіцитів торгового балансу за три роки за допомогою побудови оптимізаційних моделей. Центральний Банк Чилі використовує в підрахунках оптимального співвідношення резервних активів структуру зовнішнього боргу країни. Враховуються виплати, які плануються на плановий рік, дефіцит (чи профіцит) зовнішньоторгового балансу, а також використовуються математичні оптимізаційні моделі [29]. Додатковою специфічною компонентою міжнародних резервів центральних банків цих країн стали комбіновані фінансові інструменти, номіновані в національних валютах та індексовані по курсам іноземних валют, або виражені в іноземній валюті з розрахунками в національній.

Залежно від вибору інструментарію управління міжнародними резервами країни регіону можна об'єднати в дві групи: країни з режимом гнучкого валютного курсу (Бразилія, Колумбія, Чилі) і країни з керованим курсоутворенням (Аргентина, Колумбія і Перу). Для перших – інструменти використання міжнародних резервів похідні від параметрів попиту і пропозиції на внутрішньому валютному ринку, що задаються зовнішнім сектором і транскордонними переміщеннями капіталу, для других – інструмент забезпечення функції контролю за грошовою масою, значна частина якої номінована в іноземній валюті.

Латиноамериканські країни, залишаючись високо доларизованими з огляду на тривалий досвід гіперінфляції та незважаючи на покращення інфляційної ситуації, змушені враховувати доларизовану компоненту в складі грошової бази при визначенні оптимального рівня міжнародних резервів [63]. Відплив доларизованих активів та іноземної валюти спричиняє більш значний вплив на валютний курс, може призвести до його обвалу або краху та дестабілізувати ситуацію на фінансовому ринку. Адекватний обсяг накопичених валютних резервів, залишаючись засобом хеджування девальвації валютного курсу, має бути співрозмірним з обсягом очікуваного відтоку доларизованих депозитів та засобів погашення короткострокового боргу [119;221;346].

При зміні умов торгівлі (у разі зміни сальдо експорту та імпорту) та транскордонному переміщенні спекулятивного капіталу, негативні зовнішні шоки абсорбуються за допомогою валютних резервів, амортизуючи вплив шоку на волатильність реального обмінного курсу чи наслідків від значних змін курсу на реальний ВВП [64]. Тому в нових глобальних умовах волатильність потоків капіталу коригується валютними резервами, а не обмінним курсом [230].

При погіршенні зовнішніх умов під час глобальної фінансової кризи центральні банки ЛА5 почали використовувати значні обсяги накопичених резервів для згладжування зниження курсів національних валют. Деякі центральні банки продали значні суми іноземної валюти. Так, Бразилія і Мексика продали майже 10 % своїх міжнародних резервів, допустивши найбільшу девальвацію валюти – майже на 30 % у період з серпня 2008 р. по лютий 2009 р. [325;327] У цих двох країнах до побоювань стосовно коротких доларових позицій великих корпорацій додалась ще й мотивація до запобігання раптового та значного знецінення національної валюти. Банк Мексики використовував три канали для продажу іноземної валюти: позачергові аукціони у жовтні 2008 р. (близько 35% загального обсягу продажів), щоденні аукціони з та без мінімальної ціни (60%) та прямі продажі (5%) [327]. Чилі, починаючи з квітня 2008 р. припинила купівлю доларів, обсяг яких сягав щоденно 50 мільйонів [336]. Колумбія також припинила щоденні валютні інтервенції з метою накопичення міжнародних резервів і, водночас, припинила продаж іноземної валюти у зв'язку з девальвацією песо [329]. Незважаючи на значні коливання валютних курсів, інфляція залишалася стабільною, оскільки існували припущення, що грошово-кредитна політика встановила номінальний якор і знизила передавальний ефект валютного курсу.

Аби згладити тренд девальвації в умовах все ще високої фінансової доларизації, центральний банк Перу за кілька місяців витратив близько 20% своїх міжнародних резервів, дозволивши своїй валюті девальвувати всього на 11%. Чилі та Колумбія продемонстрували обернену стратегію, допустивши більш значну, порівняно з Перу, девальвацію своїх валют і продали менший запас міжнародних резервів [328;329;336].

Іншим спонукальним мотивом затребуваності акумуляції резервів, як інструмента підвищення внутрішньої та глобальної макрофінансової стабільності,

стала необхідність позиціонування країни як платоспроможного позичальника, оскільки значні авуари міжнародних резервів є складовою рейтингової оцінки суверенного боргу, можливостей доступу до ринків капіталу, доходності фінансових інструментів на міжнародних ринках (спредів суверенних облігацій), до іноземних запозичень, привабливості для приватних інвесторів.

З огляду на доступ країн ЛА до міжнародних ринків капіталу слід провести аналітичне розмежування країн регіону (ЛА7) на два кластери: країни, що мають повний, та країни, що мають обмежений доступ до міжнародних ринків капіталу та багатостороннього фінансування. Перша група складається з Бразилії, Чилі, Колумбії, Мексики і Перу (ЛА5). До другої групи входять Аргентина і Венесуела.

Основою для оцінки міжнародної ліквідної позиції слугує показник міжнародної ліквідності (International Liquidity Ratio – ILR), що визначається як відношення короткострокових боргових зобов'язань державного сектора (як внутрішні, так і зовнішні зобов'язання) і короткострокових зовнішніх боргових зобов'язань корпоративного нефінансового приватного сектора [86]. Показник менше одиниці говорить про сильну міжнародну ліквідну позицію, коли країна здатна погасити заборгованість у наступному році. ILR вище одиниці вказує на слабкий міжнародний стан ліквідності із занадто малими обсягами резервів для погашення боргових зобов'язань. Група ЛА5 з повним доступом до міжнародних фінансових ринків та багатостороннього фінансування мають показник нижче 1, а, отже, мають сильну ліквідну позицію (за винятком Бразилії з ILR = 1,1). Група країн з обмеженим доступом до міжнародних фінансових ринків має ILR значно вище критичного рівня 1, демонструючи слабку ліквідну позицію (дод. К).

Більш високий ступінь резистентності країн ЛАК до впливу несприятливих фінансових подій пояснюється також їх більш низькими, ніж у минулому, рівнями зовнішнього боргу та його більш сприятливою валютної структурою та структурою за суб'єктивним складом (дод. Л). Зовнішній борг регіону скоротився із середнього рівня в 28,6 відсотка від ВВП в 1998-2002 рр. до 5,7 відсотка у 2008 р. Хоча ця тенденція до зниження була перервана в 2008 р., коли рахунок поточних операцій регіону перестав зводитися з профіцитом, рівень боргу у 2014 р. все ще був низьким за історичними мірками – усього 8 відсотків.

Оскільки низькі коефіцієнти заборгованості підвищують вірогідність того, що країна має змогу погасити свою заборгованість вчасно, вони дозволяли більшості латиноамериканських країн користуватися надзвичайно широким доступом до зовнішнього фінансування. З середини 2000-х рр. реальні (з урахуванням інфляції) процентні ставки за зовнішніми позиками країн Латинської Америки повернулися на низькі рівні, які не спостерігалися в цьому регіоні з другої половини 1970-х років.

Слід підкреслити, що вплив зовнішнього боргу на економіку залежав багато в чому від того, хто одержував дохід від експорту – держава або приватний сектор. Зосередженість основних експортних галузей у руках держави передбачає, що держава може одночасно скоротити бюджетний дефіцит і здійснювати платежі за зовнішнім боргом за рахунок заходів зі збільшення експортних доходів (наприклад, шляхом девальвації), а стабільність державних фінансів залежить від попиту на міжнародному товарному ринку. У таких країнах як Мексика, Чилі, Болівія та Венесуела, в якій держава контролювала основні експортні ресурси, існувала пряма залежність між здатністю економіки країни обслуговувати зовнішній борг і можливістю держави покривати державні витрати: збільшення експорту призводило одночасно до поліпшення платіжного балансу і скорочення бюджетного дефіциту. У свою чергу, збільшення бюджетного дефіциту було пов'язано з падінням відносних цін експорту (нафти – в Мексиці, Болівії, Венесуелі, міді – в Чилі) (рис.2.9).



Рис. 2.9. Співвідношення зовнішнього боргу, експорту та міжнародних резервів регіону ЛАК

Джерело: складено автором за даними: [337; 338].

Для країн, в яких основна частина експортних ресурсів була зосереджена в руках приватного сектора (Аргентина, Бразилія та багато інших країн Південної та Центральної Америки), збільшення експортних доходів не обов'язково відображалось на стані державних фінансів: дефіцит валютних коштів у держави співіснував з надлишком валютних ресурсів у приватного сектора. За цих обставин уряд змушений купувати валютні ресурси проінфляційними способами: шляхом випуску цінних паперів або грошової емісії. Відмінності в характері власності на основні експортні ресурси зумовили й відмінності в інфляційному ефекті кризи – для країн цієї групи криза зовнішнього боргу супроводжувалася вищими рівнями інфляції.

Валютна структура боргу з 2000 р. зберігає стабільні пропорції, у яких переважає заборгованість у доларах США з часткою 75%, що свідчить про незначну диверсифікацію запозичень, а також про залежність від курсових коливань пари національної валюти та долара США [330]. Доларизація економіки підсилюється додатковим попитом держави на валюту, яка необхідна для обслуговування боргових зобов'язань. У разі девальвації, ризик настання якої пришвидшує і підсилює заміщення валюти та активів, спостерігається подорожчання обслуговування зовнішнього боргу, знецінення національної валюти, зростання загальної суми боргових зобов'язань, таким чином, настає дестабілізація економічної ситуації та посилення боргового навантаження через потребу додаткового залучення кредитних ресурсів (рис. 2.10).

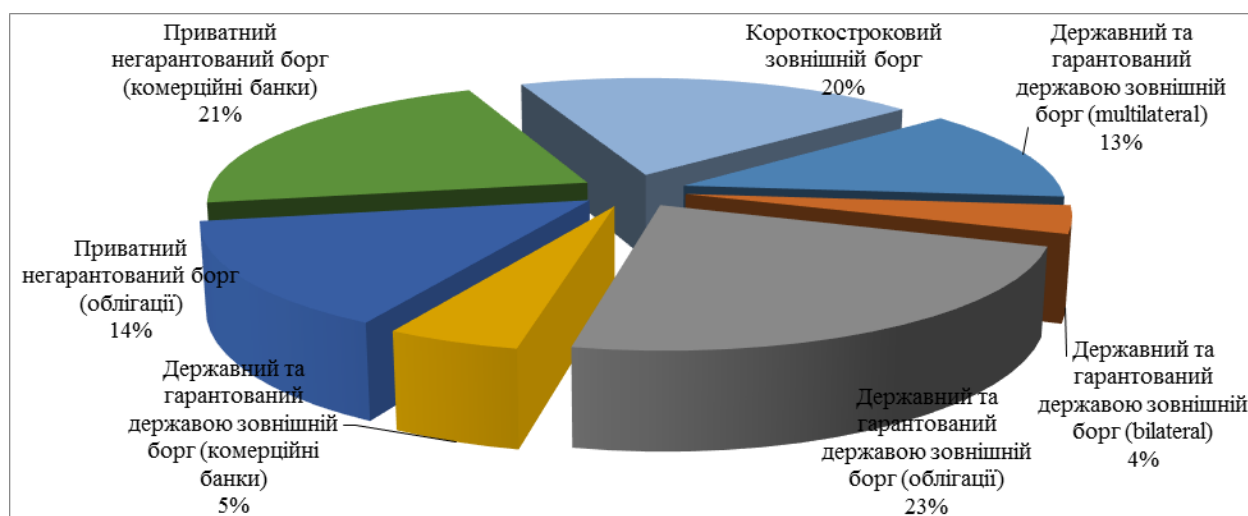


Рис. 2.10. Структура зовнішнього боргу регіону ЛАК за суб'єктним складом, 2014 р.
Джерело: складено автором за даними: [338].

Співробітництво та допомога міжнародних фінансових інституцій не передбачає застосування національних валют латиноамериканських країн, і це призводить до доларизації суверенних боргів [4]. Міжнародні кредитні лінії номіновані в доларах США та євро, оскільки саме ці валюти мають статус резервних валют та задіяні в міжнародних трансакціях і виконують роль платіжного інструментарію. Окрім того, для розрахунків за кредитами фонду застосовуються спеціальні права запозичення. У випадку девальвації, ризик настання якої пришвидшує та підсилює заміщення валюти і активів, спостерігається знецінення національної валюти, подорожчання обслуговування зовнішнього боргу, зростання загальної суми боргових зобов'язань, що призводить до дестабілізації економічної ситуації та посилення боргового навантаження через потребу додаткового залучення кредитних ресурсів.

Країни ЛАК змінили вектор зовнішніх запозичень у бік внутрішньо-регіонального кредитора – Латиноамериканського резервного фонду (ЛАРФ), який вже більше трьох десятиліть активно надає державам-членам кошти на фінансування платіжного балансу. Використання регіонального механізму дозволяє впоратися з дезорганізацією внутрішньорегіональних торгових та інвестиційних потоків, що виникла через проблеми в малих країнах, і тим самим зберегти загальну стабільність в регіоні. ЛАРФ має більш високий рейтинг у порівнянні з окремими членами, що дозволяє залучати позикові кошти на фінансових ринках за нижчою ціною і перенаправляти ці ресурси відповідно до регіональних пріоритетів.

Серед головних цілей Фонду варто виокремити надання фінансової підтримки платіжного балансу країн-членів, поліпшення умов для резервних інвестицій, допомога в гармонізації грошово-кредитної і фінансової політики, кредитування на підтримку ліквідності та казначейські позики (дод. М) [331]. Ідея, що латиноамериканські резерви можуть бути об'єднані в рамках регіонального органу, такого як ЛАРФ, і використані для співстрахування проти раптових зупинок, є досить привабливою. Об'єднання може бути використано для зниження реальної ресурсної вартості накопичення резервів (дод. М) [163].

Доларизація боргу у ЛА5 країн значно зменшилася – в середньому з 54% від загального обсягу боргу у 2001 р. до 34% у 2014 р. (додатки Н.1 та Н.2). Даний

фактор робить баланси більш стійкими до різкої девальвації валютного курсу [335].

Тривала доларизація пояснюється розміром суверенного ризику. Економіки, які ще не досягли належного інвестиційного рівня розвитку, мають вищі ризики суверенного дефолту, аніж ті, що мають високий інвестиційний клас. Таким чином, міжнародні агенції та інвестори розглядають інвестиційно розвинену економіку як таку, що забезпечує привабливе та безпечне інвестування, виконує фінансові зобов'язання, заохочуючи купівлю активів у національній валюті і стимулює зниження доларизації.

Латиноамериканська складова індексу облігацій JPMorgan EMBIG («Emerging Markets Bond Index Monitor») розширилась у 2014 р., оскільки інвестори відреагували на зростаючу стурбованість щодо нерівномірно слабкого зростання світової економіки, падіння цін на сировинні товари, особливо ціни на нафту, і зміцнення долара США [334].

Протягом 2002-2014 рр. продовжувався висхідний тренд кредитних рейтингів. Наразі чотири країни регіону – Бразилія, Колумбія, Панама, Уругвай, мають рейтинг ВВВ регіону ЛАК. Лише три країни регіону – Болівія, Ямайка і Парагвай – на даний час утримують позитивний рейтинг за оцінками одного або більше з трьох основних рейтингових агенцій (Moody's, S&P's та Fitch) та п'ять країн – Аргентина, Багамські Острови, Барбадос, Бразилія та Венесуела – негативний прогноз кредитного рейтингу (дод. П).

Високі рівні боргу окремих країн та високі рівні EMBIG вказують на поділ країн Латинської Америки на дві групи: платоспроможні країни, що сприймаються інвесторами як низько ризикові, та країни з високими EMBIG, які сприймаються як високоризикові. Даний аспект також вказує на високий ступінь неоднорідності регіону. Чилі – країна з найвищим інвестиційним рівнем в регіоні – мала найнижчі спреди в композиції EMBIG у 2014 р.: 169 б.п., однак, перспективи розвитку економіки залишаються сумнівними з огляду на знижувальний тиск на ціни на мідь і очікування зниження темпів зростання в Китаї. Спреди Перу становили 182 б.п. – інфляція все ще вище цільового діапазону 1-3% (3,2% у грудні 2014 р.). Колумбійські спреди склали 196 б.п. – інвестори визнають потенційні ризики від

зниження цін на нафту для економіки Колумбії. Залишаються в числі країн з найвищими та найбільш нестабільними спредами Аргентина, Еквадор та Венесуела (719, 883 і 2457 б.п., відповідно) [334;335].

Хоча латиноамериканські корпорації домоглися великих успіхів у стратегіях ринкового фінансування, ризики все ще достатньо високі та несуть за собою більш високу ймовірність дефолту. За даними JP Morgan, корпоративний сектор Латинської Америки дістав найвищі доходи серед інших країн з ринками, що формуються, однак регіон є все ще більш чутливим до волатильності казначейства США і загальних настроїв на глобальній арені. Регіон схильний до ризику зміни процентних ставок і відтоку з ринку з високою дохідністю (велика кількість кредитів ЛАК утримуються високоприбутковими інвесторами). В результаті підвищення валютного ризику і уповільнення зростання, корпоративні спреди країн ЛАК стали меншими за спреди високоприбуткового корпоративного сектору США. Бразильські компанії «OХG», «Grupo Rede» і «Luratech» в енергетичному секторі, а також будівельний сектор Мексики слугують яскравими прикладами позичальників, які не погасили свої зобов'язання в минулому році.

У Мексиці на даний час майже 40% державних облігацій у національній валюті знаходяться у володінні нерезидентів, у порівнянні з 20% у 2010 р. Іноземці також придбали великі обсяги внутрішніх облігацій Колумбії, які демонстрували зростання глобальних контрольних індексів, використовуючи сприятливу кон'юнктуру на цих ринках [60].

У 2014 р. корпоративний сектор (у тому числі корпорації, банки, квазі-суверенні інституції та наднаціональні установи) склав 74% загального обсягу випуску облігацій країнами ЛАК. Квазі-суверенні та наднаціональні емітенти склали 46% загального корпоративного випуску ЛАК, на банки та корпорації припало 54% емісії (додатки Р.1 та Р.2). Валютна структура міжнародного випуску боргових зобов'язань в регіоні протягом 2014 р. представлена у додатку Р.3. Враховуючи велику частку іноземних авуарів на ринках облігацій країн Латинської Америки, пріоритетним постає завдання створення глибоких ринків з диверсифікованою базою інвесторів і диверсифікації боргових інструментів, номінованих у національній валюті.

Емісія боргових зобов'язань країн ЛАК на міжнародних ринках облігацій мала переважно корпоративний характер. За останні роки латиноамериканські компанії скористалися сприятливими ринковими умовами для випуску значного обсягу облігацій в іноземній валюті. Хоча деякі з цих облігацій замінили собою банківські позики, загальна корпоративна заборгованість у регіоні збільшилася [88]. Компанії, що мають особливо великий борг, отримують менші доходи, завдяки слабкому економічному зростанню. У випадку фінансового тиску через зміцнення долара США може різко збільшитися борговий тягар корпорацій. Офіційні органи країн також відзначають, що компанії, як правило, захищають себе від коливань валютного курсу за рахунок володіння номінованими в доларах активами, фінансового хеджування або одержання доходу в іноземній валюті. Країни з відкритими ринками капіталу (коли інвестори можуть майже без обмежень переміщати фінансові кошти і в країну, і за її межі) не можуть бути повністю застраховані від епізодичних масштабних відтоків капіталу, як це сталося під час «істерики з приводу скорочення програми» в середині 2013 року, коли Федеральна резервна система США дала зрозуміти, що розглядає можливість поступового згортання своєї широкомасштабної програми купівлі облігацій [209]. Інвестори занепокоїлися, що завершення програми призведе до підвищення процентних ставок у США і зробить інвестиції в країни з ринком, що формується менш привабливими. Інколи буває легше подолати періодичні складнощі, пов'язані з відтоком капіталу, коли гнучкі валютні курси сприяють проведенню коригування. Для цього потрібно, щоб внутрішні баланси були досить міцними і могли витримати зниження курсу національної валюти. Зусилля директивних органів спрямовуються на утримання ситуації під контролем, не допускаючи надмірного накопичення відкритих валютних позицій приватними компаніями, а отже завдання дедоларизації боргу задля підтримання стабільності залишається актуальним.

Останнім часом з'явилися нові інструменти ЛАК для подолання доларизації. Концепція «первородного гріха» робить акцент на перешкодах на шляху країн з ринками, що формуються, випускати державні цінні папери в національній валюті, чия дохідність негативно коваріює з внутрішніми економічними умовами. Малим економікам важко або навіть неможливо випускати в значній кількості інструменти

з більш придатними циклічними властивостями [164;347]. Країни ЛАК мають труднощі в емісії індексованих за ІСЦ облігацій у національній валюті, які б захистили економіку від погіршення умов торгівлі, а інвесторів – від інфляційних втрат. Невипадково цю проблему важко подолати в малих економіках: попит і пропозиція на ринку мають досягти мінімального ефекту масштабу для того, щоб підтримувати значний обсяг трансакцій, адже невелика кількість інвесторів та угод унеможлиблює купівлю та продаж без коливання цін (спреди бід-аск, як правило, непомірно високі на малих ринках). Р. Шиллер показав, що ринки з будь-якою кількістю інноваційних фінансових активів розвивались лише за умов державного втручання [313].

У контексті ЛАК заходи зі стимулювання ринків включають ІСЦ-індексовані облігації в національній валюті, виплати по яких не зростають, коли умови торгівлі погіршуються. Вони включають в себе ІСЦ-індексовані облігації, платежі по яким зростають при збільшенні національного доходу (наприклад, облігації Чилі, індексовані за ціною міді) [95;109;164].

Ці інструменти мають бути привабливими для інвесторів, за умов, що ринки є достатньо ліквідними. ІСЦ-індексовані облігації забезпечують захист від інфляції; в цьому відношенні вони мають ті самі привабливі характеристики, що і деноміновані в іноземній валюті облігації. Оскільки національні темпи зростання недостатньо корельовані, інвестори повинні мати можливість диверсифікувати ризики, пов'язані з облігаціями, індексованими за ВВП. Такі облігації повинні мати більш низькі рівні невиконання (default rates) порівняно з випусками звичайних облігацій (plain-vanilla issues), що робить їх ще більш привабливими для інвесторів.

Б. Ейхенгрін та Р. Хаусман внесли пропозицію, аби Світовий банк та Міжамериканський банк розвитку запозичували та кредитували шляхом випуску індексованих за інфляцією облігацій в національній валюті [164]. Оскільки міжнародні фінансові інституції мають рейтинг ААА, зобов'язання Світового банку і МБР будуть більш привабливими, ніж аналогічні зобов'язання резидентів. Їх випуски забезпечать зручний актив для пенсійних фондів, необхідний відповідно до вимог мандатів мати активи інвестиційного рівня, та слугуватимуть орієнтиром в оцінці ризику розміщення. Об'єднавши бонди, виражені в різних валютах, в єдиний

композит, міжнародні фінансові інституції можуть таким чином залучити більше іноземних інвесторів. Такі трансакції не мали б валютного ризику для МВФ, оскільки їх запозичення, номіновані у валютах країн Латинської Америки, відповідали б кредитам у цих же валютах. Так, у 2004 р. Світовий банк емітував ІСЦ-індексовані облігації, деноміновані в колумбійському песо, а МБР випустив єврооблігації в бразильських реалах [325; 329].

Науковці показали відносно низьку волатильність кошика індексованих за інфляцією цінних паперів країн з ринками, що формуються, оскільки боргові індексовані інструменти в національній валюті замінюють борг в іноземній валюті (оскільки за таких умов обслуговування боргу буде краще ізольоване від зміни умов торгівлі) [164]. Такий кошик є більш привабливим для міжнародних інвесторів порівняно з альтернативними облігаціями в доларах, євро чи єні.

Підсумовуючи, слід зазначити, що дедоларизація боргових інструментів слугує засобом зведення валютного ризику до мінімуму та зниження вразливості країн до впливу руйнівних фінансових потрясінь, адже «наслідки криз на ринках, що формуються, сіють на етапі накопичення суперечностей, коли приплив капіталів за своїми розмірами набагато перевищує поглинаючу здатність ринків капіталу приймаючих країн» [190].

2.3. Роль фінансових ринків країн Латинської Америки в трансформації доларизації

Лібералізація фінансового ринку, в тому числі дерегулювання національної фінансової системи, а також її інтеграція в міжнародні ринки капіталу відбувається до того, як досягається мінімально прийнятний показник міцності інституцій та національного ринку в рамках правової бази, пруденційного нагляду, стандартів бухгалтерського обліку, надійності та довіри до системи валютного курсу, розвитку ринків боргових інструментів у національній валюті. Деякі науковці підкреслюють той факт, що фінансова лібералізація може спричинити кризи [69;80;116;261]. Деякі автори емпірично показали взаємозв'язок між фінансовим дерегулюванням, циклами бумів та спадів і циклами банківських криз та криз платіжного балансу [141; 224;

344]. Слабкість національних валют і банківських систем, які є вразливими до волатильності припливів капіталу, в кінцевому підсумку може призвести до спекулятивних атак або кредитних бульбашок. Ці проблеми найбільш гостро стоять в контексті валютних і строкових невідповідностей в балансах боржників, оскільки пов'язані також з «первородним гріхом» – нездатністю економік емітувати довгострокові зобов'язання в національній валюті під низькі процентні ставки, якщо фінансова глобалізація охопила економіку до того, як був створений борговий ринок в національній валюті [194]. Таким чином розгортання процесів доларизації тісно пов'язане з рівнем розвитку фінансових систем.

Фінансова глобалізація сприяє розвитку фінансової системи через два основні канали. По-перше, збільшується доступ до нових джерел капіталу, що вимагає посилення ринкової дисципліни – як на макроекономічному рівні, так і на рівні фінансового сектора, оскільки національні та іноземні інвестори стимулюють приватних і державних позичальників дотримуватись ринкової дисципліни. По-друге, фінансова глобалізація покращує фінансову інфраструктуру, а це означає, що позичальники і кредитори працюють в більш прозорій, конкурентній та ефективній фінансовій системі. У цьому середовищі проблеми асиметричної інформації зводяться до мінімуму. Як наслідок, фінансова глобалізація може потенційно зменшити моральний ризик, підвищуючи доступність національного кредитування.

Більш глибокі національні фінансові ринки є важливим компонентом стратегії дедоларизації, оскільки остання в значній мірі є ендегенним процесом до ступеня розвитку фінансової системи (рис. 2.11) [43].

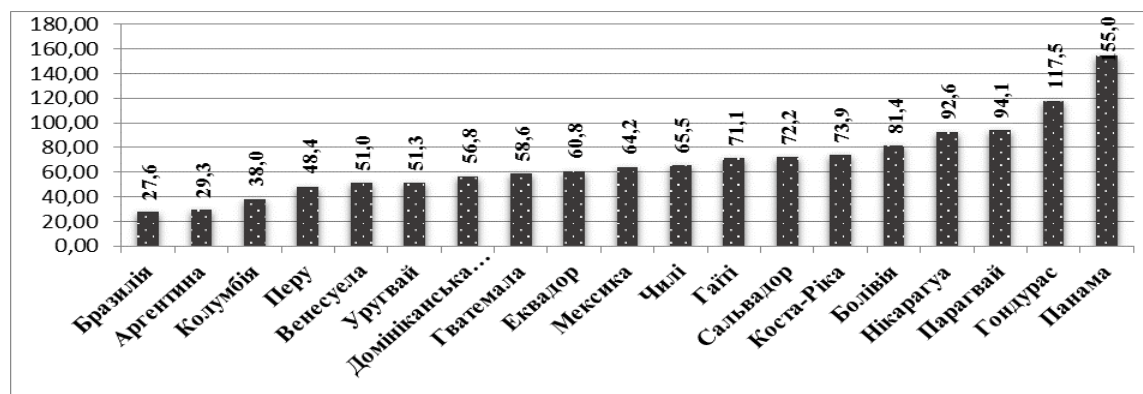


Рис. 2.11. Глибина фінансового ринку країн Латинської Америки (кредит до ВВП, %), 2014 р.

Джерело: розраховано автором за даними: [330;338].

Диверсифікація інструментів у національній валюті на внутрішньому ринку, може сприяти зниженню обсягу доларових активів. Зміцнення національних ринків капіталу, випуск цінних паперів у національній валюті, розвиток інструментів для хеджування валютних ризиків, є необхідними ефективними заходами із зменшення доларизації.

Фінансові ринки в Латинській Америці ефективно розвивалися протягом останнього десятиліття, здійснивши перехід від банківської моделі фінансової системи до більш комплексної, в якій небанківські інституції відіграють важливу роль (рис.2.12) [302; 319].

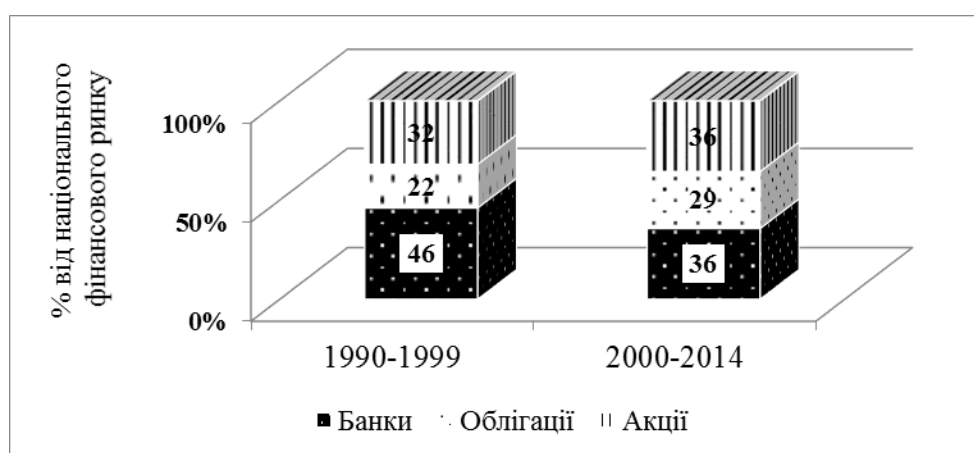


Рис. 2.12. Композиція національних фінансових ринків ЛА7, 1990-2014 рр.

Джерело: розраховано автором за даними: [330;338].

Ця загальна тенденція підтверджує методологічну позицію міжнародних інституцій щодо банківського сектора і ринку капіталу як взаємодоповнюючих компонентів у моделях фінансової системи. На даний час в країнах ЛА7 на ринки облігацій та фондові ринки припадає 64% загального розміру їх фінансових систем, на відміну від 54% у 1990 р. (Рис. 2.13) [291].

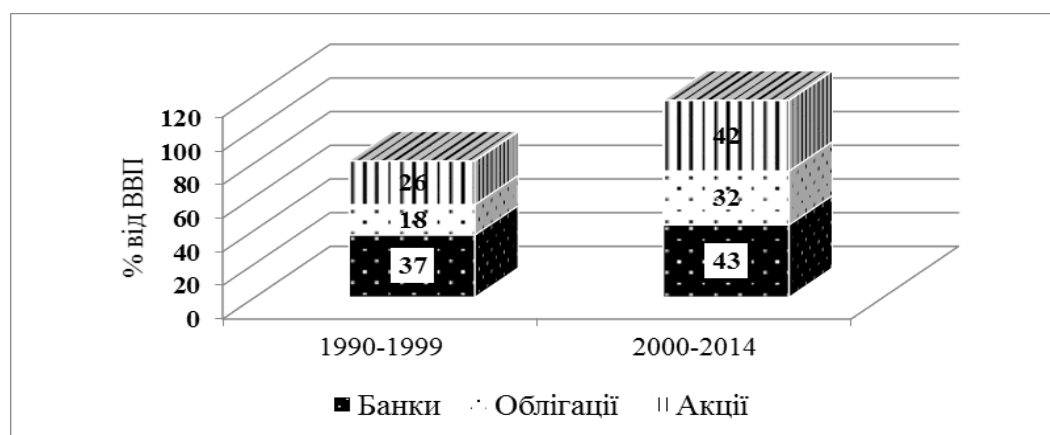


Рис. 2.13. Глибина національних фінансових ринків ЛА7, %

Джерело: розраховано автором за даними: [330;338].

У контексті дещо стагнаційного стану кредитування приватного сектора статистичні показники вказують на незбалансоване розширення кредиту в конкретному сегменті за рахунок нерозвиненості інших сегментів. Банківське кредитування збільшилось у відносному вираженні в тих сегментах, в яких існує можливість надати кредит з низьким ризиком (споживчі кредити через кредитні картки та забезпечені кредити, такі як, автокредити та кредити на нерухомість), тобто відбувся перехід від комерційного кредитування до споживчого (рис. 2.14).

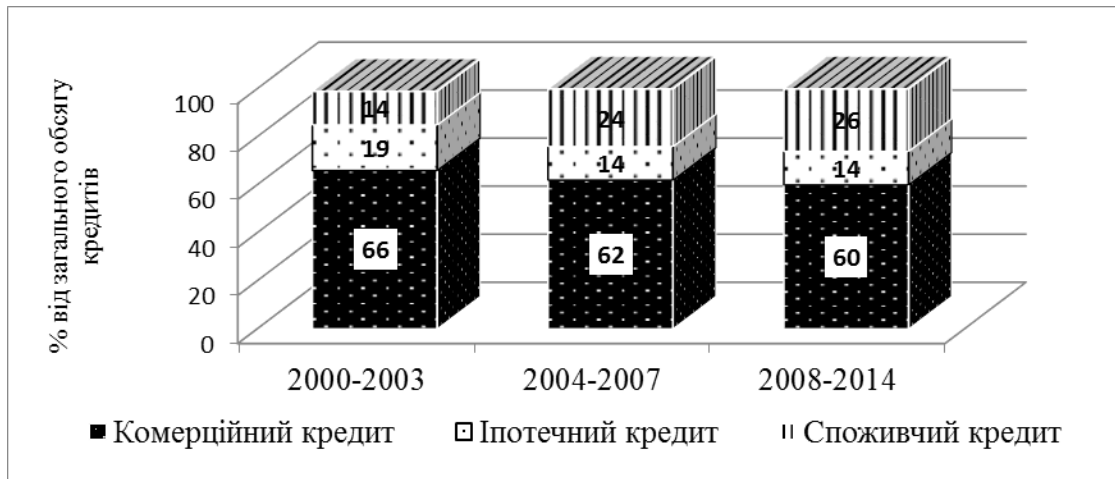


Рис. 2.14. Композиція комерційного банківського кредиту ЛА7, %

Джерело: складено автором за даними: [330; 335; 337; 338].

Протягом 2000-х років значна частка (близько 26 відсотків) від загального обсягу кредитування припадала на державний сектор. Більш широке використання ринків капіталу корпораціями зменшило попит на банківські кредити, що також відповідає вказаним закономірностям [330]. Ще однією якісною зміною в характері банківського кредитування є зниження доларизації кредитів (додатки С.1 та С.2).

Банківські системи країн ЛА7 стають більш концентрованими, збільшуючи частку кредитів і депозитів у п'ятірці банків (станом на 2014 р. топ-5 банків утримували 65% кредитів усієї банківської системи). Збільшення концентрації викликало побоювання з приводу конкуренції та схильності до антиконкурентної поведінки [92]. Наукова література пов'язує банківську конкуренцію з більш низькими цінами на банківські продукти, розширенням доступу до фінансування і вищою ефективністю банків. Однак, деякі дослідження показали, що зв'язок між концентрацією і продуктивністю не завжди негативний [126]. Незважаючи на

високий ступінь концентрації в банківських системах Латинської Америки, конкуренція в цих країнах не знизилась [73].

Макроекономічна стабільність та економічні реформи, особливо фінансова лібералізація та лібералізація ринків капіталу, створили привабливі умови для іноземних банків, ступінь проникнення яких становить 49% від загальної кількості банків [132;134]. Присутність іноземних банків була покликана вирішити проблему збільшення капіталу та фінансування, а також стати інструментом страхування від системного ризику [176]. У країнах Латинської Америки більшість кредитів надається місцевими філіями іноземних банків, домінуючу роль серед яких відіграють іспанські банки, частка яких ранжується залежно від країни від 20% до 70% (рис. 2.15).

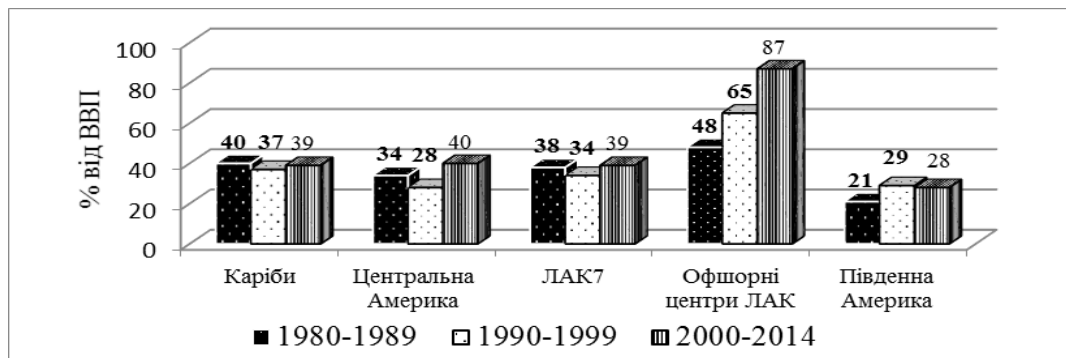


Рис. 2.15. Загальні банківські активи країн Латинської Америки за регіонами, %

Джерело: складено автором за даними: [330; 335; 337; 338].

Ф. Мішкін стверджує, що іноземні банки підвищують рівень фінансового розвитку принаймні з трьох основних причин. По-перше, іноземні банки мають більш диверсифіковані портфелі, а це означає, що вони піддаються меншому ризику і менше схильні до впливу негативних потрясінь для економіки країни базування. По-друге, входження іноземних інституцій призводить до прийняття передового досвіду в банківській галузі, зокрема, в галузі ризик-менеджменту так методах управління. По-третє, якщо іноземні банки домінують у банківському секторі, тоді зменшується ризик неплатоспроможності, що стимулює більш зважену поведінку з боку банківських установ, посилює дисципліну і знижує моральний ризик [269].

Процес реструктуризації банків, що відбувся протягом 1990-х рр., призвів до підвищення частки іноземної власності в банківських системах ЛА. Під час цього

процесу, правові та нормативні обмеження на діяльність іноземних банків були пом'якшені або усунені в більшості країн регіону. Іноземні банки дістали значну частку на ринку в результаті трьох процесів: приватизації, злиття та поглинання та разом із «зеленими» інвестиціями, що були результатом розгортання та розширення потреб приватних корпорацій.

Фінансові реформи «першого покоління» дозволили банкам оперувати на ринках, які раніше були закриті, – надавати такі послуги, як факторинг і лізинг, а також сприяти проведенню на фондовому ринку таких операцій, як брокерські послуги, андеррайтинг та управління пенсійним фондом. Таке розширення функцій дозволило іноземним банкам взяти курс на універсалізацію. Реформи «другого покоління» зобов'язали банки підтримувати рівень капіталу, який був адекватний по відношенню до ризику, прикріпленого до банківських активів; ретельніше оцінювати свої кредитні портфелі відповідно до структури цих ризиків; забезпечити більш прозору інформацію, що надається наглядовими органами. Так, два покоління реформ, доповнюючи одне одного, створили умови для розширення діяльності іноземних банків в регіоні [271].

Іноземні банки отримали частки на ринках, в основному, взявши під свій контроль вітчизняні банки, а не шляхом фактичного відкриття нових інституцій [146]. Наприклад, у Бразилії іноземна банківська присутність розширилась до контролю над п'ятою частиною депозитів і забезпеченням однієї четвертої частини кредитів наприкінці 2000 р. В Аргентині, Чилі, Мексиці, Парагваї, Перу та Венесуелі іноземні банки володіли більш ніж 50% активів банківської системи до 2000 р. (табл. 2.2.) [132;133].

У країнах Латинської Америки відбулось значне зростання кількості іноземних банків на початку періоду, але після 1999 р., після аргентинської та бразильської криз, багато іноземних банків вийшли з регіону, і нове входження іноземних банків було обмежено включно до 2006 р., коли регіон зазнав інвестиційного зростання. Так, у Чилі у 2007 р. було дозволено іноземним компаніям створювати філії у секторі страхування, а у 2010 р. Колумбія дозволила небанківським фінансовим установам перебувати у повній іноземній власності. На той час частка іноземних банків зросла з 25% до 39%. Поряд із загальним по регіону

зростанням іноземної банківської присутності, тенденції до проникнення на ринки окремих країн значно різняться (додатки Т.1 та Т.2) [176].

Таблиця 2.2

Структура банківських систем країн ЛА (обрані країни)

	Аргентина	Бразилія	Чилі	Колумбія	Еквадор	Мексика	Парагвай	Перу	Уругвай	Венесуела
Кількість банків	71	135	28	32	40	35	22	15	23	39
Концентрація топ-10 банків (%)										
Частка активів	62	70	76	67	82	95	79	95	87	81
Частка депозитів	71	77	78	68	79	90	79	96	85	36
Частка кредитів	66	70	80	65	78	93	59	94	88	64
Кількість іноземних банків	28	27	18	11	-	20	17	12	16	21
Частки іноземних банків %										
Частка активів	54	28	60	21	-	82	81	64	35	68
Частка депозитів	48	21	47	20	-	82	86	62	34	67
Частка кредитів	46	25	45	21	-	77	74	62	35	72

Джерело: складено автором за даними [132;133].

Присутність на внутрішньому ринку іноземних фінансових установ має переваги і несе ризики. Емпіричні дослідження показують, що присутність банків з іноземним капіталом в цілому асоціюється з підвищенням ефективності і посиленням конкуренції в національних банківських секторах, які супроводжуються зниженням чистої процентної маржі, скороченням надприбутків та зниженням коефіцієнта витрат [133]. Однак, очевидно, цей вигравш залежить від розміру присутності іноземних банків. В Латинській Америці, де іноземна присутність досить значна, спостерігалася серйозне посилення конкуренції. Вплив іноземної присутності на доступ до фінансів залежить від масштабу іноземної участі, рівня конкуренції у внутрішньому банківському секторі, розвитку економіки країни і здатності іноземних банків компенсувати недостатність інформації методиками кредитування [145].

У питанні забезпечення фінансової стабільності існують відмінності у впливі шоків залежно від відносної частки присутності іноземних банків, віддаленості афілійованих структур від материнських банків і масштабу залучення іноземними банками коштів із внутрішніх, а не із зовнішніх джерел [176]. З одного боку, кредитні операції іноземних афілійованих структур забезпечують значну частину

фінансування на національному ринку, і воно виявляється більш стабільним, ніж транскордонне кредитування. З іншого боку, отримуючи значні обсяги іноземної валюти від материнських компаній, іноземні банки збільшують внутрішню пропозицію доларизованих кредитів під нижчі відсотки, які породжують додаткові можливості у сфері інвестицій та споживання, та одночасно заохочують підвищення схильності до ризиків і закріплюють викривлену валютну структуру кредитування, що призводить до загострення структурних ризиків та розширення процесів доларизації. Іноземні банки передають шок з промислово розвинених країн, які постраждали від кризи, до країн з ринками, що формуються (у процесі перерозподілу ліквідності), привносячи елементи нестабільності ззовні, скорочуючи кредитування в країні-реципієнті, репатріюючи фінансові активи з метою полегшення абсорбції шоків у країні походження, що посилює загрозу неконтрольованого відтоку капіталу та становить загрозу для платіжного балансу, валютного ринку та стабільності національної валюти.

Незважаючи на поліпшення роботи та підвищення стабільності міжнародної фінансової системи, а також збереження глобальної та відкритої системи, що в цілому забезпечує необмежену торгівлю фінансовими послугами, регулятивні органи стали більш ретельно перевіряти і регулювати діяльність іноземних банків [145]. Наприклад, органи регулювання в країні розміщення спонукають банки до підтримки вищих рівнів капіталу і ліквідності та/або перетворення філій іноземних банків на дочірні компанії для того, щоб ускладнити розподіл капіталу між міжнародними підрозділами та обмежити участь місцевих банків у міжнародній діяльності.

Е. Леві-Сїяті стверджує, що державні банки розвитку повинні надавати кредити в національній валюті, тим самим підвищуючи ліквідність ринків в деномінованому в національній валюті боргу і створюючи безризиковий національний орієнтир [240].

Банки розвитку є вкрай важливими установами для латиноамериканських країн, оскільки, на відміну від приватних банків, вони здійснюють довгострокове фінансування, яке спрямовується в основному на проекти, орієнтовані на розвиток і створюють позитивний зовнішній соціально-економічний ефект [75; 152]. Бразилія

є однією з небагатьох країн регіону, яка має ефективну мережу банків розвитку. Центральне місце в цій мережі посідає Національний банк соціально-економічного розвитку (НБСЕР), який надає позики і інвестує в акціонерний капітал компаній, а також займається подальшим кредитуванням інших банків розвитку. Ресурсна база формується з різних джерел, включаючи обов'язкові відрахування з зарплат бразильських працівників, перекази казначейства, сформовані за рахунок коштів від приватизації, державні депозити, облігаційні позики та ресурси міжнародних організацій. Кредити та інвестиції виділяються з метою розвитку широкого кола промислових секторів або галузей, які мають ключове значення для розвитку, в тому числі на розвиток базової інфраструктури та досліджень [78]. За результатами дослідження Світового банку, що охоплює 90 банків розвитку по всьому світу, 64% таких банків користуються перевагами державних гарантій щодо своїх боргових та інших зобов'язань, і це дозволяє їм отримувати позики за більш низькими ставками і пропонувати більш вигідні ставки своїм позичальникам [251]. Крім того, ці установи можуть брати кредити за кордоном і потім спрямовувати отримані кошти на продуктивні напрями для фінансування проектів у реальному секторі економіки.

М. Гарсія-Ескрібано та С. Соса зазначають, що заходи з посилення ефективності та розвитку національних ринків капіталу сприяють кредитній дедоларизації, зокрема, за рахунок випуску довгострокових облігацій в національній валюті [178].

Країнам Латинської Америки притаманне збереження високого або середнього рівня доларизації (зокрема, фінансової) навіть за умов проведення політики дедоларизації та загальної макроекономічної стабілізації (дод. У.1). Основними причинами ефекту гістерезису можна вважати «ланцюгову» реакцію агентів на укорінення іноземної валюти та девальваційні очікування. Так, економічні агенти більш охоче використовують іноземну валюту, якщо вона набула значного поширення в країні. У цьому випадку, якщо доларизація досягла високих значень у період девальвації національної валюти, у період стабілізації зниження доларизації не відбудеться, оскільки використання іноземної валюти вкоренилося в національній економіці і вже не пов'язане з додатковими витратами. Девальваційні очікування економічних агентів збільшують

привабливість іноземної валюти навіть за умови стабільності поточного валютного курсу. Особливу роль у формуванні девальваційних очікувань відіграють валютні кризи та періоди гіперінфляції.

Історично основними чинниками, що впливають на рівень доларизації, були інфляція, валютний курс та процентні ставки. Однак, в нових глобалізаційних умовах фактори впливу змінились, і модель доларизації можна подати так:

$$D = f(I, ER, ir_t, O), \quad (2.1)$$

де I – рівень інфляції; ER – валютний курс; ir_t – диференціал депозитних процентних ставок в національній та іноземній валютах; O – відкритість економіки.

На основі простої регресійної моделі можна проаналізувати спонукальні фактори доларизації в країнах Латинської Америки. Специфікація моделі простої регресії має вигляд:

$$Y = \beta_1 + \beta_2 X + \varepsilon, \quad (2.2)$$

де Y – пояснювана змінна (деPOSITна доларизація); X – пояснювальна змінна; β_1, β_2 – коефіцієнти; ε – випадкова похибка.

Сформовано масив даних, який включає дані за чотирма показниками (інфляція, валютний курс, диференціал депозитних ставок в національній та іноземній валютах, відкритість економіки) для 10-ти країн Латинської Америки за період 2000-2014 рр.

У процесі дослідження використано метод кореляційно-регресійного аналізу, який дозволив оцінити щільність зв'язку між досліджуваними чинниками та виокремити спонукальні фактори доларизації на сучасному етапі.

Результати оцінки моделі представлено у таблиці 2.3.

Отримані результати створили підстави для висновку, що у нових глобалізаційних умовах інфляція втратила вплив на рівень доларизації (змінна виявилась не значущою у більшості країн вибірки, зв'язок між змінними – слабкий або неоднозначний), тоді як значущими факторами є відкритість економіки, диференціал процентних депозитних ставок і валютний курс.

Таблиця 2.3

Результати оцінки простої регресії для досліджуваних факторів

Фактор	Країна	β_1	β_2	R^2	F	$F_{кр}$
Інфляція	Аргентина	28,243	-1,031	0,296	5,485	4,667
	Болівія	77,028	-2,917	0,132	1,983	4,667
	Домініканська Республіка	25,377	0,005	0,0002	0,003	4,667
	Гаїті	53,618	-0,211	0,128	1,914	4,667
	Гондурас	28,452	0,148	0,04	0,548	4,667
	Нікарагуа	74,643	-0,489	0,41	9,039	4,667
	Парагвай	36,469	1,759	0,436	10,048	4,667
	Перу	63,384	-1,658	0,073	1,027	4,667
	Уругвай	105,433	-0,196	0,861	80,63	4,667
	Чилі	12,438	0,123	0,015	0,166	4,844
Валютний курс	Аргентина	39,848	-6,341	0,369	33,907	4,007
	Болівія	2,692	8,289	0,049	2,976	4,007
	Домініканська Республіка	12,119	0,401	0,747	171,104	4,007
	Гаїті	22,415	0,746	0,81	247,398	4,007
	Гондурас	32,179	-0,133	0,014	0,816	4,007
	Нікарагуа	63,955	0,322	0,232	17,491	4,007
	Парагвай	26,842	0,005	0,189	13,505	4,007
	Перу	-44,231	33,139	0,962	1477,48	4,007
	Уругвай	77,101	0,231	0,027	1,591	4,007
	Чилі	13,738	-0,002	0,003	0,184	4,067
Різниця у процентних ставках	Аргентина	22,237	-0,545	0,094	6,003	4,007
	Болівія	45,796	6,192	0,381	35,694	4,007
	Домініканська Республіка	26,311	-0,141	0,019	1,103	4,007
	Гаїті	53,876	-0,476	0,499	57,866	4,007
	Гондурас	24,869	0,707	0,46	49,484	4,007
	Нікарагуа	70,938	-1,181	0,118	7,747	4,007
	Парагвай	43,192	1,175	0,656	110,761	4,007
	Перу	50,232	4,665	0,282	22,819	4,007
	Уругвай	79,954	0,214	0,274	21,847	4,007
	Чилі	11,252	0,506	0,232	17,486	4,067
Відкритість економіки	Аргентина	106,287	-2,813	0,746	38,262	4,667
	Болівія	172,391	-1,613	0,786	47,6	4,667
	Домініканська Республіка	38,501	-0,206	0,255	4,459	4,667
	Гаїті	25,623	0,415	0,673	26,771	4,667
	Гондурас	26,343	0,026	0,032	0,434	4,667
	Нікарагуа	66,041	0,06	0,083	1,172	4,667
	Парагвай	122,888	-0,762	0,391	8,333	4,667
	Перу	107,266	-1,027	0,594	18,999	4,667
	Уругвай	84,068	0,102	0,297	5,505	4,667
	Чилі	14,384	-0,022	0,002	0,025	4,844

Джерело: розрахунки автора.

Для побудови регресійної моделі обрано чинники із сильним зв'язком. Представлена у роботі нелінійна багатофакторна регресійна модель дозволяє розрахувати можливі рівноважні рівні депозитної доларизації залежно від поточного та попереднього рівнів доларизації, волатильності курсу національної валюти, девальваційних очікувань та доходності за депозитами у національній та іноземній валютах з урахуванням ефекту гістерезису.

Для оцінки довгострокового рівноважного рівня доларизації використана модель:

$$\ln \frac{1-d_t}{d_t} = \alpha_0 + \alpha_1(e_t - ir_t) + \alpha_2 d_{t-1} + \alpha_3 d_{t-1}^2 + \alpha_4(e_{\max t} - ir_t) + \varepsilon_t$$

де d_t – рівень доларизації депозитів у момент часу t ; e_t – квартальний темп знецінення курсу національної валюти в річному обчисленні; $e_{\max t}$ – максимальний темп знецінення обмінного курсу за останні п'ять років (відображає девальваційні очікування); ir_t – різниця між доходністю по депозитах у національній та іноземній валютах (процентні ставки). У моделі індикатори динаміки валютного курсу корегувалися на показник ir_t .

Для аналізу була використана вибірка з 11 країн (10 країн ЛА: Аргентина, Болівія, Чилі, Домініканська Республіка, Гаїті, Гондурас, Нікарагуа, Парагвай, Перу, Уругвай, а також Україна) у період 2000-2014 рр. (квартальні дані). За конкретного значення зміни ir_t знаходимо рівноважний рівень доларизації (високий і низький). На графіку, що є результатом оцінки моделі, відображається лінія залежності поточного рівня депозитної доларизації від попереднього та лінія, що відображає виконання умови гістерезису $d_t = d_{t-1}$. Точки перетину цих ліній є рівноважними рівнями доларизації.

Якщо рівень доларизації в період t нижчий за проміжну рівновагу, то в наступний період $(t+1)$ рівноважна доларизація зміститься до крайньої нижньої рівноваги. Якщо рівень доларизації в період t вище від проміжної рівноваги, то в наступний період $(t+1)$ рівноважна доларизація зміститься до крайньої верхньої рівноваги. Таким чином, модель довгострокової рівноваги доларизації з гістерезисом дозволяє говорити про наявність двох рівноваг (високої і низької), до яких буде

тяжіти економіка країни залежно від макроекономічних чинників і попередньої історії доларизації. Доти, доки темпи ослаблення валютного курсу і процентні ставки будуть залишатися незмінними, доларизація буде наближатись до довгострокової рівноваги d^* , що є рішенням рівняння при $d_t = d_{t-1}$. Так, за допомогою моделі довгострокової динаміки доларизації були розраховані рівноважні рівні доларизації, що варіюються в залежності від зміни показників ir_t (для рішення рівняння був використаний метод ітерації з точністю до 10^{-5}). Коефіцієнти одержані методом найменших квадратів. При побудові графіка застосувалась нелінійна поліноміальна апроксимація для високого та низького рівнів доларизації (до 3-5 порядку, при $R^2 = 1$). Отримані в результаті економетричної оцінки коефіцієнти є статистично значущими.

Результати оцінки моделі довгострокової рівноваги подано у таблиці 2.4. Вхідні дані та графічні результати моделі для кожної з країн вибірки висвітлені у додатках У.3 та У.4.

Таблиця 2.4

Результати оцінки моделі довгострокової рівноваги

	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	R^2	F	$F_{кр.}$
Аргентина	4,0665	1,9229	-17,6839	17,4630	-0,0938	0,9245	168,3718	2,5397
похибка	0,1451	0,1617	1,4616	2,0964	0,0527			
Болівія	1,9407	0,4328	-2,9388	-1,6574	0,7852	0,9886	842,4052	2,6123
похибка	0,1407	0,6164	0,5751	0,4783	0,3815			
Чилі	2,2452	-0,5941	3,5477	-43,3175	-0,4389	0,7856	39,3820	2,5888
похибка	0,0941	0,2293	1,6438	7,9763	0,2736			
Домініканська	3,3926	-0,3629	-14,8289	21,4181	0,1777	0,8948	116,9816	2,5397
похибка	0,1154	0,1271	0,7409	1,1318	0,1008			
Гаїті	3,7550	-0,7820	-13,1293	10,7003	0,5784	0,8017	55,5940	2,5397
похибка	1,1509	0,1859	4,9890	5,2520	0,2457			
Гондурас	2,3706	0,8505	-6,1222	4,0722	-0,0420	0,7664	45,1229	2,5397
похибка	1,3572	0,3783	9,0766	15,1006	0,0932			
Нікарагуа	-1,3307	0,0183	5,8629	-7,4134	0,1318	0,8296	66,9197	2,5397
похибка	5,7780	0,4469	16,5501	11,8297	0,2417			
Парагвай	1,2698	-0,3776	-1,2187	-2,7149	0,2351	0,9718	473,1272	2,5397
похибка	0,4310	0,1333	1,7770	1,7342	0,1440			
Перу	0,9135	-1,9099	-0,0031	-3,6393	-0,1371	0,9757	551,0680	2,5397
похибка	0,4344	0,4307	1,5135	1,3038	0,3742			
Уругвай	-13,2824	-0,4224	36,3385	-26,8440	0,1833	0,9788	635,1528	2,5397
похибка	2,2032	0,0957	5,4316	3,3324	0,0422			
Україна	1,3140	-0,8120	-1,2367	-2,4700	-0,1161	0,9194	111,2433	2,6123
похибка	0,7102	0,0798	3,2789	3,6778	0,0751			

Джерело: розрахунки автора.

З отриманих даних розраховуємо довгостроковий рівноважний рівень доларизації у залежності від змін валютного курсу, процентних ставок, попереднього рівня доларизації та гістерезису доларизації. Практичні результати моделювання такі:

1. У випадку Аргентини отримуємо при кожному значенні різниці між депозитними ставками в національній та іноземній валюті рівні стабільні рівноважні рівні доларизації. Слід зауважити, що низький рівень рівноваги доларизації знижується при зростанні ir_t до 20%. За подальшого зростання ir_t існують лише високі рівні рівноваги доларизації. Починаючи з 2012 р., економіка Аргентини перейшла до рівноважного рівня доларизації 6-8%.

2. У Болівії при значенні різниці між депозитними ставками в національній та іноземній валюті понад 16% існують лише високі рівноважні рівні доларизації. Варто зауважити, що максимум низького рівня рівноваги доларизації (до 40%) спостерігається при зростанні ir_t до 15%. За подальшого зростання ir_t існують лише високі рівні рівноваги доларизації. Виходячи з цих оцінок, можна припустити, що, починаючи з 2013 р., економіка Болівії послідовно прямує до рівноважного рівня доларизації 20% при ir_t в межах 2%.

3. У випадку Гаїті матимемо при кожному значенні різниці між депозитними ставками в національній та іноземній валютах до 60% три рівноважних рівня доларизації. Варто зауважити, що низький рівень рівноваги доларизації (до 5%) не береться до уваги, оскільки в країні високий рівень доларизації. При $ir_t = 60\%$ значення рівноважних рівнів збігаються, у разі ж подальшого зростання цього показника рівноважні рівні доларизації відсутні. З цих оцінок можна припустити, що економіка Гаїті наближається до високого рівноважного рівня доларизації у 53%.

4. У випадку Гондурасу отримуємо при кожному значенні ir_t лише один рівноважний рівень доларизації, що зростає із зростанням ir_t . З даних оцінок можна припустити, що економіка Гондурасу наближається до рівноважного рівня доларизації 29-30%.

5. У Домініканській Республіці при кожному значенні різниці між депозитними ставками в національній та іноземній валюті отримуємо тільки один рівноважний рівень доларизації. Варто зауважити, що низький рівень рівноваги доларизації знижується при зростанні ir_t від 30%. При низькому додатному рівні та від'ємному рівні ir_t існують лише високі рівні рівноваги доларизації. Економіка Домініканської Республіки наближається до високого рівноважного рівня доларизації 28-30%.

6. У випадку Нікарагуа отримуємо при кожному значенні різниці між депозитними ставками в національній та іноземній валюті лише один рівноважний рівень доларизації, що зростає із зростанням цієї різниці та має точку перегину при нульовій різниці. Економіка Нікарагуа наближається до рівноважного рівня доларизації 70%.

7. У випадку Парагваю отримуємо при кожному додатному значенні ir_t один рівноважний низький рівень доларизації. При від'ємній різниці між депозитними ставками в національній та іноземній валюті з'являється високий рівноважний рівень, причому при різниці меншій за -10% зникає низький рівноважний рівень. Виходячи з наведених даних, можна припустити, що економіка Парагваю наближається до низького рівноважного рівня доларизації 40%. Високий рівноважний рівень доларизації для Парагваю розглядається на рівні від 80%.

8. У випадку Перу отримуємо при кожному додатному значенні ir_t один рівноважний низький рівень доларизації. За умов від'ємної різниці між депозитними ставками в національній та іноземній валюті з'являється тільки високий рівноважний рівень. Можна припустити, що економіка Перу наближається до низького рівноважного рівня доларизації 44-45%. Високий рівноважний рівень доларизації для Перу розглядається на рівні від 82,5%.

9. В Уругваї при кожному значенні ir_t від -5% до 20% існує два рівноважних рівня доларизації. При різниці між національною і валютною доходністю менше -5% з'являється тільки високий рівноважний рівень. Економіка

Уругваю наближається до низького рівноважного рівня доларизації 73%. Високий рівноважний рівень доларизації для Уругваю розглядається на рівні від 94%.

10. У Чилі при кожному додатному значенні різниці між депозитними ставками в національній та іноземній валюті існують різні стабільні рівноважні рівні доларизації (високий – 27-28%, низький – 12-13%). При від'ємних значеннях ir_t ці рівні відсутні. До 2013 р. Чилі мала низьку рівновагу, змінивши її на високу у 2014 р. (близько 16% при $ir_t = 3\%$) у зв'язку зі зростанням темпу знецінення валютного курсу до 8%. Починаючи з 2008 р., економіка Чилі прямує до високого рівноважного рівня доларизації 15-16%. Однак, оптимальним рівнем доларизації для економіки Чилі є 10% при $ir_t = 5\%$.

11. Для України при додатному значенні ir_t отримуємо лише низький рівноважний рівень доларизації – 32% станом на 2015 р. (у цілому, рівноважні рівні становлять 30-40%). При від'ємних значеннях ir_t існують лише високі рівні доларизації, однак, у випадку України вони відсутні – їх можна лише апроксимувати. З наведених результатів оцінки моделі можна припустити, що, починаючи з 2008 р., а потім з 2013 р., економіка України відхиляється від рівноважних рівнів доларизації, які при ir_t в межах від 2 до 9% становлять 36% і 43%, відповідно.

У цілому, результати проведеного аналізу показали, що рівні депозитної доларизації більшості країн ЛА є наближеними до рівноважних.

Виходячи з отриманих даних, важливо проаналізувати, який ефект мають рівноважні рівні доларизації на короткострокову динаміку депозитної доларизації.

Специфікація регресії має такий вигляд:

$$\Delta d_t = \beta_0 + \beta_1 \cdot erf_t + \beta_2 \cdot mbf_t + \beta_3 (d_{t-1}^* - d_{t-1}) + \varepsilon_t$$

де $\Delta d_t = d_t - d_{t-1}$ - зміна доларизації; erf_t - індикатор валютного курсу; mbf_t - індикатор грошової бази. При цьому зміни валютного курсу трансформовані таким

чином, щоб враховувати ефект переоцінки: $erf_t = (1 - d_{t-1})d_{t-1} \left(\frac{E_t}{E_{t-1}} - 1 \right)$;

де E_t – валютний курс, d_t – депозитна доларизація. Аналогічним чином розраховується монетарний фактор: $mbf_t = (1 - d_{t-1})d_{t-1}(\frac{M_t}{M_{t-1}} - 1)$.

Також модель враховує елемент корекції похибки $(d_{t-1}^* - d_{t-1})$, де d_{t-1}^* – довгостроковий рівень доларизації, розрахований на основі нелінійного тренду. Результати оцінки короткострокової моделі доларизації представлені у таблиці 2.5.

Таблиця 2.5

Результати оцінки короткострокової моделі доларизації

	β_0	β_1	β_2	β_3	R^2	F	$F_{кр.}$
Аргентина	0,0028	0,0282	-0,4397	0,0000	0,0980	1,7023	2,8024
похибка	0,0019	0,0300	0,2117	0,0000			
Болівія	-0,0055	0,1437	-0,4534	0,0091	0,3571	10,3694	2,7694
похибка	0,0032	0,3741	0,0817	0,0146			
Чилі	-0,0012	0,0450	-0,4870	0,3848	0,4487	11,9370	2,8165
похибка	0,0028	0,3585	0,3063	0,0747			
Домініканська Республіка	0,0066	0,1233	-0,5390	0,0688	0,4488	12,4841	2,8068
похибка	0,0031	0,1507	0,1079	0,0372			
Гаїті	0,0020	0,3945	-0,1322	0,0262	0,4021	11,6563	2,7826
похибка	0,0016	0,1279	0,1169	0,0212			
Гондурас	0,0105	0,3279	-0,1302	0,1622	0,3051	4,6831	2,9011
похибка	0,0048	0,6110	0,0451	0,0784			
Нікарагуа	-0,0075	2,3300	-0,1424	0,2650	0,3812	3,2849	3,2389
похибка	0,0050	1,2200	0,1380	0,1908			
Парагвай	0,0012	0,4048	-0,2749	-0,0323	0,4404	14,6931	2,7694
похибка	0,0023	0,1246	0,0602	0,0166			
Перу	-0,0025	2,4372	-0,0293	-0,0133	0,4135	13,1611	2,7694
похибка	0,0025	0,4253	0,0980	0,0209			
Уругвай	-0,0013	0,5311	-0,2952	0,0026	0,6232	30,8683	2,7694
похибка	0,0013	0,1233	0,0630	0,0207			
Україна	0,0057	0,9954	-0,4072	0,0096	0,6922	29,9854	2,8387
похибка	0,0035	0,1097	0,1477	0,0128			

Джерело: розрахунки автора.

Фактор валютного курсу має прямий (або механічний) вплив девальвації на депозитну доларизацію, в той час як фактор грошової бази враховує ефект впливу зміни грошової бази на депозитну доларизацію. Обидва ці ефекти обумовлені рішеннями економічних агентів перебалансувати портфель з метою хеджування валютного ризику. Так, у всіх країнах вибірки erf_t має посилюючий вплив на депозитну доларизацію, тоді як mbf_t – уповільнюючий.

Зниження курсу національної валюти змушує вкладників змінити валютну структуру своїх депозитів на користь іноземної валюти, в той час як збільшення грошової бази національної валюти знижує доларизацію. Однак слід зазначити, що кількісний ефект erf_t є сильнішим порівняно з mbf_t . Окрім того, елемент корекції похибки освітлює процес конвергенції після шоків, оскільки вкладники коригують свої валютні портфелі відповідно до бажаної доларизованої частки.

Особливе місце у вибірці країн посідає Аргентина, якій притаманні найнижчі показники як депозитної доларизації, так і рівноважних рівнів доларизації (6-8%). Окрім того, результати оцінки короткострокової моделі доларизації показують відсутність впливу індикаторів валютного курсу і грошової бази на депозитну доларизацію в країні.

Різке падіння рівня доларизації, яке має стабільно позитивний довгостроковий ефект, пов'язане з переважним використанням неринкових підходів у вигляді політичного рішення у зовнішньоекономічній чи внутрішній політиці. У випадках значного і довгострокового зниження доларизації, яке демонструє Аргентина, процес дедоларизації розпочався в момент, коли влада наклала обмеження на конвертованість доларових депозитів. Слід згадати рішення уряду країни наприкінці 2001 р. про конвертацію урядових облігацій, початкового випущених у доларах США, у національну валюту, та проведення примусової «песоізації». В основі примусової дедоларизації закладено моральний ризик: намагання держави повернути собі втрачену самопроголошену монополію на випуск валюти, забезпечуючи отримання доходу від інфляції та від форсованої деномінації.

Латиноамериканські країни змінили орієнтацію на внутрішні ринки капіталу як джерела фінансування державних витрат. До настання глобальної фінансової кризи більшості країн вдалося різко знизити свої середні коефіцієнти заборгованості та створити або розширити внутрішні ринки для випуску боргових інструментів, номінованих у національних валютах [148]. Така реконфігурація знижує ступінь уразливості до впливу кредитних бумів і наслідків для обмінних курсів, породжуваних різким збільшенням припливу капіталу, раптовою зупинкою та наступним відтоком.

Хоча такі заходи не вирішують проблему браку іноземної валюти, їх слід розглядати як першочерговий інструмент для фінансування витрат у національній валюті. Борг, номінований у національній валюті, дозволяє також протидіяти зовнішнім потрясінням, таким як раптовий відтік капіталу, підвищення глобальних процентних ставок або розширення спредів прибутковості за державними борговими зобов'язаннями, шляхом девальвації національної валюти без ризику збільшення величини цього боргу у національній валюті. Крім того, при номінуванні боргу в національній валюті уряд в період кризи може піти шляхом його монетизації, що знижує ризик неплатоспроможності.

Зміцнення долара США піднімає купівельну спроможність, підтримуючи експорт та сприяючи збільшенню припливу капіталу в країнах, що мають тісні торговельні зв'язки з США. Однак, зростання витрат на фінансування в іноземній валюті збільшує тиск на країни зі слабкими зовнішніми позиціями. Враховуючи наслідки падіння цін на нафту і зміцнення долара, деякі компанії в регіоні, випустивши рекордну кількість облігацій в іноземній валюті, вимушені тепер шукати способи погашення боргів (рис. 2.16).

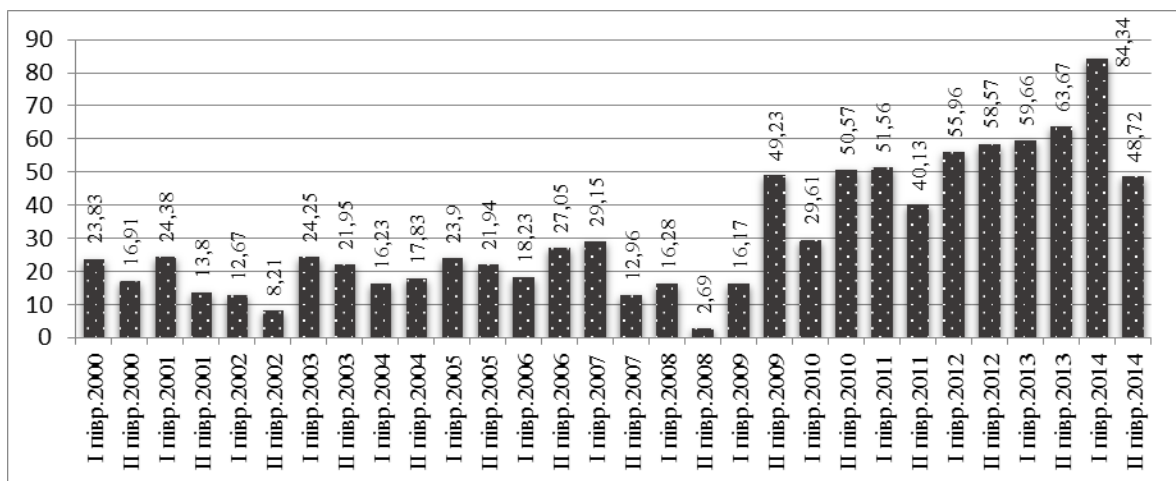


Рис. 2.16. Емісія облігацій ЛАК, млрд. дол. США, 2000-2014 рр.

Джерело: складено автором за даними: [330;334;338].

Ринки облігацій в країнах ЛА7 відносно невеликі, незважаючи на їх значне розширення в період між 2000 і 2009 рр., та залишаються обмеженим джерелом для фінансування фірм: випуск облігацій приватного сектора становив близько 1% ВВП на рік, а облігацій державного сектора – близько 5% ВВП. Капіталізація приватних ринків облігацій (корпорації та фінансові установи) складала 10% від ВВП.

Ринки ЛА7 залишаються в значній мірі концентрованими, причому на 5 найбільших фірм припадає 43% загального обсягу випуску облігацій. Така закономірність нерозривно пов'язана з обмеженою інвестиційною практикою інституційних інвесторів, в основному пенсійних фондів, страхових компаній, і меншою мірою – пайових інвестиційних фондів на національних ринках, котрі схильні вкладати кошти в більші за розміром та більш ліквідні компанії, тим самим обмежуючи можливості менших за розміром та ліквідністю компаній [295].

Серед досягнень варто відзначити намагання країн ЛА зменшити валютні невідповідності, накопичені в періоди криз, і невідповідності в строках погашення, аби мінімізувати валютний, кредитний ризики і завадити необхідності рефінансування [104]. Зокрема, в Бразилії та Чилі обсяг облігацій в іноземній валюті на національних ринках в приватному і державному секторах значно зменшився, рівень боргу у національній валюті значно зріс, разом з тим строки погашення облігацій були подовжені: приватний сектор збільшив середній строк погашення внутрішніх облігацій від 6,1 років до 7,7 років (дод. Ф.1).

Незважаючи на значне зростання в номінальному вираженні, капіталізація ринку акцій залишається на відносно низькому рівні – 42% від ВВП. Країни Карибського басейну та офшорні центри, однак, мають більш розвинені фондові ринки, демонструючи ринкову капіталізацію до ВВП 79% і 71%, відповідно. У ЛА7 високу капіталізацію фондового ринку показали Чилі, Перу та Бразилія (дод. Ф.2).

Кількість фірм, що використовують акціонерний капітал на регулярній основі, залишається відносно невеликою: протягом 2000-х рр. лише 8 фірм щорічно випускали цінні папери. Крім того, значна частина акціонерного капіталу зосереджена в п'яти найбільших фірмах, частка яких зросла з 78% у 1990 р. до 92% протягом 2000-х рр.

Торгівля на ринках цінних паперів є високо концентрованою – на п'ять фірм припадає 60% торгівлі [148]. Обсяги обороту на ринках акцій ЛА7 знизилися з 25 відсотків у 1990 р. до 17 відсотків у 2000-х рр. (дод. Ф.3).

Найкращі показники демонстрував фондовий ринок Бразилії, завдяки більш ефективному управлінню (за рахунок «Novo Mercado») та більш диверсифікованим

приватному, корпоративному секторам і великому за розміром сектору пайових інвестиційних фондів.

Можна зробити висновок, що навіть поглиблення фондового ринку в регіоні не розширить доступ до них більшої кількості фірм. Ринки залишаються малими, низько ліквідними, з високою концентрацією кількох фірм по всьому регіону.

Серед позитивних зрушень варто виокремити розвиток державних боргових ринків у Бразилії, Мексиці та Колумбії, котрі демонструють високу ліквідність, з надійними кривими доходності, які можуть бути використані для встановлення ціни приватного фіксованою доходу та оцінки портфелів, а також сприяти розвитку ринків похідних фінансових інструментів.

А. Лука та І. Петрова підкреслюють, що розвиток форвардних та ф'ючерсних ринків сприяє дедоларизації банківського сектору, оскільки забезпечує резидентів механізмами хеджування валютного ризику [248]. Більшість ринків деривативів Латинської Америки залишаються вузькими та недостатньо активними, що є результатом політики центробанків, спрямованої на недопущення використання деривативів у спекулятивних цілях. Гнучкий режим валютного курсу сприяє поглибленню ринку деривативів та змушує національних агентів інтерналізувати валютний ризик.

2.4. Особливості та ефекти переходу до офіційної доларизації (на прикладі Еквадору)

Введення режиму офіційної доларизації має позитивні сторони, серед яких варто виділити такі: нівелювання валютного ризику; усунення ризику девальвації (скорочення премії за ризик по іноземних позиках країни і отримання нижчих процентних ставок для уряду і приватних інвесторів); запобігання відпливу капіталів із країни; зменшення волатильності реального валютного курсу; зниження інфляції; можливості довгострокового фінансування і доступ до довгострокових ресурсів; максимальна інтеграція в світову фінансову систему.

Прихильники доларизації акцентують увагу на тому, що стійкість валютного курсу заохочуватиме довгострокові інвестиції, а інвестори не будуть обтяжені

страхом перед девальвацією. Доларизація також сприяє зміцненню банківської системи та підвищенню її ефективності. Нарешті, офіційна доларизація сприяє глобальній торговельній та фінансовій інтеграції.

У той же час, можна стверджувати, що занепокоєння з приводу втрати грошової автономії дещо завищена: у контексті глобальної економічної інтеграції, що характеризується вільним переміщенням капіталу, відмова від монетарного суверенітету є платою за підтримку стабільної валюти. В країнах Латинської Америки переваги офіційної доларизації обмежені тими секторами економіки, що найбільше орієнтовані на умови торгівлі та інвестиції. Доларизація виступає засобом уникнення реалізації політично спірних фінансових, податкових та структурних реформ, необхідних для підтримки економічної стабільності.

Перехід на долар США (або валюту іншої країни) теоретично означає синхронізацію ділових циклів, внаслідок чого макроекономічні важелі впливу на сукупний попит ослаблюються, а чутливість до екзогенних шоків зростає. Останні вже не зможуть компенсуватись повною мірою за рахунок акомодативної політики. Однак з огляду на те, що фінансові ринки отримують додаткові стимули для розвитку, вони більш ефективно зможуть виконувати функцію автоматичного стабілізатора за рахунок згладжування коливань заощаджень в часі та спрощеного доступу до глобальних заощаджень. Згладжування шоків переважно за рахунок дії ринкового механізму (фінансових ринків) може позначитись на зміні функціональних меж між державним та приватним секторами економіки на користь останнього (з відповідним потенційним зниженням державного навантаження на економіку і створенням за рахунок цього додаткових переваг у глобальній конкуренції на ринках чи при залученні капіталу) [94].

Приклад офіційної доларизації Еквадору продемонстрував спосіб, в який фінансова глобалізація дала імпульс структурним економічним перетворенням, які, у свою чергу, висунули глобально орієнтований фінансовий сектор на перше місце.

Зростання фінансового сектору Еквадору корениться в глобалізації фінансів, яка по-справжньому розпочалася у 1970-х рр. Факторами фінансового розвитку Еквадору були: 1) доходи, одержувані за рахунок високих цін на нафту, експортованої з націоналізованої нафтової галузі Еквадору протягом першої

половини 2000-х рр.; 2) виникнення євrorинків та дерегулювання фінансових ринків, викликане крахом Бреттон-Вудсу. Бум нафтодоларів був першим бівалютним євродоларовим бумом, який він був результатом синдрому політики і подій, які стали визначати фінансову глобалізацію: 1) кінець Бреттон-Вудсу, що звільнив долар США від обмежень золотого стандарту та автоматично збільшив присутність доларів США у світі; 2) зниження контролю за рухом капіталу в розвинених країнах; 3) своєрідна приватизація ринку долара США, а згодом – і інших валют, за рахунок інституціоналізації євродоларових ринків. Зростання євродоларових ринків було посилене у зв'язку з появою нових інструментів міжнародного фінансування, зокрема, створення і зростання синдікованих кредитів в 1970-ті рр. Таким чином, уряду Еквадору вдалося отримати безпрецедентні суми позик під низькі проценти від приватних банків, не вдаючись до інших держав чи міжнародних фінансових інститутів з їх обтяжливими політичними та економічними умовами. Так, приватний сектор також взяв участь у міжнародному кредитуванні. Протягом 1971-1983 рр. борг країни зріс у 30 разів [278].

1980-і роки називають «втраченим десятиліттям» для Латинської Америки. Масштабні дефолти та економічна криза привели деякі латиноамериканські країни до стану воляції від міжнародних ринків капіталу і введення радикальних планів жорсткої економії і структурних змін, що просувались МВФ та Світовим банком.

Однак, на думку автора, саме 1980-і рр. заклали основу для розвитку банківського сектору Еквадору протягом 1990-х рр. Завдяки поєднанню національного політичного тиску, здійснення політики, заохочуваної МФІ, та популярності фінансового сектора в глобальному масштабі, зародилась економічна доктрина, що вбачала фінансову лібералізацію як основу економічного розвитку. Так, фінансовий сектор Еквадору став наріжним каменем економіки і політики країни.

Вирішальне значення відіграла політика структурної перебудови за сприяння МВФ та Світового банку, де реформа фінансового сектору стала центральним компонентом економічної реформи. Цей підхід відобразив глобальний консенсус, що полягав у збільшенні фінансової глибини (збільшення внутрішніх заощаджень для кредитування) і глобальній фінансовій інтеграції.

Перші реформи стосувались банківського сектора. У 1983 р. уряд Еквадору, під керівництвом президента Освальдо Уртадо, допустив борг приватного сектору в доларах [278]. Держава взяла на себе відповідальність по виплаті зовнішнього боргу в доларах (приблизно 1,5 млрд. дол.), тоді як приватний сектор оплачував власний борг перед державою в сукре на вигідних умовах. По суті, держава перебрала на себе валютний ризик приватного сектора: протягом 1982-1983 рр. валютний курс зріс майже втричі – з 29,4 сукре до 83,57 сукре за 1 дол. США [210].

Грошово-кредитна Рада Центрального банку також використовувала «стабілізаційні кредити», видані Центральним банком приватним банкам і фінансовим установам як засіб рефінансування приватного іноземного боргу. Стабілізаційні кредити надали ще один механізм, за допомогою якого приватний фінансовий сектор конвертував свої доларові зобов'язання в сукре у розмірі конверсії від 65 до 85 сукре за долар, передавши валютний ризик Центральному банку [326]. Протягом 1986-1989 рр. завдяки таким конверсійним операціям обсяг боргу приватного банківського сектора був скорочений на 435 млн. дол. США [210].

На ранніх стадіях нові реформи були спрямовані на підвищення процентних ставок, які були збережені урядом на рівні реальних від'ємних показників для підтримки інвестицій та для залучення заощаджень, і скорочення ролі держави у фінансовому секторі та впровадження довгострокових ощадних інструментів (депозитні сертифікати) [151].

У 1990-і рр. відбулась консолідація зростаючого фінансового сектора. Це десятиліття розпочалося з реалізації пакету структурних реформ, до складу якого увійшли фіскальні реформи, спрямовані на скорочення дефіциту, приватизація низки державних підприємств, зниження тарифів та інші заходи з лібералізації зовнішньої торгівлі. Пакет реформ також включав лібералізацію внутрішніх і зовнішніх фінансових потоків, грошову реформу, спрямовану на зниження інфляції, і звільнення доходів у формі дивідендів від податку на прибуток, стимулюючи фінансові інвестиції [151].

Центральний банк Еквадору (BCE) був перетворений з банку озвитку на банк для банків, з функцією кредитора останньої інстанції. Окрім того, щоб запобігти

інфляції, законодавство заборонило ЦБ проводити монетизацію державного боргу та збільшило незалежність установи [237;326].

За підтримки МВФ була проведена агресивна фінансова реформа, починаючи з повної лібералізації рахунку операцій з капіталом та ініціювання стабілізаційного плану, щоб зупинити інфляційні тенденції. Уряд також почав процес дівестування (вилучення капіталовкладень) з державних банків, дозволивши приватним національним банкам управляти рахунками державного, що дало доступ до мільйонів державних коштів; послабив кількісні обмеження на рівні іноземного боргу та інвестицій, лібералізував обмеження на іноземну власність. У той же час, Центральний банк усунув верхню межу маржі між депозитами і кредитами та активізував її використання операцій на відкритому ринку [278].

Найглибші реформи відбулися після прийняття у 1994 р. двох законів – Закону про ринки капіталу та Закону про інституції фінансової системи, що створили правову основу для фінансової лібералізації. Ці закони трансформували фінансовий сектор Еквадору – реорганізували сектор, впровадивши нові інструменти фінансового посередництва та накопичення капіталу, знизили роль держави в здійсненні контролю, заохотили до створення груп фінансового сектора, і, напевне, найголовніше, у контексті доларизації, відкрили Еквадор для глобальних потоків капіталу. Обидва закони прагнули привести фінансовий сектор та економіку Еквадору до інтеграції в світову економіку та зробити національний фінансовий сектор Еквадору більш конкурентоспроможним.

Реформа закону про центральний банк зорієнтувала грошово-кредитну політику на боротьбу з інфляцією та сприяла використанню непрямих інструментів грошово-кредитної політики. Деретуляція і ринкові заходи грошово-кредитної політики стимулювали діяльність ринку грошей та міжбанківського валютного ринку.

В умовах відсутності стабільної валюти, Закон про ринки капіталу створив одиницю постійної вартості UCV (Unit of Constant Value) – розрахункову одиницю, індексовану за інфляцією та регульовану на щоденній основі, щоб стимулювати довгострокові заощадження та довгострокові кредити. Таким чином, уже в 1993 р. фінансовий сектор володів інструментами для забезпечення стабільності для

середньо- і довгострокових боргових зобов'язань, у тому числі заборгованість за споживчим кредитом.

Закон про інституційні фінансові системи реконфігурував фінансову систему Еквадору та відкрив країну для міжнародних потоків капіталу, надаючи фінансовим інститутам право проводити операції з використанням іноземної валюти, у тому числі – приймати депозити і надавати кредити в іноземній валюті. Після прийняття даного закону, іноземні грошові вклади становили 12% всіх депозитів, збільшившись до 31,5% депозитів у 1997 р. До фінансової кризи 1999 р. доларові депозити складали понад 50% банківських депозитів. Депозитні резервні ставки були знижені до 10%, з 28% для вкладів до запитання в національній валюті і 35% для депозитів в іноземній валюті, вивільняючи кошти для інвестицій [89;217].

Зниження інфляції в поєднанні з можливістю укладення договору кредитування в USVs та доларах США призвело до різкого зростання споживчого та іпотечного кредитування. Протягом 1993-1995 рр. прибуток приватного банківського сектора зріс на 177%, з 70,16 млн. дол. США для сектора в цілому до 194,62 млн. дол. США, тоді як активи зросли на 88% – з 6,01 млн. дол. США до 11,3 млрд. дол. США. Деякі з найпотужніших банків, таких як «Banco Pinchincha», «La Previsora», «Progreso», «Popular», збільшили прибуток на 300-500 відсотків.

Фінансова лібералізація в Еквадорі збіглася з періодом масштабного припливу іноземного капіталу. Закони дали приватному сектору Еквадору явний доступ до міжнародного капіталу, значно збільшивши готівку в обігу і кредити, виражені в іноземній валюті, що тривало до остаточної доларизації Еквадору в 2000 р. У 1993 р. через систему приватного банківського сектора циркулювало 355 млн. дол. квазі-грошей деномінованих в іноземній валюті (в основному – доларах США); до 1995 р. дана сума склала вже 1,18 млрд. дол. США, що становило четверту частину всіх квазі-грошей. Окрім того, обсяг кредитів приватному сектору в іноземній валюті також різко зріс – з 69,8 млн. дол. США (3% приватного кредитування) в 1991 р. до 1,8 млрд. дол. США (28,3% від загального обсягу приватного кредиту) в 1995 р. Водночас, зріс обсяг доларових депозитів – з 356,25 млн. дол. США у 1993 р. (9,1% від загального обсягу депозитів) до 1,18 млрд. дол. США в 1995 р. (20,2% від усіх депозитів) [326]. У період 1993-1995 рр. обсяг чистих

міжнародних резервів подвоївся, симетрично до зростання якого відбулось падіння процентних ставок. Водночас, швидка монетизація економіки призвела до кредитного буму. Кредит зріс на 40% в 1993 р. та на 50% в 1994 р. Збільшення ліквідності було також посилено зниженням резервних вимог в 1994 р. – від 28 до 10% за вкладами до запитання в національній валюті та від 35 до 10% за вкладами в іноземній валюті [217].

Якщо врахувати офшорні депозити, загальний обсяг депозитів в іноземній валюті склав приблизно дві третини вкладів у банківській системі, що перевищувало суму чистих міжнародних резервів центрального банку Еквадору. Приплив доларових депозитів не просто підтримував збільшення попиту на доларові кредити, які були представлені більш низькими процентними ставками, але також закликав фінансовий сектор використовувати такі кредити для покриття своїх зростаючих зобов'язань в іноземній валюті [89]. У результаті цього, багато банків почали надавати доларові кредити компаніям і приватним особам, що отримують дохід у національній валюті, таким чином, збільшуючи експозицію до валютного ризику в разі девальвації.

Банківська система залишалась вразливою до впливу несприятливих зовнішніх потрясінь в умовах інституційних недоліків, неякісних банківських активів та дефіциту власного капіталу. 1998 рік ознаменувався дефіцитом ліквідності. Фінансовий сектор Еквадору відчув на собі вагу ризикованих інвестицій та нездатність експортерів виплатити кредити в період після того, як дощі Ель-Ніньо зруйнували посіви та інфраструктуру. За оцінками, збиток становив близько 13% ВВП (близько 2,6 млрд. дол. США) та призвів до зниження загального обсягу експорту на 20%. Другим зовнішнім шоком стало падіння ціни на експорт нафти Еквадору до 7 дол. за барель – найнижчий рівень з 1970 р. Окрім того, дефолт в Росії та криза в Бразилії викликали різку зупинку або розворот зовнішнього фінансування, різке зростання процентних ставок, а також девальвацію національної валюти по всій Латинській Америці, посилюючи існуючі проблеми в Еквадорі. Ці шоки спричинили дефіцит ліквідності, що став руйнівним для вразливої фінансової системи Еквадору, спричинивши банківську кризу.

Обсяг міжнародного кредиту еквадорській банківській системі зменшився на 500 млн. дол. США (2,6% від ВВП) в період з липня 1998 р. по березень 1999 р., що стало відображенням різкого погіршення зовнішніх фінансових умов. Відтік приватного капіталу (не ПІ) в останньому кварталі 1998 р. та першому кварталі 1999 р. склав 854 млн. дол. США (4,3% від ВВП). Подальше стиснення ліквідності стало спонукальним мотивом для найслабших банків активізувати проблемні позики (вклади при дуже високих процентних ставках), призвело до посилення тиску на валютний курс та процентні ставки. З 35 банків Еквадору 17 банків були хронічно або гостро неліквідними в жовтні 1998 р. 11 банків, включаючи «Filanbanco» (найбільший банк за обсягом активів), отримали додаткові ін'єкції ліквідності від ВСЕ. Банківську кризу посилювала кредитна доларизація – в середині 1998 р. вона сягнула понад 70 відсотків [151].

У 1998 р. Еквадор ухвалив нову конституцію – таку, що відображала інтереси фінансового сектора і проклала шлях для створення Агентства з гарантування вкладів (АГВ). Конституція Еквадору 1998 р. змістила акцент економічної ролі держави з національного розвитку за рахунок розвитку державного сектору та справедливого розподілу ресурсів до розвитку, за яким економічна функція держави полягає в тому, щоб гарантувати стабільність і прозорість, необхідні для функціонування ринків. За Конституцією також збільшувалась роль міжнародних та внутрішніх інвестицій. Цей зсув відображає зміну ідеологічного контексту: Конституція відображала неоліберальний фетишизм ринків і роль глобалізації, що закріплює рівний режим для іноземних і національних приватних інвестицій [217].

АГВ було створено як державний орган, наділений функціями страхування вкладів та врегулювання проблем неплатоспроможності банків. Центральний банк отримав можливість надавати кредити фінансовим установам в умовах кризи на строк до двох років, а також забезпечити гарантію по вкладах для вкладників тих банків, які зазнали впливу кризи ліквідності [193]. В основі політики АГВ лежала стратегія купівлі та прийняття на себе зобов'язань, що полягала у закритті неплатоспроможного банку з подальшим переведенням його депозитів та міжнародних зобов'язань, пов'язаних з торгівлею, до платоспроможних приватних банків (так звані «банки-еквайєри»).

Для фінансування АГВ держава створила АГВ-облігації, які були придбані Центральним банком Еквадору та являли собою масивну ін'єкцію сукре в систему. Такі грошові вливання у фінансовий сектор привели до збільшення грошової бази на 41% в 1998 році і 136% – в 1999 році. У результаті цього, протягом 1999-2000 рр. відбулась 400% девальвація сукре, а показник відношення державного боргу до ВВП склав 130%. Таким чином, АГВ став інструментом для зняття впливу кризи з банкірів на державу та суспільство [217].

Податок на обіг капіталу, прийнятий як плата за створення та функціонування АГВ, мав руйнівний вплив на банківську систему. Податок на усі фінансові трансакції у розмірі 1% призвів до скорочення використання фінансових послуг і прискорив кризу [278]. Окрім того, оскільки потужні економічні групи також були банківськими боржниками, їм вдалося уникнути виплати своїх боргів, і, як наслідок, до кінця 2003 р. АГВ мало незначний успіх у зборі кредитів закритих банків.

Неконтрольована девальвація національної валюти, надмірно високий попит проблемних банків на ліквідність центрального банку, нездатність реалізувати нові банківські інструменти стали поштовхом до введення «дорогих» банківських канікул та заморожування вкладів, що сприяло зростанню вартості кризи. Банківські канікули та заморожування вкладів індукували системну недовіру до фінансової системи [151].

Так, половина депозитів вкладників були заморожені на строк 6 місяців, ощадні депозити на суму понад 500 дол. були заморожені на строк 6 місяців, а строкові депозити і угоди репо були заморожені початково на один рік [217]. Заморожування депозитів супроводжувалося фіскальними заходами перебудови, у тому числі підвищенням цін на газ і розширений податковий пакет, спрямований на ліквідацію дефіциту. Станом на кінець липня 1999 р. 58 відсотків загального обсягу депозитів Еквадору були заморожені (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

Стан депозитів банківської системи Еквадору, 1999 р., млрд. дол. США

Депозити	Заморожені	Незаморожені	Всього
Оншорні	1,8	1,7	3,5
Офшорні	1,9	1,0	2,9
Всього	3,7	2,7	6,4
з них – у дол. США	2,9	1,7	4,6

Джерело: складено автором за даними [151].

Заморожування депозитів надало урядові додатковий час задля очистки банківського сектору, але мало вкрай негативні наслідки для населення. На додаток до зростання інфляції, реальний ВВП впав до рівня 1977 р.; рівень бідності зріс на 40% і крайня бідність зросла до 15%, що призвело до масової еміграції населення до США та Іспанії (2,5%) у пошуках кращих можливостей [210;217].

З номінальними процентними ставками вище 60-70%, середній і високий класи населення Еквадору були заохочені перекласти свої гроші з виробничої діяльності на банківські рахунки, що мали більш вигідні ставки доходності. Так, середній клас став класом рантє.

Значного удару зазнали ті, хто мав доларизований борг або борг в одиницях UCV, але отримували дохід в сукре. З ліквідацією контролю за рухом капіталу протягом 1990-х рр. рівень доларизації боргу різко зріс. Доларизація мала ендогенний характер: оскільки збільшувалась маса доларових депозитів, банки прагнули покрити свої зобов'язання за рахунок розширення доларового кредитування. До кінця березня 1999 р. 67% кредитного портфеля був виражений у доларах США, однак лише 25% позичальників отримували дохід у доларах США [210]. За короткий період, заборгованість еквадорців у доларах та UCV зросла на 400-500%. У той же час, рівень невиконання кредитних угод банків зріс з 4% до майже 50% від загального обсягу кредитів у доларах.

Успіх доларизації полягав у тому, що вона користувалась підтримкою впливових економічних груп. Прихильники доларизації вбачали в ній не лише інструмент зупинки девальвації і зниження інфляції, але й спосіб змусити країну взяти на себе зобов'язання структурних змін (скорочення заборгованості, гнучкість умов праці, приватизація та розширення вільної торгівлі).

Уряд розглядав дві крайні політичні альтернативи: накладення обмежень на рух капіталу і захоплення державою банківського сектора або ж повна доларизація. Підтримку доларизації забезпечили фінансова сфера та імпортоорієнтовані галузі, які за таких умов вигравали від завищеного валютного курсу, грошової стабільності, нижчих процентних ставок та розширення доступу до міжнародного капіталу. Ці групи були також пов'язані з певними потужними вітчизняними виробниками споживчих товарів.

Закон економічної трансформації був прийнятий у березні 2000 р. і легалізував доларизацію, а також ввів у дію широкий діапазон заходів політики з підтримки нового валютного режиму, у тому числі встановлення верхньої межі процентної ставки на рівні 1,5 розміри середньозваженої ставки за кредитами банківської системи, призначеної для зниження скорочення ризикованих кредитів з високими процентними ставками [90]. Закон також включав реформи державних фінансів і фінансових регулюючих органів. Доларизація в даному випадку розглядається як крайній захід, щоб покласти край важкій банківській та фінансовій кризі та знизити інфляцію. Сукре був офіційно замінений долларом США за курсом 25 000 сукре за 1 доллар США, що майже у 4,5 рази більше за його значення під час кризи у серпні 1998 році (рис. 2.17) [294].

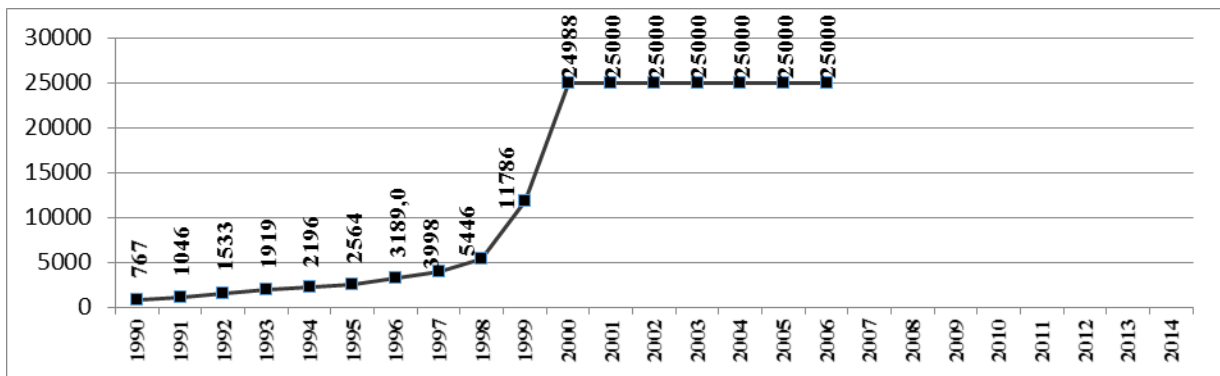


Рис. 2.17. Офіційний валютний курс сукре до дол. США, 1990-2014 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [326; 330].

У дослідженні ЦБ Еквадору 2010 р. відображено результати першого десятиліття в умовах відсутності незалежної грошово-кредитної політики. Так, середнє зростання ВВП збільшилося з -6,3% протягом 1990-х рр. до 4,4% протягом 2000-х рр.; річна інфляція знизилася з високого рівня у 90% у вересні 2000 р. до показника у 3%, починаючи з 2004 р. Окрім того, одразу зменшились процентні ставки, тим самим знижуючи вартість капіталу. За даними Світового банку, частка громадян Еквадору, денний прожитковий рівень яких складав 2 долари в день, знизилася з 37,7% у 2000 р. до 10,6 відсотка у 2009 р. [338].

Відповідно до результатів дослідження Федерального резервного банку Атланти, доларизація також внесла покращення в банківську систему Еквадору [294]. Доларизація, виключаючи можливість офіційного кредитора останньої інстанції створювати доларові банківські резерви «за натисканням кнопки», усуває важливе джерело морального ризику. Вона також зменшує ризиковану поведінку

банків і, таким чином, зменшує ймовірність втечі капіталу з банків, оскільки споживачі та підприємства мають більший ступінь довіри до національної банківської системи. Банки в доларизованій системі повинні управляти ризиками платоспроможності та ліквідності краще, приймаючи відповідні запобіжні заходи [303].

Наразі еквадорські банки володіють великими резервами та мають значну частку ліквідних активів, утримуючи більш безпечні портфелі активів, ніж у 1990 р. Доларизація сприяла формуванню середовища, сприятливого для фінансового посередництва. Зокрема, вона закликала населення збільшити обсяг банківських депозитів (співвідношення депозитів до ВВП в Еквадорі, який був трохи нижче 20% у 2000 р., сьогодні складає більше 30%) і, таким чином, забезпечує більший обсяг коштів для інвесторів. У сфері кредитування поліпшилась якість кредитного портфеля, оскільки банки більше не стикаються з ризиком неповернення кредиту через коливання валютного курсу.

Отже, офіційна доларизація в Еквадорі допомогла економіці в зниженні рівня інфляції, сприяла поглибленню фінансового ринку і, таким чином, активізувала реальне зростання, та знизила трансакційні витрати для імпорту, експорту та грошових переказів. Однак, доларизація не обмежила зростання державних витрат, тоді як державні доходи зростали, хоча вона усунула можливість покривати дефіцит за рахунок емісії грошей.

Для того, щоб отримати оцінку того, як змінились рівні інфляції, процентних ставок за кредитами і зростання ВВП після введення доларизації, ми піддамо перевірці відмінності у середніх змінних та волатильності між періодом до введення доларизації та періодом після доларизації. Крім того, ми порівнюємо співвідношення в бізнес-циклах між доларизованою країною та США. Для цього використаємо порівняння середніх змінних, волатильність та кореляцію. Набір даних для оцінки середніх, волатильності та кореляції містить зростання ВВП, процентні ставки та рівень інфляції. Результати моделі подані у дод. X. Середні, волатильність і кореляція розраховані для Еквадору в періоди до введення доларизації та після. Результати для США представлені для періоду 1990-2013 рр. Порівняння показників

середніх та волатильності показало значне зниження в рівні інфляції та волатильності інфляції після доларизації (рис. 2.18).



Рис. 2.18. Інфляція Еквадору та США, 1990-2014 рр., %

Джерело: побудовано автором на основі [326; 330; 338].

Як видно з рис. 2.18, економіка Еквадору перебувала під тиском від дуже високих рівнів інфляції протягом усього періоду до доларизації. Тимчасове її падіння у 1992-1993 рр. було досягнуто за рахунок стабілізаційної програми уряду. Коли країна приймає валюту іншої країни як законний платіжний засіб, передбачається, що рівень інфляції буде приблизно таким самим, як і в емітента валюти [342]. Доларизація стала причиною падіння інфляції в Еквадорі. Інфляція досягла однозначного показника в листопаді 2002 р. (вперше з 1972 р.). Починаючи з 2004 р., рівень інфляції був приблизно таким, як у США. Волатильність інфляції значно зменшилася в Еквадорі: стандартне відхилення скоротилося з 12,5% до введення доларизації до лише 3,2% після прийняття доларизації. Сукре втратив свій авторитет, і з введенням долара США темпи інфляції та її волатильність зійшлися з аналогічними показниками США. Результати, що стосуються змін у ставці кредитування, однакові для обох країн. Процентна ставка та її волатильність знизилися в обох країнах (рис. 2.19).

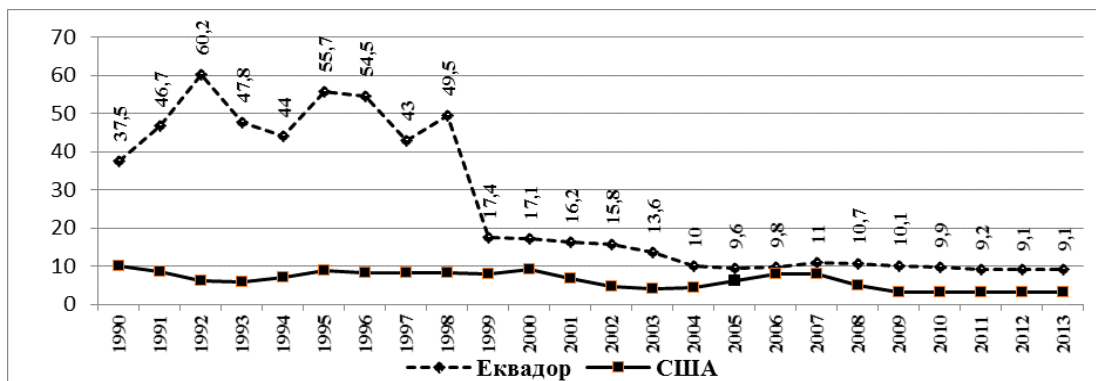


Рис. 2.19. Кредитні ставки Еквадору та США, 1990-2013 рр., %

Джерело: побудовано автором на основі [326; 330; 338]

Процентна ставка Еквадору на рис. 2.19 є волатильною в період до введення доларизації і відображає значне падіння в січні 1999 р. Це падіння обумовлене зміною одиниці виміру. До грудня 1998 р. процентна ставка відносилася до короткострокових кредитів у національній валюті сукре. З січня 1999 р. і надалі ставка стосувалась короткострокових кредитів, виданих в доларах США. Оскільки дані по доларових ставках в Еквадорі до доларизації не наявні у відкритому доступі, результати аналізу повинні ґрунтуватися на ставці, яку МВФ визначає як «національна кредитна ставка», хоча вона складається з двох різних валют. Після доларизації 2000 р. ставка значно знизилась та стала набагато менш мінливою. Стандартне відхилення зменшилось з 12,2% до 3,0%. Зниження волатильності означає, що процентна ставка стала менш чутливою до змін, викликаних макроекономічними потрясіннями або міжнародними подіями. Менша вразливість до економічних шоків є перевагою, однак, ставка в Еквадорі залишилася вищою, ніж у США.

Еквадор демонстрував зростання реального ВВП і вищу волатильність зростання в умовах офіційної доларизації (рис. 2.20). Від'ємні темпи зростання в 1999 р., були пов'язані з економічною кризою. Після цього ВВП різко зріс у 2000 р. Цілком можливо, що введення долара США викликало надмірні обсяги інвестицій та витрат. Населення Еквадору мало високі очікування щодо долара США і його потенціалу для вирішення економічних проблем. Оскільки темпи зростання залежать від інфляції та процентних ставок, можна стверджувати, що доларизація мала непрямий позитивний вплив на темпи зростання. Волатильність зростання ВВП також значно зросла в Еквадорі. Стандартне відхилення змінилось з 1,7% на 2,6%. Без незалежної грошово-кредитної політики податково-бюджетна політика і ринок праці повинні бути контрциклічними та гнучкими, щоб згладити бізнес-цикл. Оскільки дані умови повноцінно не виконувались, це спричинило підвищену волатильність.

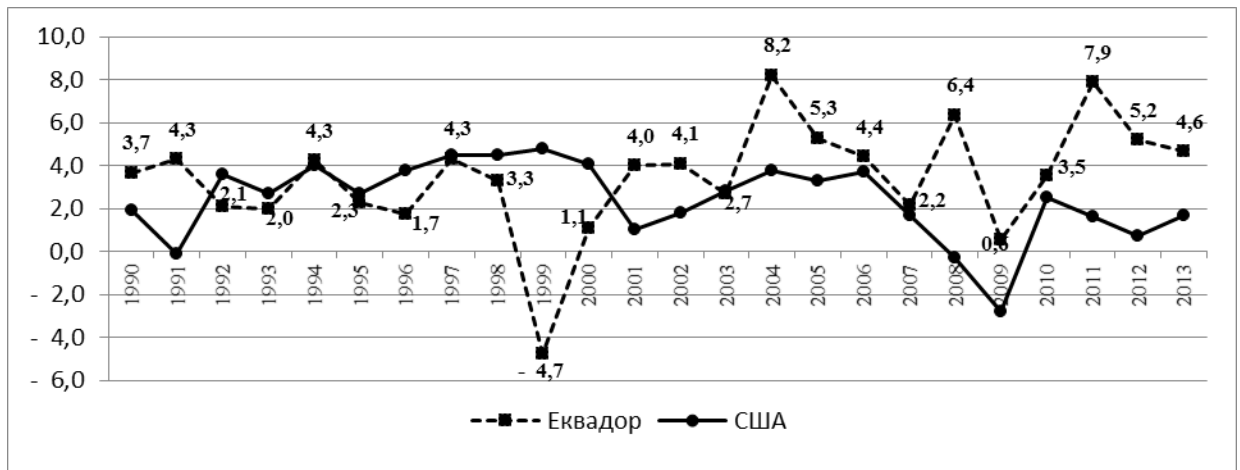


Рис. 2.20. Річне зростання ВВП Еквадору та США, 1990-2013 рр., %

Джерело: побудовано автором на основі [326; 330; 338].

Отже, можна зробити висновок, що політика, яка проводилася в Еквадорі протягом 1980-1990-х рр. (створивши фінансову глибину за рахунок антагоністичних стратегій фінансової стійкості та фінансової лібералізації), привела до глобальної інтеграції фінансового сектора. Потужний фінансовий сектор зміг задовольнити не тільки економічну, але й політичну владу шляхом формування потужних економічних груп та міцних зв'язків з іншими секторами економіки. До моменту настання кризи, чимало економічних груп Еквадору володіли виключно банками та іншими фінансовими інститутами. Зв'язок між фінансовими та політичними колами врешті-решт привів до повної доларизації економіки. В Еквадорі доларизація стала кульмінацією монетарного конфлікту між експортним та фінансовим секторами. Незважаючи на те, що лібералізоване фінансове середовище Еквадору призвело до найгіршої фінансової кризи в історії та доларизувало країну, воно, таким чином, вивело її на якісно новий рівень глобальної інтеграції.

Висновки до розділу 2

Прямий та опосередкований вплив глобалізації на екзогенні та ендегенні фактори доларизації має різновекторну спрямованість, що викликає протилежні наслідки такого впливу, спричиняючи чи стискання, чи розширення цього феномена в країнах регіону.

1. Розвиток фінансової глобалізації зумовлює розширення меж доларизації, оскільки остання є вагомим чинником підвищення ефективності міжнародних

торговельних і фінансових зв'язків, що спрощує і стимулює економічну інтеграцію країни з рештою світу та збільшує її взаємопов'язаність зі світовою фінансовою системою через усунення валютного ризику, гарантованість виконання міжнародних угод, обмеження ризику ліквідності й платоспроможності та мінімізацію трансакційних витрат, тому для повноти аналізу варто враховувати як внутрішню, так і зовнішню доларизацію.

2. Рушійною силою економічного зростання країн Латинської Америки за поліпшення умов торгівлі став високий і більш диверсифікований експорт і широкий доступ до зовнішнього фінансування. Основу моделі торгівлі склали інтенсивний характер зв'язків з Китаєм та азійськими країнами з опорою на біржові товари та сукупна факторна продуктивність. Зберігалась загальна тенденція стійких зовнішніх позицій для чистих експортерів – у підтриманні бюджетних профіцитів, а для чистих імпортерів – у наявності помірних дефіцитів. Провідним фактором дедоларизації в регіоні на ринковій основі стали стабільне економічне зростання країн ЛА, підкріплене високим рівнем споживання, інвестицій, жвавим зовнішнім попитом і більш жорстке макропруденційне регулювання, спрямоване на обмеження припливу спекулятивного капіталу і пом'якшення ймовірних негативних наслідків, пов'язаних з відтоком капіталу.

3. У сучасних умовах тип курсової політики має корелювати із загальним стратегічним вектором грошово-кредитної політики, спрямованої на внутрішню рівновагу (стабілізація цін, темп економічного зростання). Оголошені плаваючі режими валютних курсів не дотримуються внаслідок ефекту «страху перед плаванням». Зовнішні шоки абсорбуються з використанням стерилізованих інтервенцій, наслідком яких є волатильність процентних ставок та валютних резервів. Накопичення резервів було побічним результатом інтервенцій на валютних ринках з метою стримування надмірної ревальвації національних валют для підтримки конкурентоспроможності експорту та самострахування на випадок волатильності потоків капіталу та використовувалось для позиціонування країни як платоспроможного позичальника.

4. У нових глобальних умовах інфляція не є спонукальним фактором доларизації. Натомість визначальними факторами доларизації є відкритість

економіки, темпи зміни валютного курсу, різниця в депозитних ставках в іноземній та національній валюті, поточні та попередні рівні доларизації. Проведений у роботі кореляційно-регресійний аналіз на основі моделювання ефекту гістерезису в довгостроковій динаміці депозитів дозволив визначити рівноважні рівні депозитної доларизації в країнах Латинської Америки та прогнозні рівні доларизації, до яких буде тяжіти економіка країн регіону. Моделювання короткострокової динаміки депозитної доларизації дозволило визначити стимулюючий характер індикатора валютного курсу в зміні рівня доларизації.

5. Приклад офіційної доларизації Еквадору продемонстрував спосіб, в який фінансова глобалізація дала імпульс структурним економічним перетворенням. У контексті глобальної економічної інтеграції відмова від монетарного суверенітету є платою за підтримку стабільної валюти. Перехід на долар означав синхронізацію ділових циклів, внаслідок чого макроекономічні важелі впливу на сукупний попит ослаблились, а чутливість до екзогенних шоків зросла, що призвело до суверенного дефолту Еквадору під час глобальної фінансової кризи 2008 р., на відміну від країн ЛАК, що проводять політику дедоларизації. Результати дослідження показали значне зниження рівнів і волатильності інфляції та ставок кредитування з їх наближенням до аналогічних показників країни-емітента, а також вищий рівень і волатильність реального ВВП в умовах офіційної доларизації.

Результати, отримані при написанні цього розділу, викладені автором у наукових публікаціях: [12; 13; 16; 19; 21; 22; 23].

РОЗДІЛ 3.

НАПРЯМИ ТА ВИКЛИКИ ПОЛІТИКИ ДЕДОЛАРИЗАЦІЇ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

3.1. Інструменти політики дедоларизації в Латинській Америці

Традиційно грошово-кредитна політика визначається як комплекс взаємопов'язаних, спрямованих на досягнення певних цілей і заходів щодо регулювання грошового ринку, що їх проводить держава через центральний банк. На сьогоднішній день в основу реалізації грошово-кредитної політики багатьох країн покладено принцип компенсаційного регулювання, який базується на поєднанні двох протилежних комплексів заходів, що застосовуються на різних фазах економічного циклу та справляють взаємно протилежний вплив на динаміку грошової маси, – рестрикційна та експансійна політики.

Грошово-кредитна політика може проводитися за допомогою адміністративних і ринкових інструментів регулювання. Адміністративні інструменти спрямовані на обмеження сфери діяльності кредитного інституту, тоді як ринкові методи – це способи впливу центрального банку на грошово-кредитну сферу шляхом формування певних умов на грошовому ринку і ринку капіталів за допомогою таких інструментів як здійснення центральним банком валютних інтервенцій на відкритому ринку, встановлення мінімальних обов'язкових резервів для банків, процентна політика, в основі якої лежить зміна облікової ставки, здійснення операцій на валютному ринку, депозитні операції, метою яких є регулювання обсягу ліквідності банківської системи та ін. Застосування монетарних методів, на відміну від адміністративних, дає можливість зберегти ринкові механізми і мотивацію економічних агентів [47].

Глобалізаційні процеси ХХІ ст. сприяли зміні поглядів на монетарну політику в країнах Латинської Америки з орієнтацією на забезпечення цінової стабільності, встановлення гнучкого валютного курсу, інституціональний розвиток органів монетарної влади, що позитивно вплинуло на зниження рівня доларизації економіки країн регіону.

Дедоларизація економіки – тривалий і «дорогий» процес, що найчастіше виступає не метою політики доларизованої держави, а ендогенним результатом заходів дезінфляції та стабілізації. Дедоларизація вимагає поєднання макроекономічної політики та мікроекономічних заходів з підвищення привабливості національної валюти порівняно з іноземною валютою. На тлі макроекономічної стабілізації заходи, що сприяють проведенню дедоларизації, варіюють від ринкових заходів, що дестимулюють заміщення валют, до примусових заходів, які імперативно забороняють або обмежують використання іноземних валют. Заходи зі стимулювання дедоларизації також можуть бути прийняті одночасно з комплексною політикою стабілізації. Однак, необхідно враховувати ризики, у тому числі – втечу капіталу, ризик дезінтермедіації та нестабільності банківського сектора.

Заходи з дедоларизації варіюються залежно від режиму валютного курсу [101; 102; 205]. За умов гнучкого режиму валютного курсу країна, як правило, прагне відновити автономію грошово-кредитної політики. Підвищення валютного курсу разом зі скороченням грошової маси в процесі стабілізації здатне посилити процеси дедоларизації. Відповідно, інтервенції на валютному ринку сигналізують про те, що центральний банк готовий прийняти підвищення номінального валютного курсу. Окрім того, монетарна влада може застосувати інфляційне таргетування і, консолідує зусилля для досягнення рівноваги, стабілізувати темпи інфляції, а отже, їх прогнозованість. При менш гнучких режимах валютних курсів очікування девальвації збільшують обсяг депозитів, деномінованих в іноземній валюті, в той час як очікування інтервенцій з метою надання допомоги позичальникам оплатити їх валютний борг, виплати по якому зросли після девальвації, і надалі стимулює запозичення в іноземній валюті – виникає моральний ризик [35]. Також прихильність до іноземної валюти не дозволяє проводити повною мірою автономну грошово-кредитну політику. Проводячи політику дедоларизації, влада має за мету відновлення сеньйоражу, адаптування грошей в обігу до споживчих потреб, в кінцевому підсумку – введення більш гнучкого режиму валютного курсу, або зниження ризиків для фінансової стабільності.

Побічний ефект макроекономічної стабілізації полягає в тому, що зміцнена довіра до національної валюти може сприяти одній із форм фінансової доларизації

[297]. Очікування населення щодо зростання курсу національної валюти забезпечують одностороннє парі за позиками в іноземній валюті, підтримуючи попит на кредити в іноземній валюті [238]. Доки банки отримують вигоду від легкого доступу до зовнішнього (іноземного) фінансування, вони також матимуть переваги від зростання курсу національної валюти, підтримуючи коротку відкриту позицію і, таким чином, заохочуючи кредитування в іноземній валюті. Хоча покритий паритет процентних ставок може діяти в середньо- і довгостроковій перспективах, у короткостроковій перспективі, як правило, домінує арбітраж, оскільки диференціали процентних ставок часто не покривають коливання валютних курсів, заохочуючи економічних агентів доларизувати свої баланси.

Інструменти політики дедоларизації застосовуються як на макрорівні (інфляція та валютний курс), так і на мікрорівні (вплив на поведінку економічного агента через пруденційну політику, фінансове регулювання і розвиток фінансових ринків). Аналіз наукової літератури дозволяє виокремити дві форми дедоларизації – примусову і таку, що здійснюється на ринковій основі.

Примусова дедоларизація передбачає імперативну заборону або обмеження обігу іноземної валюти, здійснення фінансових операцій (кредити і депозити). Досвід країн Латинської Америки засвідчує невдалі спроби проведення примусової дедоларизації. Одним із таких прикладів є практика обов'язкової конвертації депозитів, деномінованих в іноземній валюті, в національну валюту [231]. Ці заходи часто призводять до збільшення відтоку капіталу і, як наслідок – посилення тенденції до офшоризації, а також деінтермедіації, тобто вибуття ланки фінансового посередництва з обслуговування потреб економічних агентів (Болівія та Мексика в 1982 р., Перу у 1985 р., Аргентина у 2001 р.) [36; 264]. Уряди цих країн примусово конвертували доларові депозити в депозити в національній валюті, використовуючи для конверсії обмінний курс, який був значно нижчий за ринковий (тобто національна валюта була дорожчою). Мексиці дедоларизація обійшлася недешево – відтік капіталу майже подвоївся (склавши приблизно 6,5 млрд. дол. США на рік), обсяг банківських кредитів у приватному секторі зменшився практично вдвічі протягом двох років, хоча примусова дедоларизація мала значний і довгостроковий ефект [264; 324].

Ще один захід примусової дедоларизації, що виявився на практиці невдалим, стосується мораторію на повернення доларових депозитних вкладів протягом певного періоду (термін заборони не завжди визначається заздалегідь). «Заморожені» депозити в іноземній валюті можуть бути проіндексовані з урахуванням інфляції (Аргентина) або викуплені за національну валюту. Ці заходи ставлять під загрозу довіру до національної банківської системи і часто призводять до деінтермедіації та втечі капіталу.

Однак, не завжди політика примусової дедоларизації є невдалою. Ефективні заходи примусової дедоларизації можна згрупувати так:

1) встановлення обмеженого строку утримання депозитів в іноземній валюті. Цей захід може бути пов'язаний із введенням індексованих інструментів у національній валюті. Одним з можливих негативних наслідків цього заходу є те, що економічні агенти можуть бути заохочені тримати готівкову іноземну валюту замість розміщення коштів на депозитних рахунках;

2) обов'язкове використання національної валюти під час проведення внутрішніх операцій; встановлення цін; оплати товарів і послуг. Заборона на використання іноземної валюти в проведенні внутрішніх операцій є загальнозживаним заходом дедоларизації (Перу) [179]. Проте навіть якщо платежі здійснюються в іноземній валюті, встановлення цін у національній валюті здатне забезпечити додатковий імпульс для дедоларизації;

3) регулятивні норми, що є дискримінаційними щодо використання іноземної валюти, охоплюють введення обмежень на валютні депозити і кредити (Аргентина) і виключення доларових депозитів із системи страхування вкладів (Венесуела) [196; 223]. Обмеження на валютне кредитування включає встановлення граничної межі у вигляді суми або відсотка від загального обсягу валютних депозитів; повну заборону валютних кредитів, або обмеження використання валютних кредитів лише для фінансування внутрішніх трансакцій; вимогу попереднього дозволу на використання іноземної валюти;

4) засоби контролю за капіталом (наприклад, транскордонні кредитні операції банків можуть бути заборонені або вимагають попереднього узгодження) [231].

Рівке падіння рівня доларизації, яке має стабільно позитивний довгостроковий ефект, виходячи з прикладів економічної історії регіону Латинської Америки, пов'язане з двома стратегіями політики з переважним використанням неринкових підходів (у вигляді політичного рішення у зовнішньоекономічній чи внутрішній політиці). Перша стратегія – дефолт або реструктуризація суверенного боргу, яка може розгортатися у двох сценаріях – амортизація залишку боргу на початкових умовах і припинення індукування боргових зобов'язання, або зміна деномінації валюти по боргу (в основу стратегії закладено моральний ризик). Друга стратегія – примусова дедоларизація, яка також має за основу моральний ризик, але іншого порядку – коли держава повертає собі втрачену самопроголошену монополію на випуск валюти, забезпечуючи собі отримання доходу від інфляції та від форсованої деномінації.

Дедоларизація на ринковій основі ставить за мету створення макроекономічних передумов для зниження рівня доларизації, що в кінцевому підсумку передбачає забезпечення довгострокових умов для низької інфляції, фінансової стабільності, розвитку фінансових ринків та інститутів, економічного зростання у сукупності із зниженням загального рівня вразливості країни до зовнішніх шоків. Ринковий характер даної політики також спрямований на усунення спонукальних факторів доларизації і апелює до поведінки економічного агента, забезпечуючи невтручання у його добробут безпосередньо – як у випадку адміністративних обмежень на операції з іноземною валютою.

При дедоларизації на ринковій основі гнучкий валютний курс, або режим керованого плавання, перешкоджає фінансовій доларизації [299]. Стикнувшись із валютним ризиком по активах і зобов'язаннях, банки та небанківські установи проводять хеджування протягом тривалого періоду часу, але, за рахунок вартості хеджування вони також збільшують частку своїх активів і зобов'язань у національній валюті [212]. Проте очікування неперервної девальвації/ревальвації можуть посилити доларизацію. Вплив є різним залежно від напряму тенденції зміни курсу: очікування девальвації збільшують рівень доларизації зобов'язань і валютного заміщення, тоді як очікування ревальвації сприяють доларизації активів.

Дедоларизація на ринковій основі передбачає ефективне управління ліквідністю. Зміцнення ліквідності з боку центрального банку робить національну валюту більш привабливою, оскільки короткострокові процентні ставки стають менш волатильними. Введення резервних вимог та операції на відкритому ринку дозволяють стабілізувати національну міжбанківську ставку. Окрім того, емісія середньострокових паперів як орієнтира для процентних ставок може поліпшити передачу сигналів грошово-кредитної політики та подовжити криву доходності. Аналогічно, розвиток валютного ринку і формування прийняттого рівня офіційних резервів забезпечує легкий доступ до іноземної валюти [109].

Бюджетні обмеження можуть знизити потребу уряду в запозиченнях в іноземній валюті, зменшуючи у такий спосіб доларизацію зобов'язань уряду, потребу у фінансуванні центральним банком державного боргу, і сприяють зниженню рівня диференціалу між національними та іноземними процентними ставками.

Активне управління державним боргом, спрямоване на емісію облігацій в національній валюті (за необхідності, індексованих на інфляцію), посилює розвиток національного ринку цінних паперів, забезпечує більшу гнучкість валютного курсу і, таким чином, сприяє дедоларизації (Болівія, Бразилія, Мексика). Однак це може викликати повторну доларизацію кредитів, оскільки високі процентні ставки за національною валютою, необхідні для переходу державного боргу від іноземної валюти до національної, перешкоджають приватному сектору запозичувати в національній валюті і заохочують приватні кредити в іноземній валюті.

Обов'язковий аспект дедоларизації – розвиток національного фінансового ринку. Ліквідний ринок облігацій є гнучкою інвестиційною альтернативою доларовим депозитам, а випуск цінних паперів у національній валюті сприяє зниженню доларизації активів. Розвиток національної бази для інвесторів, наприклад, для пенсійних фондів, підтримує попит на довгострокові валютні інструменти в національній валюті [248].

Важливою основою дедоларизації є пруденційне регулювання. Звільнення банків від адміністративного контролю за процентними ставками призводить до встановлення позитивних внутрішніх реальних процентних ставок, тим самим стимулюючи використання національної валюти.

Одним із поширених заходів є регулювання резервних вимог. Депозити в національній валюті повинні мати умови, які щонайменше такі ж сприятливі, як і для депозитів в іноземній валюті. Такі заходи, як обов'язкове деномінвання резервних вимог по депозитах в іноземній валюті в національній валюті, встановлення вищих резервних вимог по депозитах в національній валюті порівняно з депозитами в іноземній валюті (Болівія, Гондурас, Нікарагуа), або введення вищих резервних вимог щодо депозитів в іноземній валюті, стимулює банки до залучення депозитів у національній валюті і збільшує диференціал процентних ставок. Поширення резервних вимог на небанківські фінансові установи, що беруть участь в доларовому посередництві (наприклад, лізингові компанії), або на нехеджованих кредиторів також використовується на практиці як заходи з дедоларизації.

Заходи пруденційного регулювання, спрямовані на забезпечення належного управління валютним ризиком, сприяють дедоларизації. Вони включають вузькі ліміти відкритої валютної позиції; більш високі вимоги ліквідності до депозитів або кредитів в іноземній валюті (Уругвай); стягнення вищої премії за ризик по доларових депозитах, що беруть участь у схемах гарантування вкладів (Уругвай); вищі капітальні вимоги і вимоги до резервів за доларизованими кредитами (Гондурас) [218].

Наприкінці ХХ ст. Латинська Америка стикнулася з проблемами фінансової нестабільності, валютних криз і гіперінфляції, що призвело до високого рівня фінансової доларизації. Однак регіон досяг значного зниження рівня доларизації, продемонстрував макрофінансову стійкість під час глобальної фінансової кризи та зміг стати одним з найсильніших ринків, що формуються. Протягом майже десяти років країни ЛА5 проводили відповідальну податково-бюджетну і фінансову політику, утримуючи під контролем вразливість до несприятливих змін. Двома вирішальними факторами стали інституційні реформи центральних банків та зміна основ грошово-кредитної політики. Нові заходи політики посилили здатність центральних банків підтримувати стабільність цін і формувати довіру, що підвищило їх здатність керувати інфляційними очікуваннями як шляхом сигналізування про майбутні кроки монетарної влади, так і завдяки роз'ясненню суспільству цілей монетарної політики з метою формування позитивної та оптимальної оцінки

спроможності центрального банку їх виконувати. Зміцнення ролі центрального банку відбулося не лише завдяки чіткому мандату на боротьбу з інфляцією, але й завдяки підвищенню незалежності та підзвітності центрального банку, проведення більш ефективної політики, а також посилення інформаційної роботи та прозорості [27]. Удосконалення заходів політики допомогло країнам Латинської Америки уникнути найважчих наслідків глобальної фінансової та економічної кризи.

У рамках фінансової стабілізації країни ЛА провели комплексні реформи грошово-кредитної політики, застосувавши управління резервними вимогами, обліковими ставками та ліквідністю (як на стадії експансії, так і на стадії стискання) як основні макропруденційні важелі та інструменти політики дедоларизації.

Для відвернення і подолання системного ризику центральні банки Латинської Америки контрциклічно використовують резервні вимоги на банківські зобов'язання. Традиційно інструмент обов'язкових резервних вимог використовується центральними банками для регулювання обсягів грошової маси в обігу та забезпечення певного мінімального рівня ліквідності банківської системи: у разі зниження норми обов'язкових резервних вимог відбувається збільшення вільної ліквідності банків і розширюються їх можливості щодо проведення активних операцій та виконання своїх зобов'язань [91]. Підвищення нормативу обов'язкового резервування, навпаки, зменшує зазначені можливості та пропозицію грошей. Резервні вимоги можуть встановлюватись окремо для національних та іноземних зобов'язань балансів банку. Окрім того, вони можуть встановлюватись на активи, а не на зобов'язання [285].

В умовах, коли великі припливи капіталу сприяють швидкій кредитній експансії та вимагають встановлення монетарних цілей відповідно до кредитного циклу, резервні вимоги замінюють або доповнюють деякі інструменти грошово-кредитної політики для досягнення бажаних ефектів. У таких випадках резервні вимоги можуть бути субститутами зростанню облікових ставок. Так, сплеск зростання кредитування і тиск перегріву від великих припливів капіталу протягом 2006-2008 років змусили центральні банки Колумбії та Перу знизити процентні ставки. Однак, таке звуження ставок не змогло стримати кредитний бум, спричинений нестійким припливом капіталу (річні темпи зростання реального кредитування перевищили в деяких країнах

30%, у Бразилії споживче кредитування досягло протягом цього періоду 35% річних темпів зростання). Відразу проявилася зростаюча тенденція до збільшення проблемних кредитів. Саме в контексті усунення ризиків, пов'язаних з кредитною експансією, були застосовані резервні вимоги [182; 345]. Резервні вимоги також є додатковим інструментом для валютної стерилізації. У періоди великих надходжень капіталу вони можуть замінити операції на відкритому ринку та валютні інтервенції центрального банку, тим самим зменшуючи їх квазі-фіскальні зусилля [300].

Так, диференційоване застосування резервних вимог за депозитами в національній та іноземній валютах дозволило Центральному банку Перу здійснювати управління ризиками доларизованої фінансової системи. Регулятор підвищив резервні вимоги на зобов'язання як у національній, так і в іноземній валюті, та встановив значно вищі коефіцієнти до депозитів нерезидентів, деномінованих у національній валюті. Гранична норма резервування в національній валюті збільшилася з 6 до 25%, а в іноземній валюті – з 30 до 45% протягом січня-квітня 2008 р. Також протягом цього періоду мінімальна ставка обов'язкових резервів була збільшена з бдо 8,5%, а резервні вимоги за активами фінансових інститутів-нерезидентів збільшилися до 120 відсотків [304].

Контрциклічне використання резервних вимог Центральним банком Бразилії протягом світової економічної кризи 2008-2009 рр. було інноваційним: підтримка фінансової стабільності здійснювалась через вплив на ліквідність та перерозподіл кредиту [301; 314]. На додаток до традиційної ролі з підтримки ліквідності центральний банк використовував резервні вимоги як механізм стимулювання розподілу ліквідності від великих фінансових інститутів до дрібних. У 2008 р. великі банки частково звільнялись від резервних вимог за строковими депозитами, якщо вони купували активи дрібних банків [301]. Окрім того, було введено новий тип строкових депозитів з особливими гарантіями фонду страхування вкладів, аби установи, які покладаються на даний інструмент, могли покращити фінансовий стан від скорочення резервних вимог. Також обов'язковою стала умова, що фінансові інститути розширюють кредитування агросектора, за рахунок вивільнення ресурсів який фінансувався за рахунок скорочення резервних вимог [301; 325].

Отже, резервні вимоги виконують контрциклічну роль для управління кредитним циклом у широкому сенсі: під час підйому високі резервні вимоги можуть збільшити ставки за кредитами, уповільнити кредитування і обмежити надлишкові важелі позичальників в економіці, таким чином, виступаючи як механізм обмеження швидкості зростання кредиту. В умовах спаду вони можуть полегшити обмеження ліквідності у фінансовій системі, діючи як буфер ліквідності [182]. У цьому випадку резервні вимоги виступають як гнучкий субститут для інших макропруденційних інструментів, спрямованих на зниження динаміки кредиту. Наприклад, вони є альтернативою для таких кількісних обмежень як кредитні стелі.

Окрім того, резервні вимоги до іноземних або національних запозичень банків абсорбують системні ризики шляхом поліпшення структури фінансування банківської системи, зменшуючи залежність від короткострокового зовнішнього фінансування та знижуючи уразливість банківського сектора до швидкого зменшення ліквідності [324]. Так, у Перу активне управління резервними вимогами за зобов'язаннями в іноземній валюті зі строком погашення менше від двох років свідчить про те, як резервні вимоги за іноземними кредитними лініями банків можуть змінити їхній склад зовнішніх запозичень банків під час значних надходжень капіталу [304;305].

Варто зауважити, що резервні вимоги пов'язані з певними витратами і можуть внести корективи у фінансову систему [173;221]. Резервні вимоги обмежують фінансування банків, а також, якщо резервні вимоги формуються за ставками, нижчими від ринкових, вони діють як податок на банки. У відповідь, банки можуть передати ці витрати іншим агентам, шляхом підвищення спредів між кредитними і депозитними ставками. Це може стимулювати банківську деінтермедіацію, збільшити небанківське фінансування і призвести до надмірного прийняття ризиків в інших, менш регульованих секторах [63]. Резервні вимоги можуть також зменшити кредит через вплив на фінансування банку, особливо якщо резервні вимоги є обов'язковими (наприклад, для банків, які не мають достатнього обсягу резервів); вони також можуть генерувати стимули для регуляторного арбітражу. У деяких випадках такі стимули матеріалізуються у вигляді поширення слабо регульованих установ банківського типу (наприклад, офшорні банки). Нарешті, за асиметричної реалізації серед агентів

ринку, резервні вимоги стають де-факто крос-схемою субсидування, що спотворює поведінку банків, змушуючи деякі з них змінити свої моделі фінансування в бік більш нестабільних джерел [301].

Вплив резервних вимог на вартість і доступність кредиту визначається за ринковою структурою банківської системи і рівнем фінансового розвитку. Ефекти від резервних вимог традиційно аналізуються як податок на банківське посередництво [345]. Зміни в резервних вимогах будуть мати передавальний ефект на кредитні процентні ставки на тих ринках, на яких банки мають частково монопольну владу.

Варто зауважити, що ефект впливу резервних вимог на кредит та процентні ставки залежить від режиму грошово-кредитної політики або наявності субститутів фінансування, відмінних від депозитів. Резервні вимоги здійснюють прямий вплив на грошовий мультиплікатор, а, отже, на грошові агрегати та кредитування [298]. За умов режиму інфляційного таргетування ефект менш очевидний, оскільки центральний банк готовий запропонувати ліквідність, необхідну ринку для очищення за короткостроковою обліковою ставкою. Якщо кредит центрального банку є близьким заміником депозитів, більш високі резервні вимоги знизять ставки за депозитами, зберігаючи ставки за кредитами без змін. Однак, якщо ця умова не виконується через розрив у строках погашення банку або через невизначеність щодо майбутньої поведінки короткострокових ставок, тоді резервні вимоги знижують обсяги кредитування і збільшують ставки кредитування [77]. Це підкреслює роль недосконалого взаємозаміщення серед інструментів і ринків як необхідної умови для ефективності резервних вимог. У цілому, наявність фінансових відхилень (фрикцій) значною мірою визначає роль резервних вимог і характер їх взаємодії із грошово-кредитною політикою [281]. Наприклад, К. Глокер і П. Тобін показують, що в режимі політики, за якого облікова ставка пристосовується до інфляції та виробництва, а резервні вимоги пристосовуються до кредиту, досягається фінансова стабільність [182].

Загалом, резервні вимоги слугують інструментом для розподілу кредиту з метою полегшення тиску ліквідності. У періоди потрясінь асиметричне використання резервних вимог за інструментами, секторами і фінансовими установами може допомогти прямому кредитуванню, полегшити ліквідні обмеження в конкретних

секторах економіки, які загрожують системними наслідками (наприклад, в Бразилії влада спрямовувала ліквідність у дрібні банки шляхом гарантування більшим банкам скорочення резервних вимог, якщо вони розширять ліквідність для малих і середніх банків) [78]. В інших випадках, якщо системні ризики є очевидними, граничні резервні вимоги можуть бути застосовані для управління обсягом банківського кредиту, що впливає з фінансування, пов'язаного з випуском певних інструментів (наприклад, депозитних сертифікатів).

Управління резервними вимогами стало одним з інструментів, завдяки використанню якого країнам ЛА вдалось уникнути руйнівних наслідків світової економічної кризи 2008-2009 рр. У період після кризи цей інструмент політики допоміг в управлінні надлишковою ліквідністю в контексті адаптивних монетарних умов до значних припливів капіталу. Економічна діяльність і кредитна динаміка значно зросли, досягнувши нових максимумів у середині 2011 р. Реальне банківське кредитування приватного сектора показало рекордні річні темпи зростання – майже 20%, що було підсилено сприятливими міжнародними умовами фінансування, великими потоками капіталу та високими цінами на сировинні товари [236;303].

Ще одним інструментом монетарної політики, який країни ЛА ефективно застосовували в рамках проведення дедоларизації, є процентна політика, дія якої полягає в установленні та періодичній зміні центральним банком офіційних процентних ставок за його операціями.

Основним орієнтиром вартості ресурсів для суб'єктів економіки є облікова ставка центрального банку. Підвищення рівня облікової ставки веде до зменшення обсягів рефінансування банків, зниження грошової бази і пропозиції грошей. Зменшення облікової ставки центрального банку має зворотній ефект: стимулює зростання попиту на дешевші кредити рефінансування, зниження кредитних ставок та зростання на цій основі попиту на кредит банків, що веде до зростання пропозиції грошей. На основі розширення/звуження пропозиції грошей стимулюється економічна активність суб'єктів економіки, тому процентна політика є важелем регулювання ділової активності суб'єктів економіки та циклів її розвитку.

Процентна політика центрального банку також має вплив на динаміку обмінного курсу національної валюти через стимулювання припливу або відпливу

короткострокових капіталів, які переміщуються між країнами у пошуку найбільш прибуткового розміщення. Підвищення центральним банком облікової ставки стимулює приплив короткострокових капіталів до країни з тих країн, в яких облікова ставка нижча, і сприяє у такий спосіб поліпшенню стану платіжного балансу і ревальвації (укріпленню) національної валюти. Зниження ж центральним банком облікової ставки, навпаки, стимулює відплив капіталів із країни, що зумовлює девальвацію національної валюти [47].

Загалом, процентний канал монетарної трансмісії традиційно вважається головним каналом передавального механізму, дія якого полягає в тому, що зміна грошово-кредитної політики, насамперед через офіційну облікову ставку, прямо впливає на короткострокові ставки на фінансовому ринку, і через криву дохідності – на довгострокові. З певним часовим лагом її вплив поширюється на ставки комерційних банків для економічних суб'єктів, тим самим – на інтенсивність переміщення капіталу між різними сегментами фінансового ринку, заощадження, інвестиції, споживання, тобто на зміну сукупних витрат і попиту, а, отже, – і на темпи зростання економіки та рівень інфляції [7].

Якщо до середини 2008 р. країнами ЛА5 проводилась жорстка політика підвищення процентних ставок (очікування більшості центробанків ЛА, що шок пропозиції матиме тимчасовий характер і не вплине істотно на інфляцію, не виправдались, оскільки шоки пропозиції стали постійними, і базова інфляція почала зростати), то крах «Lehman Brothers» повернув попередню дилему ревальвації валюти, поставивши національні валюти під тиск. Загальносвітова рецесія скоротила експорт в усьому регіоні (наприклад, у Бразилії та Мексиці квартальне скорочення експорту склало 20%) [81]. Мета нової політики полягала в тому, аби підтримувати потік кредитів і запобігти банківській кризі, яка може спричинити економічний колапс. Центральні банки відповіли суттєвим зниженням облікової ставки, що пом'якшило несприятливий вплив краху «Lehman Brothers» на економічну діяльність і сприяло зниженню ставок банківського кредитування [303].

На початку 2009 р., коли глобальна фінансова криза переросла в глобальну рецесію, центральні банки ЛА5 почали знижувати облікові ставки, щоб допомогти відновленню економіки. Швидкість лібералізації грошово-кредитної політики

диференціювалась залежно від інфляційних прогнозів і того, в якій фазі економічного циклу перебувала кожна з країн. Оскільки перед крахом компанії «Lehman Brothers» облікові ставки перебували на високому рівні, більшість центральних банків ЛА5 змогли значно їх знизити, на відміну від розвинених країн, в яких облікові ставки центральних банків і так були близькими до нуля. Подібно до розвинених країн, центральні банки ЛА5 використовували різні заходи для ослаблення дефіциту грошей в економіці своїх країн, серед яких – полегшення доступу до кредитних ресурсів центрального банку з метою поповнення ліквідності і скорочення норм резервування. З іншого боку, якщо взяти до уваги «запізнення» впливу грошово-кредитної політики, високі внутрішні процентні ставки перед несподіваною глобальною кризою могли поглибити економічний спад у цих країнах. У даному випадку вирішальну роль відіграла інформаційна робота: центральні банки роз'яснювали ринкам свої рішення про заходи монетарної політики та її цілі.

На відміну від центральних банків у країнах з розвинутою економікою, країни ЛА5 вжили заходів з підтримання ліквідності національних та іноземних валют для полегшення напруги, пов'язаної з раптовим погіршенням зовнішніх умов фінансування у зв'язку з відтоком капіталу, з метою зниження ризику виникнення кризи ліквідності. Наприклад, Центральний банк Перу надає роз'яснення, що зниження облікової ставки відбулось заради впливу на інфляційні очікування, аби знизити ризики настання валютної та кредитної криз [200].

Хоча усі центральні банки ЛА5 почали знижувати процентні ставки (починаючи з 2009 р.), темпи пом'якшення грошово-кредитної політики варіювали в кожній країні, залежно від інфляційних очікувань і положення кожної країни в бізнес-циклі (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

Облікові ставки центробанків ЛА5 (%) у 2008-2009 рр.

Країн	2008	2009 I кв.	2009 II кв.	2009 III кв.	2009 IV кв.	2009
Бразилія	13,75	250	200	50	0	8,75
Чилі	8,25	600	150	25	0	0,50
Колумбія	9,50	250	250	50	50	3,50
Мексика	8,25	150	200	25	0	4,50
Перу	6,50	50	300	175	0	1,25

Джерело: складено автором на основі [325; 327; 328; 329; 336].

У зв'язку з тим, що ставки були високими до початку глобальної кризи, більшість центральних банків країн ЛА5 змогли їх суттєво скоротити. Натомість, центральні банки розвинених країн, чії процентні ставки були близькими до нуля, не мали такої альтернативи. Центральний банк Бразилії зупинив зниження ставок до липня 2009 р. на позначці 8,75%, а з коригуванням на інфляцію – 4% [325]. Центральний банк Чилі єдиний серед країн ЛА5 скоротив процентну ставку майже до нуля в липні 2009 р. [336].

Центральні банки країн ЛА5 знову підтвердили свою прихильність до стабільності цін і в кінцевому підсумку досягли вищих результатів, ніж інші країни Латинської Америки. Центральні банки Чилі, Колумбії та Перу інформували ринки, що підвищення процентних ставок було необхідним заходом, оскільки базова інфляція почала зростати, а інфляційні очікування розходились з цільовим показником інфляції. Порівняно з іншими країнами регіону ЛАК, у тому числі офіційно доларизованих країн і країн з режимом валютної ради, країни ЛА5 змогли краще протистояти інфляційному тиску.

Центральним банкам вдалось забезпечити валютну ліквідність з декількох причин. По-перше, вони спромоглися сформувати міжнародний резервний буфер у період сприятливих зовнішніх фінансових і торговельних умов; по-друге, сформували політику, яка надала їм доступ до гнучкої кредитної лінії МВФ (Колумбія і Мексика), що сигналізувало ринкам про довіру МВФ до їхньої політики. Окрім того, Бразилія та Мексика мали доступ до 30 млрд. дол. США валютного свопу від ФРС [86; 107].

Для забезпечення валютної ліквідності центральні банки створили механізми з кредитування в іноземній валюті, що включали валютні свопи (Бразилія та Чилі). Центральний банк Бразилії також проводив аукціони з надання кредитів комерційним банкам з метою підтримки у фінансуванні експорту та пролонгував зовнішні борги. Перу продавав сертифікати, індексовані до долара США, але встановлені в національній валюті. Широке використання альтернатив прямим доларовим своп-продажам допомогло зберегти міжнародні резерви. Також Перу скоротив резервні вимоги для доларових депозитів, а Чилі дозволила використовувати песо на виконання резервних вимог за депозитами, деномінованими в доларах США. Деякі

центральні банки ЛА5 запровадили нові механізми для забезпечення хеджування проти девальвації національних валют, у тому числі – через деривативи (дод. Ц 1).

В умовах глобальних циклічних коливань важливим контрциклічним інструментом стала валютно-курсова політика. Загалом, контрциклічні заходи політики зі «згладжування» валютного курсу у відповідь на потоки капіталу можна поділити на дві групи: «торгівля потоками капіталу» та «оподаткування потоків капіталу» [238; 290].

Перша група відображає традиційну політику інтервенцій на валютному ринку, що мають форму купівлі іноземної валюти під час припливів капіталу та продажу валюти під час відтоку капіталу [222]. Окрім того, центральний банк приймає протилежну позицію до валютних трансакцій приватних інвесторів. Так, якщо приватні інвестиції (портфельні або прямі) тягнуть за собою торгівлю іноземною валютою за активи, номіновані в національній валюті (фінансові чи реальні), уряд компенсує це купівлею доларів в обмін на активи в національній валюті. У цілому, цей тип інтервенцій змінює позицію іноземних активів консолідованого державного сектора, у тому числі центрального банку. Друга група заходів полягає в підвищенні витрат (вставлення «палиць у колеса») від крос-валютних операцій, включаючи податки (подібні до податку Тобіна), різні резервні вимоги або кількісні обмеження на мобільність капіталу [59; 74].

У першому випадку державний сектор займає сторону купівлі/продажу на валютному ринку для задоволення продажу/купівлі іноземної валюти приватними інвесторами і стабілізації кінцевої ціни, як правило, (хоча і не обов'язково) за вартістю стерилізації. У другому випадку державний сектор перешкоджає перехресним потокам, підвищуючи трансакційні витрати за рахунок прибутку, тим самим відштовхуючи припливи (а не поглинаючи їх, як у першому випадку) або перешкоджаючи відтоку капіталу.

Існує різноманітність форм у рамках кожної групи. Наприклад, традиційні інтервенції центрального банку часто набувають форми стерилізованої купівлі долара на спотовому ринку (коли центральний банк емітує папери в національній валюті в обмін на долари, змінюючи попит та пропозицію на валютному ринку, тим самим задовольняючи попит на активи в національній валюті без зміни обсягу

грошової маси) або інтервенцій на форвардному ринку (який не має монетарного ефекту, а отже, не потребує стерилізованих операцій на відкритому ринку) [290].

Аналогічний ефект може бути досягнутий за рахунок управління державним кредитом, тобто, балансовими операціями, які змінюють валютну структуру консолідованого державного боргу. Прикладами таких операцій є випуск боргових зобов'язань в національній валюті з метою скасування зобов'язань у іноземній валюті, зміна внутрішніх і зовнішніх джерел фінансування, випуск боргових зобов'язань у національній валюті для фінансування фонду суверенного багатства за кордоном, або покриття майбутніх зовнішніх зобов'язань на ринку свопів. Те ж саме справедливо і для квазі-суверенних суб'єктів [238; 290].

Ще один варіант інтервенцій передбачає зміну складу портфеля інституційних інвесторів, наприклад, шляхом збільшення або зменшення обмежень на іноземні активи (хоча пенсійні фонди в країнах Латинської Америки, як правило, покривають більшу частину валютних ризиків на національних ринках деривативів) або шляхом зміни критеріїв, за якими пенсійний фонд включає валютні активи (які повинні збільшити доларову складову типового портфеля пенсійного фонду).

З іншого боку, заходи на зарозок «палиці у колеса» включають контроль капіталу – чилійський тип податку Тобіна або еквівалент безпроцентних резервних вимог за окремими потоками іноземного капіталу, а також кількісні обмеження азійського типу на максимальний обсяг транскордонних потоків та іноземну власність. Також до цієї категорії належать мікропруденційні заходи, що включають обмеження на інвалютні позиції банків та обмеження на інвалютне (доларове) кредитування «недоларових» суб'єктів, адміністративні вимоги – вимоги щодо звітності за операціями з іноземною валютою, а також пом'якшення обмежень на відтік капіталу (наприклад, послаблення обмежень за іноземними активами для національних інституційних інвесторів). У табл. 3.2 підсумовано цю класифікацію, що описує гравців, пов'язані з інтервенціями витрати, і містить окремі нещодавні приклади таких інтервенцій в країнах ЛА.

Таблиця 3.2

Характер інтервенцій центральних банків країн ЛАК

Вид інтервенцій	Предмет інтервенції	Спосіб купівлі/продажу	Пов'язані з інтервенцією витрати
Прямі інтервенції ("купівля припливів капіталу")	Нестерилізовані купівлі та продажі ЦБ (Аргентина)	Аукціон або дискреційна купівля	Інфляція
	Стерилізовані купівлі та продажі ЦБ (Бразилія, Колумбія, Аргентина, Чилі, Перу, Уругвай)	Аукціон або дискреційна купівля; стерилізація шляхом продажу векселів або угод репо; продаж песо паперів, встановлених в іноземній валюті	Квазі-фіскальні витрати: диференціальна процентна ставка плюс зміна оцінки
	Урядові та квазі-державні купівлі-продажі (стабілізаційні і суверенні фонди Чилі, Бразилії, Аргентини, Перу)	Через державні або приватні банки	Фіскальні витрати (ринковий арбітраж - одночасне здійснення операцій купівлі-продажу цінного папера на різних ринках для отримання вигоди від різниці цін)
Оподаткування припливів капіталу ("палиці у колеса")	Податок Тобіна на трансграничні трансакції; Прибутковий податок на доходи нерезидентів або капітальні доходи	Закон або постанова	Нижча ринкова ліквідність
	Резервні вимоги на іноземні припливи капіталу	Закон або постанова	Вищі витрати пов'язані з кредитуванням в іноземній валюті
	Обмеження на доступ іноземців на місцеві ринки	Регулятивні норми фінансового ринку	Нижча ринкова ліквідність
	Нормативні резерви як альтернатива підвищенню процентних ставок	Рішення монетарної політики	Ширша маржа процентних ставок у національній валюті

Джерело: складено автором на основі: [325; 327; 328; 329; 330; 336].

Центральні банки ЛА5 успішно пройшли випробування, викликані високими цінами на товари і паливо, відтоком капіталу і глобальним економічним спадом. ЦБ відпустили валютний курс, зберігаючи при цьому інфляційні очікування на рівні, близькому до цільового. Зокрема, показник 12-місячних інфляційних очікувань був близьким до таргету протягом кризового та посткризового періодів в усіх країнах ЛА5, навіть коли поточний рівень інфляції не потрапляв у таргетований коридор. Наприклад, у періоди загальносвітової інфляції (2007-2008 рр.) інфляційні очікування були нижче, ніж рівень поточної інфляції. Це говорить про те, що довіра

до центральних банків дала ринкам змогу розрізнити циклічний характер короткострокової інфляції та довгострокових трендів, утримуючи інфляційні очікування на якорі в довгостроковій перспективі. Оскільки попри різкі коливання номінального валютного курсу, інфляційні очікування залишалися незмінними, можна припустити, що передавальний ефект значно зменшився порівняно з попередніми кризовими періодами [317; 321].

Деякі країни ЛАК з фіксованим валютним курсом, незважаючи на більшу їх вразливість, спромоглися утримати інфляцію та інфляційні очікування під контролем. Багато з 32 країн ЛАК, особливо невеликі острови, мають в основі грошово-кредитної політики закріплення валютного курсу до долара США. До них належать країни валютного союзу східної частини Карибського басейну та ті країни, які прийняли долар США як законний платіжний засіб (Ель Сальвадор, Еквадор і Панама). У свою чергу, поведінка інфляції за умов існування в країнах проміжних режимів була неоднозначною. Хоча інфляція залишається відносно стабільною, ці країни можуть втратити можливість згладжувати розлади в економіці, що виникають через зовнішні потрясіння [257].

У рамках боротьби з наслідками кризи країнами ЛАК були посилені заходи пруденційного регулювання і нагляду. Стійкість банківських систем зросла. На відміну від розвинених країн, фінансові установи країн ЛА5 не зазнали впливу «токсичних» активів (принаймні в системних розмірах). Загалом під час глобальної фінансової кризи коефіцієнти достатності капіталу в значній мірі перевищували 8% мінімум Базельської угоди і складали в середньому 16%. Окрім того, більшість країн ЛА5 зробили кроки до поступового впровадження вимог Базелю II [218].

Дані країни також модернізували законодавство щодо банківських банкрутств і зміцнили систему страхування. На додаток до стандартної ролі центрального банку як кредитора останньої інстанції, більшість країн ввели депозитні страхові механізми та банківські положення щодо запобігання банкрутства банку (табл. 3.3). Країни проводять страхування депозитів, розмір якого в окремих випадках є більшим за ВВП на душу населення у 12 разів (Мексика). Ці схеми в більшості випадків фінансуються з премією за ризик, що сплачується депозитними установами.

Таблиця 3.3

Захисні заходи банків країн ЛА

Країна	Максимальний розмір кредиту та строк	Страховання депозиту (розмір покриття)
Аргентина	100% капіталу, 180 днів	8 000 дол. США
Бразилія	Розмір кредиту не визначений, 360 днів	34 500 дол.США
Колумбія	Розмір кредиту не визначений, 30-180 днів	9 900 дол. США
Мексика	Не встановлено законодавством	132 900 дол. США
Перу	100% капіталу, 30 днів	28 900 дол. США
Уругвай	150 % капіталу, до 180 днів	5 000 дол. США (іноземна валюта); 25 600 дол. США (національна валюта)
Чилі	Розмір кредиту не визначений, 90 днів	5 000 дол. США

Джерело: складено автором за даними [330].

У рамках нового зовнішнього контексту (особливо у посткризовий період) країни ЛА вжили макропруденційні заходи, спрямовані на поліпшення умов регулювання та з наглядом за фінансовим сектором та управління резервами і потоками капіталу, включаючи зміни резервних вимог, інтервенції на валютному ринку, встановлення лімітів за відкритими позиціями та реформи нормативно-правової бази фінансової системи (дод. Ц2). Так, Аргентина та Венесуела реалізували заходи, спрямовані на нормалізацію своїх валютних ринків і припинення значної втрати резервів. Таблиця, представлена у дод. Ц3, узагальнює основні макропруденційні заходи, прийняті країнами ЛА протягом останніх кількох років.

Однією з основ політики дедоларизації та фінансової стабілізації в країнах Латинської Америки також є інституційні передумови розвитку. Центральні банки країн ЛА5 отримали широку незалежність, з тим, аби вони могли виконувати мандат на підтримку стабільності цін і протистояти тиску з боку політичних сил [122]. Основні правові положення полягають у наділенні центрального банку владою, що дозволяє самостійно управляти процентною ставкою, та забороні або обмеженні прямого кредитування уряду [280]. Правильна капіталізація центрального банку також сприяє фінансовій автономії, посиленню довіри до грошово-кредитної політики [37].

Важливою віхою у здійсненні реформ у більшості країн стало усунення залежності між рішеннями у сфері монетарної політики і політичним циклом за рахунок встановлення строків повноважень членів ради центрального банку, що перевищують або перекривають термін президентських повноважень [142].

Центральні банки ЛА5 є одними із найбільш незалежних центральних банків Латинської Америки і демонструють дещо кращі результати, ніж багато інших провідних центральних банків країн з ринками, що формуються. Так, для визначення рівня автономності та підзвітності центральних банків використовується CWNE index (табл. 3.4). Індекс враховує де-юре показники автономії та підзвітності центральних банків: правління центрального банку, мандат, формування політики, кредитування уряду, фінансова автономія, підзвітність [144].

Таблиця 3.4

Індекс автономії центральних банків ЛА

Країна	Індекс незалежності центральних банків (CWNE)
Бразилія	0,81
Чилі	0,95
Колумбія	0,82
Перу	0,86
Мексика	0,85
Аргентина	0,77
Коста-Рика	0,63
Домініканська Республіка	0,82
Гватемала	0,74
Уругвай	0,74

Джерело: складено автором за [144].

Інноваційним реформам і заходам політики сприяло посилення інформаційної роботи та підвищення прозорості. В обмін на надання центральним банкам високого ступеня незалежності законодавство посилило відповідальність центральних банків перед ринками та суспільством в цілому, зобов'язавши їх розкривати і роз'яснювати свої заходи політики, цілі і результати за допомогою регулярних офіційних повідомлень [254]. Доступність широкого набору даних сприяє формуванню довіри суспільства, оскільки учасники ринку можуть переконатися (при відносно низьких витратах), що органи грошово-кредитної політики діють згідно із заявленими ними

цільми. Ці заходи відіграли вирішальну роль у підвищенні ефективності грошово-кредитної політики і довіри до неї.

Починаючи з Чилі в 1989 р., майже всі країни Латинської Америки прийняли нормативні акти, які наділяють центральні банки підвищеною автономією в обмін на більшу підзвітність. Ці реформи переслідують чотири цілі, що мають різний ступінь пріоритетності в різних країнах: 1) чітке повноваження на проведення політики з метою досягнення стабільності цін, на відміну від політики економічного зростання, яка раніше вважалась першочерговим завданням; 2) політична автономія у визначенні грошово-кредитної політики, в результаті якої розробка і проведення політики перестали обумовлюватися графіком виборів; 3) операційна автономія в проведенні грошово-кредитної політики без обмежень, включаючи можливість встановлювати процентні ставки без втручання уряду і жорсткі ліміти (а в деяких випадках – заборона) на фінансування бюджетного дефіциту; 4) підзвітність в досягненні цільових показників інфляції [219]. Більшість центральних банків модернізували свої операційні процедури в умовах гнучких режимів валютних курсів і перейшли від традиційного регулювання грошової бази як проміжного цільового орієнтиру до використання короткострокової процентної ставки як основного важеля грошово-кредитної політики [238].

Недовіра до національної валюти, що породжує неофіційну доларизацію, пов'язана з переконанням, що уряд не буде проводити довгострокову політику забезпечення стабільності національної валюти. Фіксований валютний курс не забезпечує цю стабільність, а вибір прийнятного режиму залишається важким завданням. Можна стверджувати, що якість уряду є важливою змінною в поясненні фінансової доларизації, оскільки збільшує інституційну владу, щоб запобігти ухваленню політики, яка призводить до втрати монетарної стабільності. Поліпшення якості інституцій є необхідною умовою зниження вразливості економік з ринками, що формуються, до значної девальвації [203].

Показник якості уряду впливає на рівень доларизації незалежно від впливу інфляції (дод. Ц.4). Протягом 1990-х рр. неофіційна доларизація прогресувала, незважаючи на падіння інфляції та спроби обмежити коливання валютного курсу. Одне з пояснень цьому – недовіра до головних державних інституцій, навіть за умов

проведення успішної політики зниження інфляції. Так, тенденція до стійкого утримання доларизації відображає не стільки поточну монетарну політику, скільки очікування, що цілі такої політики можуть у майбутньому бути змінені або скасовані.

Покращення інститутів влади може призвести до скорочення рівня доларизації. Таким чином, навіть у країн з історією високої інфляції є можливість змінити внутрішній процес доларизації за рахунок створення розумної політики та належного управління. Іншими словами, країни з ринками, що формуються, можуть досягти спокутування «первородного гріха» на національному рівні.

Неофіційну доларизацію не завжди слід розглядати як початкову умову, що визначатиме режим валютного курсу в країнах з ринками, що формуються. Для багатьох країн неофіційну доларизацію слід розглядати як ендогенну реакцію ринку на неприйнятну політику. Примусові заходи дедоларизації економіки, такі як штрафні резервні вимоги та обов'язкові періоди утримання для доларових депозитів, майже завжди супроводжувались значним відтоком капіталу і зниженням банківського кредиту. Таким чином, політика дедоларизації без поліпшення якості уряду передбачає значні витрати [202].

Наявність достатньої незалежності центрального банку в питаннях розроблення монетарної політики, розвинена система комунікацій центрального банку, чіткий мандат на підтримку цінової стабільності та ефективне застосування ринкових інструментів монетарної політики створили міцне підґрунтя для введення країнами ЛА5 як основу грошово-кредитної політики режиму таргетування інфляції – стратегії, спрямованої на підтримання стабільності цін та зосередженої на мінімізації відхилень у прогнозах інфляції від оголошеного інфляційного таргету. Таргетування інфляції як одна з функціональних форм забезпечення довіри до монетарної політики стало позитивним критерієм зміни монетарного режиму, приборкавши інфляційні очікування та збільшивши гнучкість грошово-кредитної політики, у тому числі – валютно-курсової [8]. У розрізі процесів дедоларизації таргетування інфляції розглядається як один з макроекономічних та інституціональних варіантів розв'язання проблеми зв'язку між динамікою інфляції та гнучкістю валютних курсів. Таргети встановлюються невизначену кількість разів, за винятком Бразилії та

Колумбії, в яких центральні банки переглядають і можуть змінювати таргети інфляції щорічно [266]. Як цільовий показник усі країни ЛА5 використовують індекс споживчих цін. Горизонт повернення інфляції до цільового рівня становить один рік, за винятком Чилі, в якій строк складає до двох років [184]. Варто зауважити, що характерним для країн ЛА є автономія центрального банку про оголошення значення і терміну досягнення таргету. Такий номінально високий рівень незалежності пояснюється тим, що ці країни у різні періоди часу змушені були вирішувати проблему стрімкого зростання інфляції, яка була спричинена монетизацією дефіциту бюджету [139].

Для того, щоб більш ефективно виконувати свій мандат, центральні банки ЛА5 переглянули власні методи роботи та обрали як операційний цільовий показник короткострокову процентну ставку для досягнення таргету інфляції. Центральні банки використовують цю ставку для подачі сигналів про зміну курсу грошово-кредитної політики, підвищуючи її при посиленні інфляційного тиску і знижуючи – у разі ослаблення цього тиску [188]. Центральні банки в Бразилії, Чилі, Мексиці та Перу обрали таргетом ринкову ставку овернайт. Центральний банк Перу (BCRP), фінансова система якого була високо доларизованою, застосував поетапну стратегію переходу від монетарного таргету до процентної ставки як операційного орієнтира [76]. До 2000 р. монетарна влада контролювала зростання грошової бази. На початку 2001 р. BCRP змінив свій операційний таргет на агрегат балансів поточних рахунків комерційних банків та центрального банку. У січні 2002 р. Перу ухвалило таргетування інфляції як режим грошово-кредитної політики. Окрім того, на початку 2002 р. BCRP доповнив таргет поточного рахунку шляхом створення коридору для міжбанківських ставок овернайт між депозитною ставкою овернайт і ставкою редисконтування. Цей коридор став операційною змінною грошово-кредитної політики Перу на початку 2003 р. У вересні 2003 р. BCRP оголосив, що буде встановлювати (через свої операції на відкритому ринку) таргет міжбанківської ставки овернайт, близький до середини коридору [328].

Банк Республіки Колумбії обрав в якості таргету ставку Центрального банку (мінімальну ставку для щоденних аукціонів ін'єкцій ліквідності) [329]. Банк Мексики («Banxico») прийняв процентну ставку в якості операційного орієнтира лише у січні

2008 р., для заміни попереднього операційного показника (т.зв. «корто»), що також був вдалим інструментом зниження інфляції – з 52% у 1995 р. до 4% у 2003 р. [120].

Згідно з класифікацією МВФ існує два режими таргетування: 1) монетарне таргетування – механізм коригувань коливань валютного курсу до «якірної бази» налаштовується залежно від цільових значень грошової маси як додаткового орієнтиру грошово-кредитної політики центрального банку (використовується в Аргентині); 2) інфляційне таргетування (ІТ) – згладжування волатильності валютного курсу проводиться залежно від динаміки темпів фактичної інфляції порівняно з її цільовим значенням (використовується в Бразилії, Гватемалі, Домініканській Республіці, Колумбії, Мексиці, Парагваї, Перу, Чилі та Уругваї) [72].

Концептуально такий підхід дає можливість виділити універсальні елементи стабілізаційних механізмів центральних банків і визначити лейтмотив мандата центрального банку щодо забезпечення цінової стабільності. Центральні банки країн Латинської Америки застосовували обидва варіанти таргетування, але частіше монетарне таргетування передувало інфляційному з причини високої нестабільності грошового попиту і у зв'язку з розвитком інститутів фінансового посередництва.

В узагальненому вигляді ІТ в країнах Латинської Америки можна охарактеризувати як змішане, або модифіковане, з позицій поєднання заходів грошово-кредитної та валютно-курсової політики (у 2014 р. лише Чилі та Мексика дотримувались режиму чистого інфляційного таргетування) [270]. Монетарна влада цих країн вкрай рідко здійснює валютні інтервенції. В рамках даного підходу вони розглядаються як екстраординарні заходи, а здійснювані операції на внутрішньому валютному ринку стерилізуються, нейтралізуючи їх вплив на рівень процентних ставок. В одних країнах взаємне налаштування механізмів грошово-кредитної і валютної політик проходило тривалий час (Бразилія, Чилі, Перу), в інших – швидко, під тиском світової фінансово-економічної кризи 2008-2010 рр. (Колумбія, Мексика і Гватемала). Насамперед, це пов'язано з труднощами вкорінення принципів таргетування в стратегії економічного розвитку (Бразилія, Парагвай, Перу і Уругвай) і у вже існуючі механізми макроекономічної стабілізації (Чилі, Колумбія). Хоча країнам Латинської Америки притаманні відмінності в концептуально-інституціональному оформленні систем інфляційного таргетування,

універсальними для них є такі елементи як «якірна база», вибір якої обумовлений як параметрами грошово-кредитного обігу, так і платіжного балансу, механізм встановлення цільових орієнтирів інфляції та їх ринкового супроводу (інституційної та комунікаційної інфраструктур) і механізм коригувань валютного курсу національної валюти щодо «якірної бази» [180]. Інфляція в країнах регіону генерується переважно в реальному секторі економіки і найчастіше вимірюється розширеним індексом споживчих цін (ІСЦ), за винятком Бразилії (дод. III) [139].

У Мексиці, Колумбії та Чилі центральними банками на щоденній основі здійснюється моніторинг базової частини ІСЦ (за вирахуванням сезонного продовольства і палива), а в Парагваї і Перу – індекс цін виробників. Крім того, деякі країни регіону застосовують важелі умовного коригування цільового орієнтиру ІСЦ залежно від динаміки додаткових індикаторів (наприклад, грошової маси) на основі верхньої і нижньої меж (Бразилія) або граничних відхилень від цільового значення (Гватемала, Колумбія, Уругвай та Чилі).

Узагальнюючи практику таргетування в країнах світу, МВФ сформулював ряд організаційно-інституційних передумов, необхідних для побудови системи таргетування, а саме: 1) повна законодавчо закріплена інституційна автономія центрального банку; 2) розвинена ринкова інфраструктура і незалежна система аналітичного супроводу діяльності центрального банку; 3) вільне ціноутворення; 4) стійка фінансова система [267; 268]. Таким чином, єдність перших трьох свобод надає діям центрального банку раціональність і передбачуваність з точки зору учасників ринку, вбудованих в глобальну систему світових фінансів. Як правило, усі центральні банки наділені операційною автономією в їх установчих документах, встановлення ж цільових орієнтирів напрямів діяльності може бути винесено за рамки їх повноважень [208]. Так, у більшості латиноамериканських країн рішення про цільові значення інфляції перебувають у компетенції центральних банків, але не варто забувати при цьому, що методику розрахунку ІСЦ можуть затверджувати інші органи.

Інституційна складова реформи інфляційного таргетування посилена системою міжвідомчої координації. У Бразилії, Домініканській Республіці та Уругваї мандатом на вирішення питань цінової стабільності був наділений спеціально

створений напіваавтономний орган центрального банку, підзвітний уряду, – Комітет з монетарної політики. У Парагваї та Уругваї у структурі центральних банків були засновані спеціальні підрозділи, підзвітні їх керівним органам, – виконавчий комітет з грошово-кредитних операціях та управління резервами. Інші центральні банки регіону обмежилися делегуванням частини таких повноважень раді директорів (Мексика, Чилі, Перу, Колумбія) або передачею частини компетенцій окремих підрозділів всередині центрального банку (наприклад, Управління монетарної політики Банку Гватемали). Однак у жодній країні Латинської Америки нові органи не отримали повної автономії [309].

Головним аналітичним завданням всієї системи таргетування є визначення кількісних параметрів цільового орієнтиру з інфляції, з одного боку, їх значення повинні бути незмінно нижчими фактичного рівня інфляції. З другого боку, в умовах ринкових структур низька інфляція може негативно позначитися на економічному зростанні через високий рівень доларизації [192]. Це закономірно обмежує можливості монетизації державних зобов'язань у національній валюті при стримуванні інфляційного тиску через низький попит на активи в національній валюті. У свою чергу, дедоларизація супроводжується вивільненням ліквідності, несвоєчасна стерилізація або зв'язування якої призводить до чергового витка інфляції. У таких умовах перехід країн Латинської Америки до ІГ вимагав, насамперед, певного інституційного реформування – від офіційного визнання першочерговості мети забезпечення цінової стабільності і ревізії міжвідомчої координації при встановленні цільових орієнтирів ІСЦ до посилення матеріально-технічної оснащеності центральних банків [267].

Інфляційне таргетування неможливе без урахування очікувань курсових коливань і темпів інфляції [9]. Тому до центральних банків висуваються вимоги більшої інформаційної прозорості та підвищення якості макроекономічних даних. На сьогодні більшість центральних банків регіону має досить інформативно насичені офіційні портали в мережі Інтернет, на яких, окрім стандартних даних про макроекономічну і поточну фінансову ситуацію, розміщуються регулярні звіти з інфляції, спеціальні доповіді про діяльність органів грошово-кредитного

регулювання, включаючи протоколи їх засідань («minutas» Банку Мексики або «сорт» Банку Бразилії) [68;155].

Першими в латиноамериканському регіоні перехід до інфляційного таргетування з 1991 р. де-юре оформили Чилі та Колумбія. З тих пір усі вжиті їх центральними банками заходи з лібералізації курсоутворення в цілому зводилися до розширення кордонів допустимих курсових коливань і зміни порогових величин інтервенцій, які задають траєкторію руху цільових орієнтирів операцій центральних банків на відкритому ринку.

Заслуговує на увагу досвід Колумбії з переходу від практики регулярних прямих інтервенцій (залежно від параметрів попиту та пропозиції на валютному ринку) до точкових операцій з вилучення ліквідності із задалегідь встановленими граничними обсягами. Усього через півроку після запуску механізму регулярних коригувань коливань валютного курсу колумбійського песо до долара США (з травня 2007 р.) накопичений обсяг інтервенцій Банку Республіки Колумбії (BRC) перевищив 50 відсотків усіх проведених за останні сім років (9,5 млрд. дол. США). Це було рівнозначно середньоденного обороту внутрішнього валютного ринку Колумбії. Безсумнівно, BRC вдавалося стабілізувати динаміку номінального курсу песо (середньорічна варіація курсу в 2008 р. становила 2%; в 2006-2007 рр. – 11,4%), стримуючи його різке зміцнення [222]. Однак, в умовах експортної орієнтації і торговельної лібералізації відновлення конкурентоспроможності колумбійських виробників відбувалося з різною швидкістю, закономірно відбиваючись на пропозиції валюти на внутрішньому ринку, і як наслідок – на дефіциті ліквідності. Так, разом зі зниженням привабливості колумбійських активів криза 2008-2010 рр. ознаменувалася безпрецедентним за всю історію статистичних спостережень скороченням колумбійського експорту на 13% [191].

Проте наступний сплеск волатильності курсу песо всередині 2013 р. вже не так негативно позначилася на колумбійському експорті (скорочення тільки на 2%). Безумовно, чимала заслуга в цьому товаровиробників, які управляли ціновими ланцюгами і маневрували валютно-платіжними умовами контрактів. З іншого боку, від того, наскільки своєчасною і передбачуваною буде реакція монетарної влади на ринкові шоки, залежать і горизонти планування, і розвиток реального сектора.

Позитивним у зростанні масштабів інтервенцій BRC стало те, що з їх допомогою було підготовлено основу для скорочення порогових величин операцій центрального банку, що призвела до зміщення кордонів інтервалу курсових коливань песо. Регулярні інтервенції BRC сприяли виробленню свого роду імунітету у суб'єктів валютного ринку до шоків грошової пропозиції, які генеруються в зовнішньоторговельному секторі (рис. 3.1).

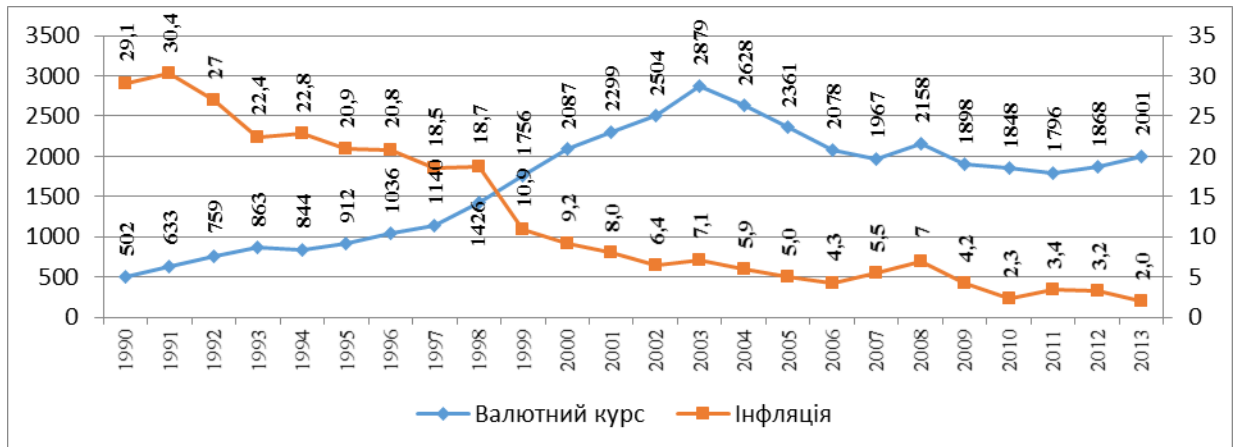


Рис. 3.1. Інфляція та валютний курс в Колумбії, 1990-2013 рр., %

Джерело: побудовано автором за офіційними даними [329].

Таким чином, приклад Колумбії підтвердив той факт, що послідовна грошово-кредитна політика, заснована на таргетуванні інфляції, здатна звужити діапазон коливань валютного курсу, знизивши тим самим волатильність на валютному ринку. Окрім того, практика BRC показує, що зменшення інтенсивності інтервенцій центрального банку у відповідь на шоки грошової пропозиції є симптомом ослаблення «страху перед плаванням». Спекулятивна частина валютного курсу, що знизилася, перестає транслювати всі зовнішні шоки в інфляційний тиск (розподіл темпів інфляції до і після переходу до режиму інфляційного таргетування в Перу знизився в 56 разів; в Бразилії – в 45 разів; в Мексиці – в 24 рази; в Чилі – в 6 разів). Далі відбувається стабілізація рівня процентних ставок у банківській системі (скорочення волатильності ставок складо 122 рази в Бразилії; 67 разів – в Перу; 13 разів – в Мексиці і 7 разів – в Чилі) [180].

У стандартних моделях ПГ малої відкритої економіки ключова роль у трансмісійному механізмі від грошово-кредитної політики до інфляції належить валютному курсу [47]. Відповідно, зростання національної процентної ставки,

наприклад, з метою протидії потенційному інфляційному тиску, як правило, призводить у короткостроковій перспективі до підвищення номінального і реального валютного курсів, що, у свою чергу, допомагає послабити інфляційний тиск через прямі і непрямі канали. Прямий канал відображає вплив зміни валютного курсу на зміну індексу споживчих цін. Непрямий канал працює через обмежувальний вплив реального валютного курсу на сукупний попит, виробництво та ціни. У деяких випадках ці зміни можуть супроводжуватися коливаннями в розмірі премії за ризик країни [39].

У випадку економіки з високим рівнем фінансової доларизації основні відмінності в механізмі грошово-кредитної трансмісії полягають у такому: 1) в такій економіці валютний курс відіграє більш важливу роль, ніж у недоларизованій економіці, тим самим викликаючи більший вплив валютного курсу на ціни; 2) балансові ефекти викликають фінансову напругу. Тобто замість того, щоб зниження реального валютного курсу мало позитивний вплив на обсяг виробництва, воно має негативний вплив [244].

У свою чергу, потенційно несприятливий вплив значних коливань валютного курсу викликає «страх перед плаванням» і вимагає встановлення цільового показника валютного курсу, навіть коли вказані шоки є тимчасовими [114]. Для сприяння такому режиму таргетування влада може проводити прямі інтервенції на валютному ринку як додаткового інструменту політики. Така політика може сприяти таргетуванню інфляції, якщо вона не спрямована на таргетування конкретної тенденції реального валютного курсу [65].

В умовах гнучкого режиму таргетування інфляції рух валютного курсу є важливим поведінковим фактором того, як економічні агенти надають перевагу розподілу фінансових ресурсів, що не тільки підтримує високий рівень доларизації економіки, а й обмежує дієвість і швидкість реакції економічних агентів на зміну монетарної політики. Високий рівень невизначеності щодо перспектив змін валютного курсу призводить до зростання валютних ризиків у разі здійснення торгових і фінансових трансакцій [289].

Альтернативні гнучкі режими інфляційного таргетування, що узагальнюють останній монетарний досвід країн Латинської Америки, подано у табл. 3.5 [255].

За умов класичного повного режиму таргетування інфляції (full-fledged inflation targeting, FFIT) первинним таргетом є інфляція, операційним таргетом – процентна ставка. Таким чином, шоки в основному поглинаються валютним курсом, а валютні інтервенції використовуються час від часу винятково для згладжування великих потрясінь.

Таблиця 3.5

Альтернативні гнучкі монетарні режими таргетування

	Повноцінний режим таргетування інфляції	Режим проміжного таргетування інфляції	Таргетування конкурентоспроможності за умов «страху перед плаванням»
Основний кінцевий таргет	Інфляція	Інфляція	Конкурентоспроможність
Вторинний кінцевий таргет	Конкурентоспроможність	Конкурентоспроможність	Інфляція
Операційний таргет	Відсоткова ставка	Монетарні агрегати	Валютний курс (ковзання)
Основний «поглинач» шоку	Валютний курс	Відсоткова ставка	Іноземні активи
Вторинний «поглинач» шоку	Іноземні активи	Валютний курс / Іноземні активи	Відсоткова ставка

Джерело: складено автором за: [325; 327; 328; 329; 336].

На відміну від даного режиму, таргетування конкурентоспроможності в умовах існування «страху перед плаванням» (fear of floating competitiveness targeting, FFCT) встановлює цільовим показником конкурентоспроможність, а монетарна влада обмежує коливання валютного курсу, використовуючи швидкість ковзання як оперативний таргет. Таким чином, валютні інтервенції є скоріше нормою, ніж винятком, а міжнародні резерви несуть на собі тягар боротьби з шоками. Щоб зменшити цей тягар, країнам необхідно також відкоригувати процентну ставку у відповідь на шоки.

Для прискорення таких дій, деякі країни використовують режим проміжного таргетування інфляції (intermediate inflation targeting, IT), за якого грошовий агрегат (як правило, банківські резерви) замінює процентну ставку як оперативний таргет. Таким чином, зниження попиту на банківські резерви, викликане початковим відтоком капіталу, автоматично підвищує процентні ставки [68; 255].

Введені режими у Чилі та Колумбії класифікуються як класичні режими ІТ (FFIT). Обидві країни мали високу волатильність валютного курсу, однак відносно низьку волатильність міжнародних резервів. Так, в Чилі введений у 1991 р. режим чистого таргетування інфляції дозволив знизити фактичний рівень інфляції з 30,4 відсотка в жовтні 1990 р. до 1,8 відсотка в 2013 р. Окрім того, протягом 1991-2012 рр. зростання ВВП становило в середньому 5,2% на рік [335;336]. Однак, варто зауважити, що успіх інфляційного таргетування в Чилі ґрунтувався на розвитку монетарних інститутів – у зв'язку з важкими наслідками банківської кризи в Чилі на початку 1980-х рр. була розроблена ефективна система регулювання банківської та фінансової сфери, яка є однією з найкращих в країнах з ринками, що формуються.

Режим ІТ, введений в Перу після 2002 р., є наближеним до FFIT, хоча й передбачає більш значні інтервенції на валютному ринку, в результаті чого волатильність валютного курсу значно нижче, ніж в Чилі та Колумбії. Попередній режим Перу передбачав використання банківських резервів в якості оперативного таргету, що призвело до підвищення волатильності процентних ставок. Монетарний режим у Болівії протягом більшої частини минулого десятиліття мав чіткі характеристики таргетування конкурентоспроможності за умов «страху перед плаванням» зі значною волатильністю міжнародних резервів і процентних ставок. У цілому протягом 2000-2005 рр. було досягнуто компроміс між волатильністю реального валютного курсу та волатильністю міжнародних резервів [70]. Зі збільшенням доларизації в той період (у випадках Болівії і Перу) спостерігалось зниження волатильності реального валютного курсу, що супроводжувалось зростанням мінливості міжнародних резервів (табл. 3.6).

Таблиця 3.6

Волатильність обраних змінних

	Реальний ефективний валютний курс		ВВП		Міжнародні резерви		Процентна ставка	
	1995-1999	2000-2005	1995-1999	2000-2005	1995-1999	2000-2005	1995-1999	2000-2005
Болівія	3.6	4.9	1.6	2.3	39.7	23.9	5.1	2.6
Чилі	5.7	7.4	4.6	1.6	15.9	4.6	2.8	2.5
Колумбія	10.5	11.1	3.9	1.3	13.8	7.7	8.0	2.2
Перу	5.2	3.1	4.2	1.2	21.5	11.3	2.6	0.5

Джерело: складено автором за офіційними даними центральних банків [328; 329; 330; 336].

Можна зробити висновок, що особливо ефективним режим ІТ виявився в скороченні рівня інфляції та в сприянні зростанню ВВП, про що свідчать офіційні дані центральних банків країн ЛА5 (табл. 3.7).

Таблиця 3.7

Зміна інфляції та ВВП після введення ІТ

Країна	Дата введення режиму ІТ	Середній річний рівень інфляції, %		Середній рівень зростання ВВП, %	
		До введення ІТ	Після введення ІТ	До введення ІТ	Після введення ІТ
Бразилія	1999	97,00	7,32	2,02	3,18
Колумбія	1991, 1999	23,32	6,93	3,09	2,93
Мексика	1996, 2000	45,73	5,05	3,36	2,74
Перу	1994, 2002	36,96	2,11	3,99	6,08
Чилі	1991, 2000	15,43	3,07	6,28	4,31

Джерело: складено автором за офіційними даними центральних банків [325; 327; 328; 329; 336].

Практика не лише країн ЛА5, але й інших країн регіону ЛАК, показує, що політика інфляційного таргетування є ефективним режимом монетарної політики у досягненні мети скорочення рівня доларизації. Незважаючи на специфіку каналів грошової трансмісії в доларизованій економіці, введення інфляційного таргетування несе позитивні сигнали для економічних суб'єктів. Це зумовлено тим, що прозора і передбачувана монетарна політика центрального банку забезпечує низькі інфляційні очікування [68].

Однак, варто зауважити, що режиму інфляційного таргетування недостатньо для забезпечення фінансової дисципліни або запобігання фіскального панування [65]. Уряд, навіть за умов проведення таргетування, може проводити безвідповідальну фіскальну політику. У довгостроковій перспективі значний бюджетний дефіцит спричиняє крах режиму інфляційного таргетування: фіскальні дефіцити, в кінцевому рахунку, повинні бути перетворені на гроші (монетизовані), або державний борг буде підірвано через значну девальвацію, і це викличе високу інфляцію [171]. Відсутність прямого фіскального домінування є ключовою умовою для таргетування інфляції, а створення інститутів, які виконують функцію «утримувачів» податково-бюджетної політики, мають вирішальне значення для успішної стратегії таргетування. Крім того, стійка фінансова система є ще однією

необхідною умовою для успішного таргетування інфляції. Однак, як зазначають Ф.Мішкін і М.Савастано, міцна фінансова система і відсутність фіскального домінування також мають вирішальне значення для стійкості та успішності будь-якої іншої стратегії грошово-кредитної політики, у тому числі повної доларизації [270]. Дійсно, таргетування інфляції може обмежити фіскальну політику до тієї міри, коли уряд активно братиме участь у створенні цільового показника інфляції (у тому числі шляхом координації майбутніх коригувань контрольованих урядом цін).

Окрім того, високий рівень доларизації може створювати потенційно серйозну проблему для таргетування інфляції. У багатьох країнах з ринками, що формуються, баланси фірм, домогосподарств і банків істотно доларизовані, а значна частина довгострокової заборгованості номінована в доларах. Оскільки таргетування інфляції обов'язково вимагає введення гнучкого режиму номінального валютного курсу, коливання останнього є неминучими. Значна і різка девальвація може посилити тягар доларових боргових зобов'язань, призвести до сильного погіршення балансів і збільшити ризики фінансової кризи. Це говорить про те, що країни з ринками, що формуються, не можуть дозволити собі ігнорувати валютний курс під час проведення грошово-кредитної політики в рамках таргетування інфляції.

Запровадження інфляційного таргетування обмежує інфляційні очікування, покращує ефективність монетарної політики, а отже, сприяє поверненню довіри до національної валюти [188]. Однак за слабо розвиненої фінансової системи доларизованої економіки, її слабких фіскальних інституціях та низькій довірі населення до монетарних органів, необхідно запровадити дещо видозмінену модель інфляційного прогнозування та визначення інфляційної цілі.

Завданням для доларизованих країн є розробка простих моделей інфляційного таргетування, що повною мірою відображають ті особливості, які виникають за умов фінансової доларизації, з використанням стримуючої девальвації через балансіві канали, прямих інтервенцій на валютному ринку та відповідної процентної політики для реагування на різні коливання.

3.2. Стратегії фінансової дедоларизації в країнах Латинської Америки (на прикладі Перу та Чилі)

У зв'язку з тим, що регіон ЛАК є гетерогенним, доларизовані країни застосовували різні методи та заходи політики в проведенні дедоларизації. Узагальнивши досвід різних країн ЛАК, їх можна згрупувати за типом стратегії політики дедоларизації (дод. Ш).

Країни Латинської Америки, які в нових глобалізаційних умовах узяли курс на макроекономічну стабілізацію, продемонстрували ефективність проведення дедоларизації на ринковій основі. Вдалим прикладом успішної дедоларизації фінансового сектора на ринковій основі є Перу. Загалом, протягом останніх 15 років Перу проводить успішну політику дедоларизації на ринковій основі завдяки впровадженню тривимірному підходу. Три лінії боротьби з доларизацією в країні були окреслені забезпеченням макроекономічної стабільності, ефективним управлінням резервними вимогами і впровадженням інших заходів пруденційного контролю для інтерналізації валютних ризиків, а також з розвитком ринку капіталу в національній валюті (соль). Як наслідок, кредитна та депозитна доларизація – в усіх секторах та з різними строками погашення – скоротилися.

Першим етапом проведення політики дедоларизації стало введення режиму інфляційного таргетування. Вже у перші роки провадження такої політики режим інфляційного таргетування став вдалим інструментом у подоланні доларизації економіки Перу. Протягом дефляційних процесів 1991-2001 рр. Центральний банк Перу застосовував політику монетарного таргетування. Починаючи з 2002 р., за нових умов низької інфляції, показник зростання грошової маси став більш непередбачуваним і вже не відображав стан монетарної політики. У цьому контексті Центральний банк ввів режим таргетування інфляції [76].

Однією з переваг процентної ставки як операційного таргету є її комунікативна функція, тобто стан грошово-кредитної політики публічно висвітлюється. Наприклад, зниження цільового рівня процентних ставок вказує на те, що центральний банк послабив свою грошово-кредитної політики, і навпаки.

Друга перевага операційного орієнтира полягає в тому, що короткострокова процентна ставка стає більш стабільною і передбачуваною, і допомагає подовжувати криву доходності процентних ставок для різних строків погашення. У разі відсутності стабільної і передбачуваної короткострокової процентної ставки, ринок не має орієнтиру, за яким треба встановлювати процентні ставки в національній валюті для різних строків погашення. За таких умов, процентні ставки є такими самими, як і для аналогічних операцій в іноземній валюті (у фінансово доларизованій економіці). У разі очікування падіння валютного курсу, національні процентні ставки слідують розвитку процентних ставок в іноземній валюті та очікуваному майбутньому знеціненню національної валюти (як у випадку з режимом прив'язки валютного курсу).

В умовах низької інфляції монетарні таргети є менш ефективними, оскільки грошові агрегати, як правило, слабо корелюють із рівнем інфляції в короткостроковій перспективі. Окрім того, такий таргет не вигідний для ринку капіталу в національній валюті, оскільки короткострокові процентні ставки можуть бути занадто волатильнимим.

Враховуючи, що інфляція вже була низькою (близько 0%) на час введення режиму таргетування інфляції, а міжбанківська ставка овернайт – надволатильною, тоді було прийнято рішення змінити операційний таргет з грошового агрегату на міжбанківську ставку овернайт. У той час економіка Перу перебувала в стані рецесії (зростання ВВП становило 0,3 відсотка у 2001 р.), а також існував ризик дефляції (інфляція склала нуль відсотків у 2001 р.). У цьому контексті, щоб обійти дефляційний тиск і досягти таргету інфляції, проводилась експансіоністська грошово-кредитна політика. У другій половині 2001 р. розпочалось різке ослаблення грошово-кредитної політики (міжбанківська ставка знизилася з 8,4 відсотка в липні до 3,1 відсотка в грудні), яке тривало протягом першої половини 2002 р., коли міжбанківська ставка досягла 2,5 відсотка (історично, це був найнижчий рівень), перевищуючи ставку ЛІБОР на 50 б.п. [305; 328].

У другій половині 2002 р. в умовах підвищеного тиску на валютний курс через збільшення сприйняття ризику в регіоні (у зв'язку з виборчим процесом в Бразилії) і помітні тенденції до збільшення темпів інфляції, центральний банк

проводив більш жорстку грошово-кредитну політику, а міжбанківська процентна ставка зросла з 2,6 відсотка в червні до 3,8 відсотка в грудні [288].

Протягом 2003-2004 рр. мінливість рівнів інфляції пояснювалася шоками пропозиції, які мали короткочасний вплив на конкретний набір товарів, але не впливали на тенденцію до зростання цін. Таким чином, ЦБ не відповів на ці шоки, але підкреслив їх тимчасовий характер у своєму Звіті для окреслення інфляційних очікувань – можливий вплив зростання світової ціни на нафту через війну на Близькому Сході.

Протягом 2004-2005 рр. динаміка інфляції перебувала під впливом сукупності факторів попиту і пропозиції та номінального валютного курсу. Річна інфляція досягла 4,6 відсотка – вище верхньої межі цільового діапазону (3,5 відсотка). Вищий рівень інфляції був пов'язаний в основному із шоками попиту, пов'язаними з вищою інфляцією імпортової продукції (пшениця та олія) і зниженою внутрішньою пропозицією сільськогосподарської продукції. Щоб запобігти зростанню інфляційних очікувань, Центральний банк підвищив міжбанківську ставки вдвічі, у серпні та жовтні – з 2,5 до 3,0 відсотка. До кінця 2004 року інфляція становила 3,5 відсотка (верхня межа); і знизилася до 3,0 відсотка в січні після реверсування шоків пропозиції [328].

Однак, оскільки економіка Перу була доларизована, необхідно було вжити додаткових заходів монетарної політики, спрямовані на зменшення вразливості економіки до значних коливань валютних курсів через проведення фінансової дедоларизації, інтерналізацію економічними агентами ризиків фінансової доларизації, запобігання ефектам балансу, прагнучи в той же час забезпечення доступності ліквідних коштів в іноземній валюті в разі нестачі ліквідності у фінансовому секторі. Так, з моменту прийняття режиму ІТ доларизація банківської системи знизилася з 67 до 55 відсотків.

Кредитна дедоларизація проходила повільніше, ніж депозитна, у зв'язку з падінням девальваційних очікувань у національній валюті. Якщо позичальники очікують, що національна валюта ревальвує до долара США, вони надають перевагу іноземній валюті, особливо враховуючи, що процентні ставки фінансових установ за валютними кредитами нижчі, ніж для кредитів в національній валюті.

Протягом 2002-2004 рр. зросло кредитування приватного сектора в національній валюті (соль) – з річними темпами зростання 11 відсотків [123].

Незважаючи на те, що середньострокові інфляційні очікування коливаються стосовно інфляційного таргету, довгострокові інфляційні очікування більш залежні від довгострокових рішень по заощадженнях і позиках. Підтвердженням цьому є доходність на ринках облігацій у національній валюті. Спред між доходністю казначейських облігацій у національній валюті зі строком погашення 7 років і доходністю індексованих за інфляцією казначейських облігацій в національній валюті з аналогічним строком погашення (тобто очікувана інфляція) наближувався до таргету інфляції. Вже в лютому 2005 р. вони були близькими до цільового показника інфляції – 2,45 відсотків [328].

Друге пояснення процесу дедоларизації полягає у стабільності реальної доходності активів, деномінованих у національній валюті. Фінансова доларизація знижується, коли реальна доходність цих активів стає більш стабільною, ніж доходність активів в іноземній валюті. Таргетування інфляції дозволило зменшити мінливість інфляції і, таким чином, – мінливість номінальних процентних ставок у національній валюті.

Операційний таргет поступово змінився на міжбанківську ставку овернайт, що підвищило стабільність і передбачуваність короткострокової процентної ставки в національній валюті. Це сприяло розвитку довгострокових фінансових інструментів на користь фінансової дедоларизації і, таким чином, зменшувало вразливість економіки до балансового ефекту значних коливань валютного курсу.

Поступовий розвиток ринку державних облігацій у національній валюті дозволив побудувати криву доходності (у соль), що є орієнтиром для довгострокових облігацій приватного сектора. У результаті, цінні папери, деноміновані в національній валюті, становили 33 відсотки цінних паперів з фіксованим доходом, випущених приватним сектором у 2004 р. (22 відсотки у 2000 р.). Важливо зазначити, що частка номінальних облігацій в соль різко зростає за вказаний період, тоді як частка індексованих за інфляцією облігацій залишилась практично незмінною.

Всередині 2004 р. було прийнято закон про встановлення всіх цін у національній валюті. Цей закон частково сприяв фінансовій дедоларизації в

довгостроковій перспективі, оскільки до його прийняття ціни на товари тривалого користування встановлювались в іноземній валюті [328].

Особливо вдалою в перші роки введення режиму ІТ була політика накопичення міжнародних резервів. Міжнародні резерви необхідні центральним банкам для забезпечення кредитора останньої інстанції іноземною валютою для підтримки проблемних банків (якщо вони не мають достатньо ліквідних коштів в іноземній валюті, щоб підтримати свої ліквідні зобов'язання в іноземній валюті); також, щоб не допустити вилучення банківських вкладів, оскільки вони страхують від негативного впливу шоків; для здійснення інтервенцій на валютному ринку, що спрямовані на згладжування коливань валютного курсу, зокрема, в періоди обезцінення національної валюти.

Міжнародні резерви покрили практично всі депозити в іноземній валюті в перуанській банківській системі у 2002 р. Це пояснює стійкість доларизованих депозитів в Перу протягом аргентинської кризи, коли Парагвай, Уругвай і Болівія (фінансово доларизовані економіки), як і Перу, постраждали від ефекту доміно, що найбільше вплинув на валютні пасиви. Обсяг міжнародних резервів досяг майже 13,5 млрд. дол. США у березні 2005 р. (найвищий показник за всю попередню історію). Таким чином, сформувався суттєвий буферний запас, необхідний для підтримки сталої фінансової дедоларизації [77].

Зберігання значного обсягу міжнародних резервів несе моральний ризик, оскільки економічні агенти знають, що існує висока ймовірність, що центральний банк буде використовувати міжнародні резерви для забезпечення ліквідності, а фінансова система може не інтерналізувати ризики доларизації. Щоб запобігти цьому, встановлюються високі резервні вимоги по зобов'язаннях в іноземній валюті. Так, резервні вимоги по зобов'язаннях комерційних банків в національній валюті становили 6 відсотків, в іноземній валюті – 30 відсотків. Отже, для економічних агентів існував стимул інтерналізувати потенційні витрати (ризик валютного курсу і ризик ліквідності) фінансової доларизації.

Високі резервні вимоги за зобов'язаннями в іноземній валюті мають й іншу мету: ці кошти можуть бути використані центральним банком, якщо існує дефіцит

ліквідності. Це дозволяє ЦБ виступати кредитором останньої інстанції у валюті, яку він не емітує, але яка широко використовується як засіб заощадження.

Центральний банк також проводив політику зменшення надмірної волатильності валютного курсу з метою мінімізації негативних наслідків його значних коливань у доларизованій економіці. З моменту прийняття таргетування інфляції в 2002 р. стандартне відхилення валютного курсу наближалось до середнього показника попереднього трирічного періоду. Однак, інтервенції на валютному не були прив'язані до фіксованого, або стабільного, валютного курсу, оскільки це було б несумісним з інфляційним таргетуванням. Окрім того, це могло викликати проблеми морального ризику: економічні агенти можуть не інтерналізувати валютний ризик фінансової доларизації, якщо вважають, що центральний банк надає їм неявне страхування іноземної валюти за рахунок інтервенцій на валютному ринку, таргетуючи рівень валютного курсу [179].

Отже, з моменту введення режиму таргетування інфляції на початку 2000-х рр. в Перу спостерігалась поступова і стійка фінансова дедоларизація. За перше десятиліття XXI століття кредитна доларизація скоротилась до рівня нижче 55 відсотків до кінця 2010 р. Рівень депозитної доларизації Перу знизився з 69,5% у 2003 р. до 47,2% у 2014 р. Обсяги кредитування приватного сектора у національній валюті зросли до 16,0 відсотків (річний обсяг склав 13,31 млрд. дол. США). Цей показник пояснюється переважно збільшенням рівня кредитування фізичних осіб до 19,6 відсотків (7,63 млрд. дол. США), що склало 57 відсотків у загальному обсязі кредитування в національній валюті. Найбільшу частку серед кредитів фізичним особам мали споживчі кредити, що зросли до 14,8 відсотка (4,23 млрд. дол. США), та іпотечні кредити, що зросли до 33,2 відсотка (3,40 млрд. дол. США) [123]. Обсяги кредитування приватного сектору в іноземній валюті зросли до 14,7 відсотка (річний обсяг склав 3,64 млрд. дол. США) [123]. Це зростання було викликано збільшенням зовнішніх джерел кредитування у доларах США, а також стабільними і низькими процентними ставками в іноземній валюті, що відображає як рівні міжнародних процентних ставок, так і очікувану ревальвацію національної валюти Перу.

Кредитна доларизація приватного сектору продовжує демонструвати тенденцію до зниження – рівень доларизації зменшився з 76 відсотків у 2003 р. до 42,4 відсотків у 2014 р. (рис. 3.2).

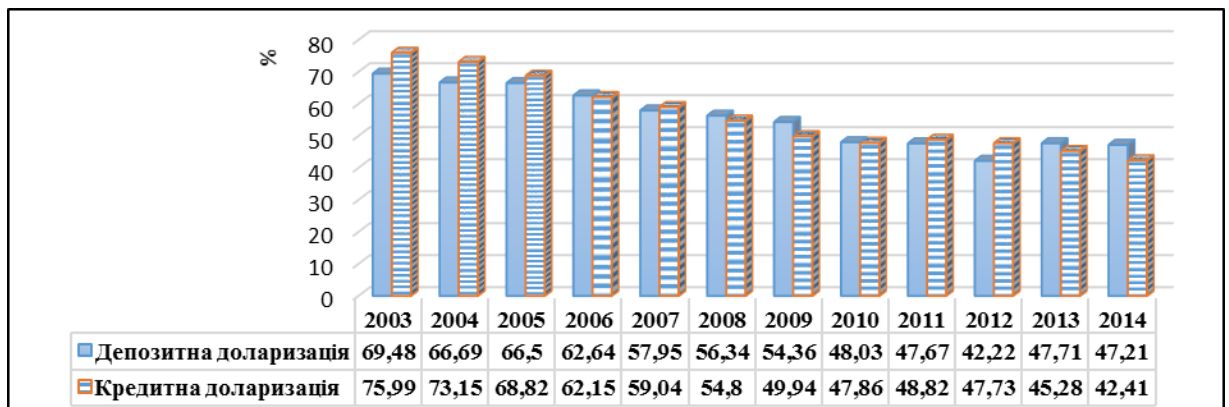


Рис. 3.2. Депозитна та кредитна доларизація в Перу, 2003-2014 рр., %

Джерело: розраховано автором за [328].

Дедоларизація була обумовлена макроекономічною стабільністю, впровадженням пруденційних заходів для кращого відображення валютного ризику (наприклад, шляхом управління резервними вимогами), а також розвитком ринку капіталу в національній валюті.

Дедоларизації передувала успішна реалізація політики макроекономічної стабілізації. Протягом 2006-2008 рр. профіцит бюджету складав близько 2,0-3,3 відсотка ВВП на рік. Як наслідок, державний борг дійшов рівня 30 відсотків від ВВП – один з найнижчих рівнів в регіоні. Центральний банк, за програмою таргетування інфляції, введеною у 2002 році (спочатку з метою досягнення 2,5 відсотків із можливим коливанням ± 1 відсоток, а з 2007 року – 2 відсотки з коливанням в межах ± 1 відсоток), успішно утримував інфляцію в межах цільового показника [76]. Окрім того, ЦБ сформував значний запас міжнародних резервів, забезпечуючи надійні гарантії його здатності надати підтримку у разі кризових потрясінь. Так, чисті міжнародні резерви збільшились з 9,6 млрд. дол. США в 2002 р. до 48,8 млрд. дол. США у 2011 р. Завдяки суворим пруденційним нормативам, фінансовий сектор Перу став надійним і стійким (особливо у світлі нестабільності, пов'язаною із глобальною фінансовою кризою) [334].

Станом на кінець 2012 р. чисті міжнародні резерви Центрального банку Перу зросли на 15,17 млрд. дол. США – до 63,99 млрд. дол. США. Таке підвищення було

викликано в основному купівлею іноземної валюти (11,84 млрд. дол. США), більшими обсягами депозитів в іноземній валюті як у державному секторі (1,47 млрд. дол. США), так і в комерційних банках Перу (1,27 млрд. дол. США), а також чистою доходністю від інвестування резервних активів (573 млн. дол. США).

Пруденційні заходи, введені протягом останнього десятиліття, сприяли процесу дедоларизації за рахунок зниження стимулів серед банків до надання позик і розміщення депозитів в іноземній валюті [178]. Ці заходи, окрім встановлення відповідних резервних вимог, включають в себе такі:

1. Вимоги до формування резервів: з середини 2006 р. банки повинні були проводити постійну оцінку валютних ризиків, або, як альтернатива, встановлювати додаткове резервування в розмірі від 0,25 відсотка до 1 відсотка для кредитів в іноземній валюті, що не були оцінені. Дж. Кайяццо показав, що лише Перу серед 17 країн, які є частково доларизованими, висувала вищі вимоги до валютних кредитів, порівняно з вимогами до кредитів у національній валюті [125].

2. Вимоги до ліквідності: банки зобов'язані мати ліквідні активи – не менше 8 відсотків у національній валюті та 20 відсотків в іноземній валюті від загальної суми зобов'язань зі строком погашення 12 місяців.

3. Відкриті валютні позиції банку: на початку 2010 р. в Перу було змінено обмеження для довгої відкритої позиції до 75 відсотків капіталу та короткої позиції до 15 відсотків капіталу, на відміну від попереднього показника у 100 відсотків капіталу для довгої відкритої позиції та 10 відсотків – для короткої.

У 2012 р. була підвищена ставка граничного резервування у національній валюті – з 25 до 30 відсотків. Під вимоги резервування у 60% потрапили нові зовнішні короткострокові зобов'язання зі строком погашення 3 роки або менше. До 2012 р. така ставка застосовувалась лише до зовнішніх зобов'язань зі строком погашення 2 роки або менше [179].

Важливий вплив на дедоларизацію має розвиток ринку капіталу у національній валюті. В останні роки Перу активно розвиває державний борговий ринок у національній валюті. У 2003 р. в Перу розпочалась ринково орієнтована програма з метою розвитку ринку внутрішнього державного боргу, що складається в основному з інструментів з фіксованою ставкою у національній валюті. Виділяють два типи

державних облігацій в національній валюті (відомі як «Soberanos»): облігації «Tasa Fija» з фіксованим купоном та «VAC» облігацій, що враховують інфляцію. Облігації «Tasa Fija» – найбільш ліквідні інструменти, що становлять близько 90 відсотків від загальної кількості облігацій «Soberanos». Стратегія Перу з управління державним боргом була зосереджена на подовженні кривої дохідності державних облігацій в національній валюті та на скороченні частки державного боргу, вираженого в іноземній валюті (рис. 3.3) [179]. Як наслідок, державні облігації внутрішньої позики стали ліквідними, крива дохідності значно подовжилась, а доларизація боргу скоротилась майже удвічі.

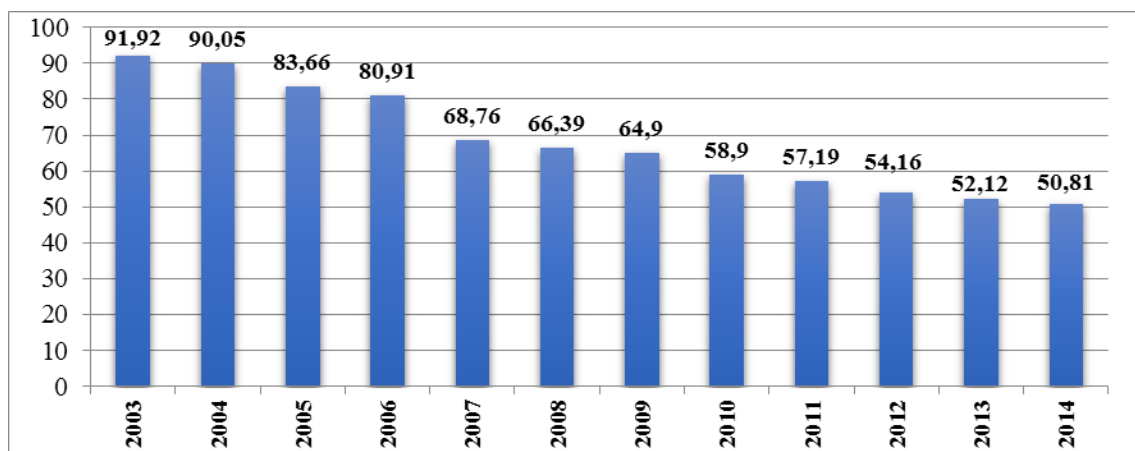


Рис. 3.3. Доларизація державного боргу в Перу, 2003-2014 рр., %

Джерело: розраховано автором за [328].

Відображаючи наявність внутрішніх боргових зобов'язань у національній валюті, портфель місцевих пенсійних фондів (AFPs), деномінований у доларах США, знизився з 50 відсотків у 2000 р. до 32 відсотків у листопаді 2008 р. Повторне зростання мало місце в грудні 2009 р. – до 41 відсотка, оскільки обмеження на іноземні інвестиції AFPs були збільшені. У 2010 р. даний показник склав 29,2 відсотка, у 2011 р. – 31,4 відсотка, а у 2012 р. – 31,5 відсотка. Місцеві пенсійні фонди Перу володіють понад 50 відсотками облігацій «Soberanos», тоді як частка іноземних інвесторів – 21 відсоток, місцевих банків – 15 відсотків, страхових компаній – 4 відсотки [328].

Політика дедоларизації була оновлена в січні 2015 р. та дістала назву «дедоларизаційний супер пакет» [201]. Ця політика включає ряд нововведень, таких як календарні таргети дедоларизації для банків, встановлення резервних вимог,

спрямованих на таргетування валютних позицій, нові можливості ліквідності для згладжування переходу до менш доларизованого статус-кво фінансової системи.

Одним із нововведень монетарної політики Перу стало встановлення календарних таргетів дедоларизації. Так, у січні 2014 р. ЦБ Перу визначив строки зменшення доларизації балансів банків за допомогою методу «батога і пряника» на основі диференційованих резервних вимог. Комерційні банки поставили за мету зменшити свій запас доларових кредитів (щодо суми заборгованості у вересні 2013 р.) на 5% в червні і 10% в грудні 2015 р., або ввести додаткові 30%-ві резервні вимоги на розрив між ефективними та цільовими кредитами в доларах США. У цілому, календарні таргети вимагають скорочення кредитів на суму 2,8 млн. дол. США [131].

За інших рівних умов, додаткові резервні вимоги за ставками доларових кредитів і депозитів вимагають додаткових витрат на підтримку кредиту за цільовою стелею. Це стимулює банки реструктуризувати свої кредити і депозити в напрямі відмови від доларових операцій (що підлягають оподаткуванню) та надає переваги перуанському песо (що не оподатковується).

На підтримку ліквідності песо та для збереження сприятливих внутрішніх монетарних умов Центральний банк Перу здійснив нові ін'єкції ліквідності та ввів додаткові валютні свопи в песо, що були адаптовані в рамках другої складової «супер пакету». Наповнення національної ліквідності (стерилізація) стало нагальною проблемою, коли Центральний банк Перу перейшов від купівлі міжнародних резервів до їх продажу з метою стримування ревальвації песо. З середини 2013 р. валютні інтервенції регулярно зменшували обсяг ліквідності в песо (чистий сукупний обсяг операцій на суму 12,2 млрд. дол. США з липня 2013 р. порівняно з резервами на суму близько 62 млрд. дол. США). Незважаючи на нижчі вимоги за резервами в національній валюті та збільшення ін'єкцій песо через операції репо, валютна стерилізація все ж була проведена [288].

У жовтні 2014 р. BCRP випустив новий інструмент валютних інтервенцій – валютні свопи – з метою протистояння девальвації без втручання в ліквідність песо. Нові валютні свопи дозволили центральному банку Перу використовувати свою довгу позицію в доларах США для ослаблення напруги на форвардних ринках,

полегшуючи хеджування валютних ризиків з боку банків та кінцевих позичальників, і цим, однак, знижуючи вартість спекулятивних коротких позицій у песо.

У січні 2015 р. BCRP створив два нових інструменти зворотного викупу для банків: репо «розширення» та репо «валютне заміщення» [201]. Репо «розширення» дозволяє банкам мобілізувати частину своїх активів, розміщених у центральному банку як резервних вимог, знижуючи вимоги до доларових резервів до 10% від доларових зобов'язань, за умови, що випущені доларові активи будуть замінені лише на песо-ліквідність через валютні репо. Новий інструмент дозволяє провести річних ін'єкцій на суму до 9 млрд. песо (близько 3 млрд. дол. США) на грошовому ринку, порівняно зі спотовими валютними продажами у розмірі 2,8 млрд. дол. США [328]. Таким чином, продовження валютних інтервенцій на ринку спот вимагатиме додаткових вливань ліквідності у песо і введення нових скорочень резервних вимог.

Репо «валютне заміщення» є цільовим валютним свопом, що спрямований виключно на розв'язання проблеми валютних невідповідностей у балансах клієнтів банку. Цей гібридний репо-своп інструмент введений з метою згладжування переведення доларових роздрібних банківських кредитів в кредити в песо, зводячи до мінімуму небажані наслідки, пов'язані з валютними невідповідностями або витратами банку на фінансування в песо. Комерційні банки, що змінюють валютну структуру кредитів, можуть отримати зустрічний валютний своп від BCRP і вирівняти валютні позиції в їх балансі. Таким чином, механізм дозволяє банкам дедоларизувати свої кредити, випереджаючи дедоларизацію депозитів, і заповнюючи тимчасовий валютний розрив. Щоб досягти дедоларизаційних календарних таргетів, комерційні банки деномінували 2,8 млрд. дол. США до грудня 2015 р., що еквівалентно показникові 4,5% від обсягу валютних резервів BCRP загальною сумою 62 млрд. дол. США [328]. Таким чином, своп «валютне заміщення» дозволяє проводити м'яку дедоларизацію згідно з календарними таргетами, не викликаючи при цьому стресу на національних фінансових ринках.

Починаючи з квітня 2013 р. (особливо протягом 2014-2015 рр.) девальвація песо становила 20%. BCRP намагається звузити джерело валютної волатильності шляхом введення обмежень за валютними операціями з похідними фінансовими інструментами, окрім тих, які здійснюються для цілей хеджування.

BCRP вперше намагається зупинити волатильність іноземної валюти на строкових ринках за допомогою політики обов'язкових резервів. Нові обмеження спрямовані як на потоки, так і на запаси валових бівалютних (у національній та іноземній валютах) коротких позицій національних банків (у форвардних та своп-операціях). Обмеження на потоки, що набули чинності з січня 2015 р., передбачають, що щоденні короткі бівалютні валові трансакції національних банків не можуть перевищувати 10% обсягу ефективного капіталу (близько 1,2 млрд. дол. США) або 100 млн. дол. США з розрахунку на один банк (якщо порогове значення вище). Щотижневі трансакції регулюються таким же чином, але з більш високими пороговими значеннями (30% від ефективного капіталу або 400 млн. дол. США на один банк). Якщо банки виходять за межі даних лімітів, вони мають внести до BCRP цей розрив як обов'язкове резервування в песо, з еквівалентною вартістю 3,8% у річному вираженні.

Обмеження на запаси, що набули чинності з березня 2015 р., передбачають, що валові запаси коротких бівалютних трансакцій національних банків не можуть перевищувати 100% від обсягу ефективного капіталу станом на грудень 2014 р. (близько 11,7 млрд. дол. США для банківської системи), середньодобові запаси станом на грудень 2014 р. (17,1 млрд. дол. США – форвард і своп), або 800 млн. дол. США з розрахунку на один банк (залежно від порогового значення). У разі перевищення меж встановлених лімітів застосовуються додаткові резервні вимоги до національної валюти, що розраховується як відношення 50% суми відхилення (у національній валюті) до загального обсягу зобов'язань в песо, що підпадають під обов'язкове резервування, еквівалентною вартістю 1,9% у річному вираженні [200]. Останні дані показують, що запаси коротких бівалютних позицій банків за форвардними контрактами (не включаючи свопи, які також є предметом регулювання) зменшилися на 1,3 млрд. дол. США в лютому та 0,8 млрд. дол. США в березні, після того, як обмеження за «потокami» та «запасами» почали діяти в січні та березні 2015 р., відповідно.

Вказані інструменти пов'язані з певними фінансовими ризиками, оскільки під час стресового періоду банкам стане дорожче продавати бівалютні форварди через встановлені валютні вимоги за короткими позиціями по валютним деривативам.

Макропруденційне регулювання допомогло знизити рівень доларизації, однак саме макроекономічна стабілізація, підкріплена імплементацією таргету інфляції та зміцненням державних фінансів, відновила довіру до національної валюти Перу. Окрім того, гнучкість валютного курсу полегшує сприйняття зовнішніх потрясінь і зміцнює тенденції дедоларизації в довгостроковій перспективі.

Альтернативним методом фінансової дедоларизації є застосування індексованих фінансових інструментів у боротьбі з доларизацією. За відсутності довіри до фінансових активів у національній валюті, надійна система індексації може збільшити обсяг інвестицій в такі активи. В ідеальній перспективі індексація повинна стосуватись національних цін (наприклад, індексовані за інфляцією облігації), оскільки це дозволяє уникнути посилення на іноземну валюту та ймовірній появі одночасного руху між державними доходами та витратами на обслуговування боргу (Чилі, Колумбія, Мексика). Однак досвід країн показує, що індексація може продовжуватися, навіть якщо вона більше не потрібна. За цих умов широке поширення індексації може ускладнити макроекономічне управління, вводячи негнучкість у механізм монетарної трансмісії. Ідіосинкразія (неприйняття) індексації, наприклад, некоректне вимірювання інфляції, може також зменшити бажання іноземних інвесторів бути гравцями на національному ринку.

Найбільш успішно політика індексації реалізована в Чилі. Аналізуючи історію реформування монетарної системи Чилі та її боротьби з доларизацією, варто виокремити такі етапи: 1) процеси доларизації та дедоларизації протягом 1959-1962 рр.; 2) введення індексації у 1960 р.; 3) досвід часткової доларизації протягом 1977-1982 рр.; 4) дедоларизація та індексація як об'єктивна відповідь на банківську кризу 1982-1983 рр.; 5) індексація макроекономічної політики протягом 1985-1989 рр.; 6) збереження політики індексації, незважаючи на зниження інфляції протягом 1990-2000 рр.; 7) процес деіндексації у 2001 р.

Створення системи фінансової індексації припадає на період 1982-1989 рр. Після 1982 р. заходи грошово-кредитної політики, політики валютного курсу та державного боргу активно підтримували процеси індексації (та дедоларизації) чилійських фінансових ринків. Грошові операції проводилися з метою стабілізації

процентних ставок UF³ грошового ринку, валютні операції – для таргетування валютного курсу UF/долар США, а державний борг на внутрішньому ринку в значній мірі випускався в UF. У свою чергу, індексація політики Центрального банку Чилі збільшила рівень ліквідності та поглибила індексовані фінансові ринки, й закріпила використання UF як основної одиниці розрахунку на чилійських фінансових ринках.

З 1982 по 1989 рр. чилійська економіка не мала формального номінального якоря. Центральний банк уникав прив'язки до номінального таргету. Грошово-кредитна політика в повній мірі врахувала шоки, і річна інфляція коливалася в межах 12-26% на рік, що відображало вплив змін валютного курсу, цін на нафту і непрямих податків. Індиксація стала важливим інструментом боротьби з волатильністю інфляції [273].

У вересні 1982 р. Центральний банк ввів режим прив'язки валютного курсу песо до долара США. На початку 1985 р. номінальний валютний курс демонстрував плавання у вузькому діапазоні $\pm 0,5\%$, який був поступово розширений до $\pm 2\%$ у 1985 р., $\pm 3\%$ у 1988 р. та до $\pm 5\%$ у 1989 р.

Уряд запровадив широку програму структурної перебудови економіки Чилі, що включала посилення бюджетної позиції, поступове зниження імпорتنих тарифів, податкові пільги та інші субсидії для рекапіталізації приватних компаній і банків, реприватизацію банків, роздержавлення державних комунальних служб і програму перетворення зовнішнього боргу офіційного сектору на внутрішній борг, деномінований у національній валюті. Важливою складовою згаданого плану стала валютно-курсова політика, що стала ключовою програмою для відновлення зростання виробництва, зайнятості та фінансової відбудови в чилійській економіці. Мета політики полягала в стабілізації реального валютного курсу на конкурентному рівні, у відновленні виробництва на основі чистого експорту та зменшенні зовнішніх дисбалансів економіки. Було досягнуто широкого консенсусу стосовно того, що влада не повинна намагатися управляти номінальним валютним курсом для того, щоб контролювати інфляцію або впливати на цінові очікування.

³ Unidad de fomento (UF) – ключова одиниця індексації Чилі, що використовується у фінансових операціях (створена у 1967 р.). Обмінний курс між UF та чилійським песо на сьогодні постійно коригується з урахуванням інфляції, так що значення UF залишається постійним на щоденній основі в умовах низької інфляції.

Зниження інфляції не було пріоритетом даного плану. Волатильність інфляції зберігалась і після 1982 р.: 26% в 1985 р., 17% у 1986 р., 22% у 1987 р., 13% у 1988 р., 21% у 1989 р. і 27% в 1990 р. Шоки попиту поширювались та посилювались через індексацію цін, заробітної плати та валютного курсу, але їх загальний ефект на інфляцію було компенсовано значним рівнем надлишкових потужностей і безробіття після рецесії чилійської економіки 1982-1983 рр. [273].

Грошово-кредитна та податково-бюджетна політика активно підтримувала політику реального валютного курсу. Після вересня 1982 р. ЦБ почав активно коригувати процентні ставки, від періоду високої волатильності в рівнях ринкових ставок. З 1985 р. Центральний банк Чилі перейшов до більш прозорих процедур стабілізації ринкових процентних ставок, з більш активним використанням структури цін своїх постійних кредитних ліній, депозитних можливостей та операцій на відкритому ринку, щоб сигналізувати про бажаний стан грошово-кредитної політики.

Важливим нововведенням грошово-кредитної політики було те, що рекомендації ЦБ стосувались стабілізації «реальної» або UF, процентної ставки, а не номінальної процентної ставки в песо. «Реальна» процентна політика була прямим наслідком «реальної» валютно-курсової політики. Номінальні процентні ставки песо довелося скоригувати з урахуванням змін швидкості девальвації песо.

Індексація грошової політики викликала сплеск на грошовому ринку номінованих в UF короткострокових векселів ЦБ і банківських депозитних сертифікатів, а також поступовий розвиток вторинного ринку середньо- і довгострокових UF-облігацій. Така тенденція не залишила можливості для розвитку доларизації. Інструменти Центрального банку, номіновані в UF, створили базу для розвитку грошових ринків Чилі. Валютно-фінансові операції і міжбанківська ставка UF підтримали їх ліквідність та стабілізували ринкові ціни.

Окрім того, було простіше оцінити строкову структуру для ставок UF, ніж для ставок песо, які повинні були перераховуватись щотижня. Протягом 1982-1989 рр. обсяг операцій за борговими сертифікатами на фондовій біржі Сантьяго збільшився на 500%. Обсяг операцій UF збільшився більш ніж у 100 разів, у той час як операції в песо скоротилися на 30%. Більшість операцій були пов'язані з облігаціями ЦБ, банківськими депозитними сертифікатами та іпотечними цінними паперами. Дуже

незначний обсяг становили боргові папери приватних компаній на внутрішньому ринку, або операції на вторинному ринку [138].

Помітним поштовхом до фінансової індексації стала активізація діяльності банківської системи. Кредити зросли на 60%, депозити – до 55% в 1983 р. В наступні роки зростання становило 70% і 65%, відповідно. Вкладники і позичальники швидко переходили на індексовані контракти. Композиція кредитів відображала сторону зобов'язань, оскільки пруденційні заходи зобов'язали банки обмежити валютні невідповідності, щоб контролювати інфляційні ризики. Після 1985 р. державні банки були рекапіталізовані та продані приватному сектору. У 1986 р. був введений в дію новий банківський закон, прийнятий для вирішення найважливіших питань – обмеження концентрації кредитів, самокредитування, гарантії уряду по депозитах, розширення прав і можливостей Управління банків і фінансових організацій. Значна частина додаткового фінансування банків використовувалась для зменшення зовнішніх боргів через програми викупу, реалізовані протягом 1985-1989 рр. За цих умов фінансова доларизація залишалася відносно стабільною – нижче від 20% [256].

Для того, щоб запобігти втечі капіталу, Центральний банк ввів рестрикції та контроль за іноземною валютою – валютні обмеження на іноземні активи резидентів, рівень дотримання яких був високим. Оцінки активів резидентів за кордоном протягом 1980-х рр. вказують, що вони були відносно невеликими, а відтік капіталу до чи після девальвації 1982 р. – незначним. Песо також торгувалось зі значним дисконтом на неофіційному ринку, вказуючи на те, що пропозиція іноземної валюти була фактично обмежена на даному ринку. Під час фінансових потрясінь валютні обмеження дозволили Центральному банку зберегти внутрішні процентні ставки на прийнятному рівні [250].

Ця політика була підтримана ініціативою з конвертації державного та приватного іноземного боргу на національний борг. Уряд започаткував дві основні програми: викуп боргу і свопи «борг-акції», або капіталізація боргу. Уряд і приватний сектор дедоларизували значні суми державного та приватного іноземного боргу за допомогою цих механізмів.

За програмою викупу боргу іноземці чи резиденти могли придбати чилійські сертифікати зовнішнього боргу (приватні чи державні) зі строком погашення більше

одного року з дисконтом на міжнародних ринках та обміняти їх на боргові зобов'язання, випущені на національному ринку. В рамках програми свопів «борг-акції» іноземні інвестори мали доступ до обміну за майже номінальною вартістю зовнішнього боргу або гарантованого державою боргу комерційних банків на облігації центрального банку. Іноземні інвестори могли продавати облігації Центрального банку на національному ринку і використовувати таку практику на фінансування інвестиційних проектів, у тому числі нових підприємств, процедур придбання або рекапіталізації фірм [263].

Протягом 1985-1990 рр. викуп боргу та свопи «борг-акції» дозволили скоротити зовнішній борг Чилі на 9,5 млрд. дол. США, що становило половину загального боргового тягара наприкінці 1984 року. Державний борг складав майже 6 млрд. дол. США, більша частка якого була обмінена на цінні папери UF [250].

Період 1990-2003 рр. ознаменувався новою стратегією. Після 1990 р. Центральний банк, що набув нову автономію, запровадив програму з поступового зниження інфляції до показників міжнародного рівня. Процентні ставки були різко підняті, швидко «охолоджуючи» попит, і водночас залучаючи значний приплив капіталу до країни. Зрештою, ЦБ накопичив значний обсяг міжнародних резервів і запровадив масову стерилізацію [262].

Попри значний прогрес у напрямі стабілізації цін, фінансове посередництво все ще здійснювалось в основному в одиницях UF. Доларизація національного ринку залишалась невисокою і додатково зменшувалась через диференціали процентних ставок та адміністративний контроль за припливами капіталу. Однак, офшорна доларизація зростала, оскільки крупні національні корпорації («голубі фішки») більш інтенсивно запозичували на міжнародних ринках капіталу. Після фінансової кризи 1997-1998 років та глобального розвороту потоків капіталу до країн з ринками, що формуються, національні корпорації перейшли до хеджування на форвардному ринку. Розпочате у 2000 р. зростання випуску облігацій на національному ринку триває й сьогодні. Фінансові ринки поступово перейшли на песо, відмовившись від одиниці UF [310].

У 1991 р. влада почала поступово переходити до лібералізації відтоку капіталу і спробувала зменшити приплив капіталу за допомогою адміністративних заходів.

Були введені непрямі податки та резервні вимоги до боргових припливів. Протягом 1990-х рр. обсяг неоплачуваних резервних вимог поступово розширювався, оскільки міжнародний капітал продовжував надходити до країни за допомогою різних видів договорів. Спочатку це вплинуло лише на припливи капіталу, пов'язані з міжнародною заборгованістю, згодом вплив поширився на валютні депозити у місцевих банках, інвестиції на АДР на вторинному ринку і, нарешті, – на певні типи «невиробничих» прямих іноземних інвестицій. Також був встановлений мінімальний строк в один рік для репатріації іноземного капіталу, і чилійські компанії, що випускали облігації за кордоном, повинні були дотримуватися класифікації мінімальних ризиків.

Обмеження за резервними вимогами у 30% знизили ефективність місцевих банків до середніх показників в іноземній валюті порівняно з угодами на офшорному ринку. У результаті, з 1992 по 1997 відбулось поступове зниження доларових депозитів і кредитів в банках (приблизно з 20% до 10% від загальної суми), а банки перестали запозичувати за кордоном. З 1992 по 1997 рр. іноземний борг банків залишався стабільним – близько 3 млрд. дол. США [256].

Влада продовжувала політику стабілізації реального валютного курсу, але в рамках більшого плавання. Уряд намагався стримувати темпи ревальвації реального курсу песо та утримувати дефіцит поточного рахунку на помірних рівнях – 3-4% від ВВП. Індиксація базової ставки в діапазоні валютного курсу тривала до 1997 р. Влада ввела інші зміни в курсовій політиці [228]. Чилі перейшла на фіксований кошик валют, змінився його склад. Був встановлений 2% річний тренд для довгострокового зміцнення реального валютного курсу. У 1997 р. базова ставка була деіндексована і прив'язана до таргету інфляції [138].

Стабільність песо стала результатом двох протилежних сил: з одного боку, приплив капіталу чинив тиск на валютний курс, а Центральний банк стримував цей тиск за допомогою регулярних (стерилізованих) інтервенцій на валютному ринку в рамках плаваючого курсу; а з другого боку, зросло покриття неоплачуваних резервних вимог. Поєднання стабільності номінального валютного курсу та процентних диференціалів забезпечило потужні стимули для національних інвесторів, щоб залишитися на національному ринку.

У 1998 р. чилійська економіка сильно постраждала від наслідків Азійської кризи. Умови торгівлі погіршилися, а дефіцит рахунку поточних операцій збільшився до 9% ВВП. Песо знецінився, і вітчизняні фірми кинулися на форвардний ринок, створивши додатковий тиск на валютний курс. Як результат, втрутився Центральний банк, щоб утримувати знецінення песо, продаж міжнародних резервів, підвищення процентних ставок і випуск боргових зобов'язань, прив'язаних до долара. Після ліквідації безпроцентних резервних вимог на приплив капіталу відбулось незначне зростання обсягу доларових депозитів і кредитів, але вони, як і раніше, становили менше від 15% загальної суми.

Поєднання негативних шоків ввело економіку Чилі в рецесію у 1999 р. Уряд відпустив песо у вільне плавання, а Центральний банк прийняв режим повноцінного інфляційного таргетування [160]. Приватний нефінансовий зовнішній борг продовжував зростати аж до 2000 р., але після цього, стабілізувався на рівні 30 млрд. дол. США. До кінця 2003 р. ринок облігацій у національній валюті (песо та UF) становив 43% від ВВП. Обсяг приватних нефінансових облігацій склав близько 30% загальної суми. Основна частина попиту на національні облігації припадала на пенсійні фонди та компанії зі страхування життя. В останні роки більшість нових випусків облігацій чилійських фірм були проведені на національному ринку.

Трьома основними гравцями на ринках капіталу Чилі є банки, пенсійні фонди та компанії зі страхування життя. Банки не мають жодних обмежень щодо депозитів або кредитів в іноземній валюті, за винятком житлових кредитів, але вони повинні обмежувати прямий вплив іноземної валюти на свої баланси. Починаючи з 1998 р., регуляторні норми вимагають, щоб банки утримували відкриту позицію форекс не більше, ніж в сумі 20% від їх регулятивного капіталу Tier-1. Хоча правила щодо кредитного ризику визначають валютні розбіжності боржників як один із факторів ризику, не існує конкретних або обов'язкових положень по кредитному ризику щодо невідповідностей боржника [262]. До середини 2003 р. компанії зі страхування життя управляли портфелем на суму 15 млрд. дол. США. За законом, їх зобов'язання за аннуїтетами повинні бути виражені в UF, а не в песо чи в іноземній валюті. Тому ці компанії інвестували близько 80% своїх портфелів в національні довгострокові активи, деноміновані в UF: іпотечні кредити та облігації приватних компаній [336]. До

вересня 2003 р. пенсійний фонд управляв портфелем в 42 млрд. дол. США, з яких близько 50% було інвестовано в довгострокові внутрішні облігації, виражені переважно в UF: облігації державних і приватних компаній, іпотечні цінні папери. Ще 25% було інвестовано за кордоном. Близько 70% активів пенсійних фондів в іноземній валюті були обмінені на національну валюту через форвардний ринок, а пенсійні фонди є найбільшим постачальником іноземній валюті на форвардному ринку, з короткою позицією на валютному ринку близько 7 млрд. дол. США. Пруденційне регулювання встановило 25% межу на іноземні активи як процент від фондів, і максимум – на відкриту валютну позицію залежно від рівня ризику кожного типу фонду [336].

У 1990-ті рр. грошово-кредитна політика, як і раніше, проводилась на основі процентних ставок UF. Однак, незалежний центральний банк прагнув досягти цінової стабільності шляхом поступового і сталого зниження інфляції. З вересня 1990 р. Центральний банк Чилі оголосив щорічні цільові показники інфляції. До 1999 р. швидкість дефляції була гнучкою (опортуністичною), але з кожним роком таргет інфляції був нижче від цільового показника попереднього року [256].

Після 1999 р. Центральний банк взяв постійне зобов'язання утримати інфляцію в межах 2-4% на рік на дворічний часовий горизонт. Центральний банк продовжував випускати переважну частку свого внутрішнього боргу в одиницях UF. Попри стійке зниження інфляції, фінансова індексація продовжувала домінувати на чилійських ринках. У банківському секторі спостерігалось незначне заміщення долара песо, однак, індексація UF залишалась в межах 60% загального обсягу банківських депозитів і кредитів. Більшість фінансових операцій, як і раніше, проводилися в UF. Виняток склали операційні депозити та строкові депозити на строк менше від 90 днів, які не могли бути проіндексовані за фінансовими правилами [235].

У серпні 2001 р. ЦБ змінив монетарні процедури, направлені на таргетування фіксованої номінальної процентної ставки в песо, дозволяючи UF процентним ставкам змінюватись довільно, щоб компенсувати інфляційні очікування. В умовах низької інфляції і зниження процентних ставок політика індексації таргету процентних ставок більше не мала практичної необхідності. Тільки після цих змін фінансова індексація почала знижуватися, а операції в песо – зростати [199].

Після номіналізації грошово-кредитної політики Центральний банк Чилі змінив структуру свого боргу з UF в песо. Нові дво- та п'ятирічні облігації в песо були введені в розробку строкової структури в песо, тоді як усі облігації і рахунки UF строком менше від п'яти років були ліквідовані. Ринкові процентні ставки показали, що п'ятирічні номінальні облігації в песо торгуються з інфляційною премією навколо цільового показника інфляції в довгостроковій перспективі (3% на рік). Приватний ринок песо для довгострокових цінних паперів і позик все ще розвивається. Нові продукти включають більш тривалі строки погашення для споживчих кредитів (до 4 років), іпотечні кредити в песо з плаваючою ставкою та сек'юритизація споживчих кредитів в песо [274].

Протягом тривалого часу після досягнення низького рівня інфляції Чилі докладає зусиль, щоб замінити індексовані інструменти номінальними інструментами, однак, індексовані інструменти все ще мають великий попит. Це говорить про те, що індексація залишається фундаментальним інструментом у стратегії дедоларизації навіть після значних досягнень у контролі за інфляцією [155].

Варто звернути увагу на те, що Аргентина, Бразилія, Колумбія та Уругвай також проводили практику застосування індексованих за ІСЦ фінансових інструментів, призначених для захисту заощаджень від негативного впливу інфляції під час макроекономічної нестабільності. Бразилія ввела SELIC – індекс ставок овернайт у національній валюті, що на даний час слугує ефективним інструментом в стратегії дедоларизації державного боргу [325].

Однак, процес індексації є складним. Нерозвиненість таких інструментів наприкінці 1980-х рр. та на початку 1990-х рр. пов'язана з відсутністю попиту на довгострокові індексовані активи, труднощами з узгодженням загальноприйнятої міри індексації (покупці та постачальники фінансових інструментів залежали від різних цін), наданням переваги активам в іноземній валюті. Основою для введення індексованих інструментів як субститутів доларизації є впевненість у тому, що індексація подолає високу інфляцію. Окрім того, перешкодою на шляху до введення індексації є труднощі у створенні нових фінансових ринків, такі як дисбаланси між попитом на активи та зобов'язання та відсутність розвитку вторинних ринків. Успішний досвід Чилі у введенні інструментів індексації базується перш за все на

довірі до грошово-кредитної та податково-бюджетної політики, а також використанні пенсійних фондів як інституційних інвесторів, що формують попит на індексовані активи.

Висновки до розділу 3

1. Латиноамериканська модель дедоларизації в умовах розвитку глобалізаційних процесів була переорієнтована на забезпечення цінової стабільності, встановлення гнучкого режиму валютного курсу, інституційний розвиток органів монетарної влади та продемонструвала позитивний результат у зниженні рівня доларизації економіки країн регіону. Практика країн ЛА засвідчує про застосування двох форм дедоларизації: примусової і дедоларизації на ринковій основі. Країни регіону надають перевагу ринковим методам, оскільки передбачають створення макроекономічних передумов для зниження рівня доларизації, що в кінцевому підсумку сприяє формуванню в рамках комплексного підходу з оздоровлення економіки довгострокових умов для низької інфляції, фінансової стабільності та розвитку фінансових ринків та інститутів, економічного зростання у сукупності зі зниженням загального рівня вразливості країни до зовнішніх шоків.

2. Укріплення довіри до інституцій, як ключовий фактор впливу на формування раціональних очікувань економічних агентів, відбувається через зміцнення ролі центрального банку не лише завдяки чіткому мандату на боротьбу з інфляцією, але й завдяки підвищенню незалежності та підзвітності центрального банку, проведенню більш ефективної політики, а також посиленню інформаційної роботи та прозорості, що в кінцевому підсумку сприяє зниженню рівня доларизації.

3. У рамках нового зовнішнього контексту у посткризовий період країни ЛА вжили макропруденційні заходи, спрямовані на поліпшення умов регулювання і нагляду за фінансовим сектором та управління резервами і потоками капіталу, включаючи зміни резервних вимог, інтервенції на валютному ринку, встановлення лімітів за відкритими позиціями та реформи нормативно-правової бази фінансової системи.

4. Політика інфляційного таргетування є ефективним режимом монетарної політики у досягненні мети скорочення рівня доларизації. Введення інфляційного таргетування несе позитивні сигнали для економічних суб'єктів: прозора і передбачувана монетарна політика центрального банку забезпечує низькі інфляційні очікування. Завданням для доларизованих країн є розробка альтернативних гнучких моделей інфляційного таргетування, що відображатимуть особливості економіки в умовах фінансової доларизації.

5. Відповідно до проголошеної національної стратегії дедоларизації уряд Перу встановив кількісні показники нижчих рівнів доларизації та строки їх досягнення. Успішна імплементація широкого комплексу заходів різнилася набором інструментів: календарні таргети дедоларизації для банків; встановлення резервних вимог, спрямованих на таргетування валютних позицій; нові інструменти ліквідності (репо «розширення» та репо «валютне заміщення», облігації «Tasa Fija» з фіксованим купоном та «VAC» облігації, індексовані на інфляцію, обмеження за валютними операціями з похідними фінансовими інструментами, обмеження на бівалютні валові трансакції національних банків). Успіх стратегії дедоларизації економіки Чилі обумовлений використанням довгострокових ІСЦ-індексованих інструментів в національній валюті, що є привабливими для національних та іноземних інвесторів.

Результати, отримані при написанні цього розділу, викладені автором у наукових публікаціях: [10;11;14;17;18].

ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі проведено дослідження характеру та особливостей трансформації доларизації в країнах Латинської Америки під впливом глобалізаційних процесів, науково обґрунтовано та узагальнено стратегії дедоларизації в умовах коливань глобальної ліквідності, що дало змогу вирішити поставлені завдання і зробити такі висновки.

1. Сутнісна основа доларизації полягає у повному або частковому витісненні національних грошей із внутрішніх трансакцій через неспроможність виконання ними класичних функцій грошей, зумовлену їх відокремленням від міжнародних ринків капіталу, обмеженістю масштабів їх транзакційної зони та відсутністю зовнішнього обігу. Основною монетарною властивістю світових грошей, яка не притаманна національним, є здатність підтримувати стабільну купівельну спроможність, що підкреслює обмеженість функцій національних грошей та, водночас, обґрунтовує процес доларизації. Доларизацію можна інтерпретувати через її структуру, яка базується на двох критеріях: легальність використання іноземної валюти та здатність національних грошей виконувати класичні функції, та матрицю режимів, що враховує такі критерії, як правовий статус використання іноземної валюти та ступінь заміщення національної валюти іноземною.

2. Факторами впливу глобалізації на розвиток процесів доларизації і її трансформацію в країнах Латинської Америки є фінансова та торговельна інтеграція, розвиток фінансових ринків та інститутів, реформування монетарної політики у бік забезпечення цінової стабільності. Торговельна інтеграція викликала шок продуктивності та значні перетворення у структурі і моделі торгівлі країн латиноамериканського регіону. Зовнішні позиції усталились, окресливши загальну тенденцію для країн ЛА у підтриманні бюджетних профіцитів нетто-експортерами та помірних дефіцитів чистими імпортерами. Показники стабільності економічного зростання країн регіону були підкріплені високим рівнем споживання та інвестицій, а також інтенсивним зовнішнім попитом. Це стало провідним фактором дедоларизації в регіоні на ринковій основі з опорою на макрофінансову стабілізацію, економічне зростання та стійкість до зовнішніх шоків.

3. У результаті посилення інтегрованості фінансових систем країн ЛА відбулась модифікація моделі фінансової відкритості: стратегія фінансування сталого економічного зростання була переорієнтована на внутрішні джерела інвестування з урахуванням національних економічних інтересів. Окреслились зміни у характері надходження та використання міжнародних потоків капіталу, зокрема: приватні кредитори забезпечують значну частину зовнішнього фінансування; вектор зовнішніх запозичень спрямований на внутрішньорегіональні ринки; удосконалена система управління боргом призвела до розширення боргових інструментів з відповідними змінами у структурі боргів: валютній, строковій і за суб'єктивним складом, що сприяло зменшенню рівня доларизації боргу. Головними компонентами фінансової відкритості регіону стали прямі іноземні інвестиції та грошові перекази, яким притаманні незначний ступінь волатильності та контрциклічний характер.

4. Зміни глобального середовища сформували ключові тенденції фінансового розвитку країн ЛА та зрушення у становленні і розвитку фінансових ринків та інститутів, зумовлені їх адаптацією до нових вимог світових фінансів. У структурі сегментів фінансової системи відбувся перехід до небанківського фінансового посередництва при збереженні сталої тенденції домінування банківського кредитування економіки. Розширення ринків облігацій приватного та державного секторів в абсолютному і відносному вимірі поєднується з удосконаленою системою фінансування у напрямі усунення строкових і валютних невідповідностей. Диверсифікація інструментів у національній валюті на внутрішньому ринку, зміцнення національних ринків капіталу, розвиток інструментів для хеджування валютних ризиків є необхідними ефективними заходами для зменшення доларизації.

5. Доларизація у країнах регіону вимагає від монетарних органів обмежувати коливання валютного курсу та посилювати контроль за інфляційними процесами. Основними аргументами на користь режиму «керованого плавання» є недопущення надмірної волатильності національної валюти в умовах доларизації боргу приватного сектору; необхідність накопичення міжнародних резервів до рівня, достатнього для нівелювання наслідків можливої спекулятивної атаки на національну валюту; намагання попередити зміцнення національної валюти і підтримати конкурентоспроможність національних товаровиробників. Таким чином,

прагнення стабілізувати коливання валютного курсу супроводжується зміною обсягів зовнішніх активів, оскільки вони зменшуються при девальвації та збільшуються при ревальвації.

6. У процесі емпіричного дослідження доларизації в таких країнах Латинської Америки як Аргентина, Болівія, Чилі, Домініканська Республіка, Гаїті, Гондурас, Нікарагуа, Парагвай, Перу, Уругвай, та в Україні на основі методу кореляційно-регресійного аналізу встановлено, що спонукальними факторами депозитної доларизації є валютний курс, відкритість економіки та диференціали процентних ставок за депозитами в іноземній та національній валюті. Натомість, інфляція має слабкий вплив на рівень доларизації (змінна виявилась незначущою у більшості країн, зв'язок між змінними – слабкий або неоднозначний, за винятком Уругваю та Парагваю). На основі багатофакторної регресійної моделі спрогнозовано рівноважні рівні депозитної доларизації з урахуванням ефекту гістерезису. Латиноамериканським країнам притаманні два рівні рівноваги (високий і низький), до яких буде тяжіти економіка залежно від зміни макроекономічних чинників, поточного та попереднього рівнів доларизації. Встановлено, що валютний курс і диференціали процентних ставок є стійкими значущими детермінантами динаміки доларизації депозитів. Окрім того, аналіз ефектів впливу довгострокової рівноваги на короткострокову динаміку депозитної доларизації виявив істотний вплив індикатора валютного курсу.

7. Офіційна доларизація Еквадору розглядається як перехід національної економіки на новий рівень глобальної інтеграції. Структурні економічні перетворення призвели до синхронізації ділових циклів з країною-емітентом, ослаблення макроекономічних важелів впливу на сукупний попит і зростання чутливості економіки до екзогенних шоків не змогли повноцінно компенсуватись за рахунок акомодатійної політики, що стало причиною суверенного дефолту Еквадору під час глобальної фінансової кризи. Водночас, запровадження режиму офіційної доларизації мало позитивні ефекти: відбулось зниження рівнів і волатильності інфляції та ставок кредитування, а також зростання рівня реального ВВП.

8. Вагомим фактором зниження інфляції та доларизації в країнах Латинської Америки є позитивні зрушення в інституційному забезпеченні монетарної політики, підвищенні незалежності центральних банків, їх прозорості, відповідальності, підзвітності, автономності. Інституційно визначений статус монетарних органів обумовив характер монетарної політики, орієнтованої на забезпечення цінової стабільності. У доларизованій економіці політика інфляційного таргетування є дієвим механізмом скорочення рівня доларизації, оскільки передбачувані орієнтири монетарних заходів центрального банку забезпечують низькі інфляційні очікування та сприяють поверненню довіри до національної валюти. За умов класичного повного режиму ІТ первинним таргетом є інфляція, операційним таргетом є процентна ставка. Таким чином, шоки в основному поглинаються валютним курсом, а валютні інтервенції використовуються час від часу виключно для згладжування великих потрясінь. В умовах слабо розвиненої фінансової системи доларизованої економіки монетарні органи країн ЛА запровадили, окрім класичного режиму, альтернативні гнучкі режими інфляційного таргетування – проміжний режим та режим за умов «страху перед плаванням». Видозмінення моделей інфляційного прогнозування сприяло скороченню рівня інфляції та зростанню ВВП.

9. У рамках стратегії дедоларизації в країнах ЛА контрциклічне використання країнами Латинської Америки резервних вимог є інструментом антикризового управління. Підтримка фінансової стабільності здійснюється через вплив на ліквідність та перерозподіл кредиту, а системні ризики абсорбуються шляхом поліпшення структури фінансування банківської системи. Ефект впливу резервних вимог на кредит, процентні ставки, грошовий мультиплікатор, а, отже, на грошові агрегати, визначається ринковою структурою банківської системи і ступенем фінансового розвитку. Асиметричне використання резервних вимог дозволило управляти ризиками доларизованої фінансової системи: під час експансії глобальної ліквідності резервні вимоги використовувались як гнучкий субститут підвищення облікових ставок або додатковий інструмент при проведенні валютної стерилізації. Диференційоване використання резервних вимог за інструментами, секторами та фінансовими установами дало змогу послабити ліквідні обмеження в конкретних секторах економіки.

10. Країни Латинської Америки мають практику застосування різних форм дедоларизації: як примусової, так і дедоларизації на ринковій основі. Примусова дедоларизація має довгостроковий ефект у зниженні фінансової доларизації, однак пов'язана із негативними наслідками: посиленням впливу капіталу, тенденцій до офшоризації та дезінтермедіації, втратою довіри як до національної фінансової системи, так і до політики. На відміну від неринкових методів, політика дедоларизації на ринковій основі передбачає комплекс заходів із макроекономічної стабілізації, орієнтованих на суттєве зниження інфляції; підтримання режиму керованого плавання; ефективне управління ліквідністю (зменшення волатильності короткострокових процентних ставок, диференціацію резервних вимог, проведення операцій на відкритому ринку для стабілізації міжбанківської ставки, розвиток валютного ринку, оптимізацію рівня міжнародних резервів); запровадження бюджетних обмежень задля зниження потреб уряду в запозиченнях в іноземній валюті; управління державним боргом, орієнтованого на внутрішні ринки капіталу, регулювання національної платіжної системи у напрямі здійснення розрахунків переважно в національній валюті та заходів пруденційного регулювання, спрямованих на забезпечення належного управління валютним ризиком.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Базилевич В.Д. Парадигмальні зрушення в економічній теорії ХХІ століття / В.Д. Базилевич // Економічна теорія. – № 1. – 2013. – С. 111–118.
2. Береславська О. Доларизація в Україні та шляхи її подолання / О. Береславська // Вісник НБУ. – 2006. – № 10. – С. 10–13.
3. Бураковский И. В. Мировая экономика: глобальный финансовый кризис / И. В. Бураковский, А. В. Плотников. – Харьков: Фолио, 2010. – 415 с.
4. Гальчинський А. С. Економічна методологія. Логіка оновлення: Курс лекцій / А.С. Гальчинський. – К.: «АДЕФ–Україна», 2010. – 572 с.
5. Геєць В. Питання теорії і практики макроекономічної стабілізації в аспекті переходу від кризи до зростання / В. Геєць // Вісник НБУ. – 1997. – №9. – С. 10–17.
6. Гребельник О. П. Основи зовнішньоекономічної діяльності: підручник / О. П. Гребельник. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 432 с.
7. Гребеник Н. Основні віхи у формуванні та проведенні грошово–кредитної політики в Україні. Стаття перша. Становлення монетарної політики в 185 незалежній Україні / Н. Гребеник // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 5. – С. 12–22.
8. Гриценко А.А. Інститут таргетування інфляції: зарубіжний досвід і перспективи запровадження в Україні: [наук. допов.] / А. А. Гриценко, Т. О. Кричевська, О. І. Петрик. – К: Інститут економіки та прогнозування НАН України, 2008. – 272 с.
9. Дзюблук О. Проблеми інфляційного таргетування в сучасній економіці / О. Дзюблук // Світ фінансів. – 2015. – Вип. 2. – С. 7–18.
10. Зикова О.І. Доларизація у контексті теорії оптимальних валютних зон / О.І. Зикова // Збірник наукових праць «Теоретические и практические аспекты экономики и интеллектуальной собственности». – Маріуполь: ДВУЗ «Приазовський державний технічний університет». – 2013. – Вип. 1. – Т. 1. – 392 с. – С. 297–303.
11. Зикова О.І. Фінансова система Перу: шлях до дедоларизації / О.І. Зикова // Науковий журнал «Актуальні проблеми міжнародних відносин». – Київ: Інститут міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2013. – Вип. 115. – Част. 1. – 254 с. – С. 177–185.

12. Зикова О.І. Системні ризики фінансової доларизації / О.І. Зикова // Збірник наукових праць «Формування ринкових відносин в Україні». – Київ: Науково–дослідний економічний інститут Міністерства економічного розвитку і торгівлі України. – 2014. – № 11 (162). – 242 с. – С. 36–42.

13. Зикова О.І. Експансія глобальної ліквідності: зміна трендів для регіону Латинської Америки / О.І. Зикова // European Journal of Economics and Management (Evropský časopis ekonomiky a managementu). – Praha, 2016. – Volume 1. – Issue 1.– 168 p. – pp.141–146.

14. Зикова О.І. Стратегії дедоларизації на ринках, що формуються / О.І. Зикова // Науковий журнал «Економічний часопис – XXI». – Київ: Інститут суспільної трансформації. – 2012. – №7–8. – 80 с. – С. 19–21.

15. Зикова О.І. Моделювання процесів фінансової доларизації на ринках, що формуються / О.І. Зикова // Збірник наукових праць «Дослідження міжнародної економіки». – Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України. – 2012. – Вип. 3. – №72. – 219 с. – С. 99–110.

16. Зикова О.І. Доларизація як деструктивний фактор фінансової системи України // Матеріали XX Міжнародної науково–практичної конференції «Особливості економічних процесів в умовах фінансової нестабільності». – Частина I / Громадська організація «Львівська економічна фундація» – Львів: «ЛЕФ», 24 листопада 2012. – 136 с. – С.71–73.

17. Зикова О.І. Особливості політики дедоларизації в країнах Латинської Америки / О.І.Зикова // Міжнародні відносини. Серія «Економічні науки». – К.: ІМВ КНУ ім. Т.Шевченка, 2016. – [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://journals.iir.kiev.ua/index.php/ec_n/issue/current.

18. Зикова О.І. Управління глобальною ліквідністю // Збірка наукових тез учасників Міжнародної зимової школи Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – К: Інститут міжнародних відносин КНУ імені Тараса Шевченка. – 5–7 лютого, 2014 р. – 130 с. – С. 34–35

19. Зикова О.І. Індекс економічної комплексності як інструмент подолання глобального розриву між країнами світу // Матеріали Міжнародної науково–практичної конференції «Стратегія реформування фінансової системи України» –

Київ: Аналітичний центр «Нова економіка». – 21–22 березня, 2014. – 127 с. – С. 25–27.

20. Зикова О.І. Природа гістерезису доларизації // Збірник матеріалів міжнародної науково–практичної конференції «Концепція сталого розвитку економічної та соціальної політики». – Частина I. – Київ: ГО «Київський економічний науковий центр». – 3–4 жовтня, 2014. – 143 с. – С. 116–118.

21. Зикова О.І. Системні ризики фінансової доларизації // Збірник матеріалів міжнародної науково–практичної конференції “Актуальні проблеми міжнародних відносин”. – Частина II. – Київ: Інститут міжнародних відносин КНУ імені Тараса Шевченка. – 2014. – 178 с. – С. 11–14

22. Зикова О.І. Трансформація процесів глобальної фінансової інтеграції країн Латинської Америки // Матеріали міжнародної науково–практичної конференції «Розвиток національної економіки: теорія і практика» (м. Івано–Франківськ, 3–4 квітня 2015 року). – Частина 1. – Івано–Франківськ: ДВНЗ Прикарпатський національний університет імені Василя Стефаника: Крок, 2015. – 405 с. – С. 204–206.

23. Зикова О.І. Глобалізаційні процеси як основа «нового середовища» доларизації // Матеріали міжнародної науково–практичної конференції студентів, аспірантів і молодих вчених «Шевченківська весна» / К.: Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Інститут міжнародних відносин, 7 квітня 2016. – Ч. 1. – 205 с. – С. 174–178.

24. Идрисов Г. Гистерезис в динамике структуры банковских вкладов: исследование для стран СНГ / Г. Идрисов, Л. Фрейнкман. – М.: ИЭПП, 2009. – 96 с.

25. Киреев А. П. Международная экономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование: в 2 частях / А. П. Киреев. – М.: Международные отношения. – 1999. – Ч. 2. – 488 с. – С. 23–24.

26. Козюк В. В. Доларизація економіки: виклики монетарній політиці та фінансовій стабільності: монографія / В. В. Козюк, Н. І. Атамась. – Тернопіль: Астон, 2012. – 276 с.

27. Козюк В. В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми: [монографія] / В. В. Козюк. – Тернопіль: Астон, 2005. – 320 с.

28. Козюк В. В. Незалежність центральних банків: [монографія] / В. В. Козюк. – Тернопіль: Карт–бланш, 2004. – 244 с.
29. Кравчук Н. Я. Дивергенція глобального розвитку: сучасна парадигма формування геофінансового простору: монографія / Н.Я. Кравчук. – К.: Знання, 2012. – Серія «Сучасна наука». – 782 с.
30. Лапчук Б.Ю. Класифікації доларизації в сучасній економічній науці / Б. Лапчук // Вісник Львівського університету. Серія економічна. – Вип. 39. – Львів: ЛНУ ім. Івана Франка, 2008. – С. 274–275.
31. Лапчук Б.Ю. Неофіційна доларизація в Україні у посткризовий період / Б. Лапчук // Вісник Львівського університету. Серія міжнародні відносини. – 2013. – Вип. 33. – Львів: ЛНУ ім. Івана Франка, 2013. – С. 180–185.
32. Лапчук Б.Ю. Рівень неофіційної доларизації у країнах Центральної та Східної Європи / Б. Лапчук // Вісник Львівського університету. Серія економічна. – Вип. 40. – Львів: ЛНУ ім. Івана Франка, 2008. – С. 149–152.
33. Лук'яненко Д.Г. Ресурси і моделі глобального економічного розвитку: [монографія] / Д. Г. Лук'яненко, А. М. Поручник, А. М. Колот, Я. М. Столярчук та ін.; за ред. Д. Г. Лук'яненка та А. М. Поручника. – К.: КНЕУ, 2012. – 703 с.
34. Луцишин З.О. , Козловський Р.В. Еволюція структури золотовалютних резервів у контексті реформування світової валютної системи // З.О. Луцишин, Р.В. Козловський // Світ фінансів. – 2011. – Випуск 2. – С.18–29.
35. Луцишин З. О. «Moral hazard» зростання зовнішньої заборгованості України в умовах доларизації економіки / З. О. Луцишин, Т. Б. Цвігун // Міжнародна економічна політика. – 2012. – № 1–2 (16–17). – С. 83–106.
36. Луцишин З. О. Аргентина: причини та наслідки найбільшого в історії світової валютно–фінансової системи дефолту / З. О. Луцишин // Вісник НБУ. – 2002. – №4. – С.5–11.
37. Лютий І.О. Банківські інститути в умовах глобалізації ринку фінансових послуг: [монографія] / І.О. Лютий, О.М. Юрчук. – К.: Знання, 2011. – 359 с.
38. Мазуренко В. І. Світові фінансові кризи та національна економічна безпека: теорія і методологія: [монографія] / В. І. Мазуренко. – К.: Видавничо–поліграфічний центр «Київський університет», 2007. – 511 с.

39. Міщенко В. Удосконалення дії каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в Україні в умовах переходу до таргетування інфляції / В. Міщенко, С. Міщенко // Актуальні проблеми економіки. – 2015. – № 1(163). – С. 421–428.
40. Пузанов І.І. Вплив експортоорієнтованої та імпортозамінної стратегії на характер і напрями економічного зростання/ І.І. Пузанов // Науковий Вісник Національної академії статистики, обліку та аудиту. – № 1. – 2014. – с. 44–52
41. Рогач О.І. Транснаціональні корпорації в світовій економіці: [монографія] / О.І. Рогач. – К.: ВПЦ Київський університет, 2005. – 145 с.
42. Смирнов С. Режимы валютного курса и стабильность экономики / С. Смирнов // Вопр. економіки. – 2010. – № 1. – С. 39.
43. Сніжко О. В. Сучасні теоретичні підходи до визначення сутності фінансової системи / О. В.Сніжко // Фінанси України. – 2012. – № 8. – С. 57–68.
44. Сніжко О. В. Структура доларизації у контексті глобалізації / О.В. Сніжко, О.І. Зикова // Вісник КНУ імені Тараса Шевченка. Міжнародні відносини. – № 1 (42). – 2014. – 95 с. – С. 45–50.
45. Snizhko O. Transformation of dollarization in a globalized economy / O. Snizhko, O. Zyкова // Greece: Monography «Global Economy: Issues and Challenges of Post-Crisis Development». – Ch. 11. – p. 181–199.
46. Співак І. В. Глобальна монетарна економіка та геополітичні інтереси держав: валютні механізми: монографія/ І. В. Співак // Нац. банк України, УН-т банк. справи НБУ (м. Київ), Ін-т міжнар. відносин Київ. нац. ун-ту ім. Тараса Шевченка. – К.: УБС НБУ, 2013. – 395 с.
47. Стельмах В.С. Монетарна політика НБУ: сучасний стан та перспективи змін: монографія / за ред. В. С. Стельмаха. – К.: Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с.
48. Столярчук Я.М. Глобальні фінансові дисбаланси і їх макроекономічні наслідки / Я. М. Столярчук, Д. Г. Лук'яненко, А. М. Поручник // Журнал європейської економіки. – Том 9. – №1. – Березень 2010 р. – С. 73–92.
49. Філіпенко А.С. Міжнародна економічна інтеграція: сучасний теоретичний дискурс / А. С. Філіпенко // Науковий вісник Дипломатичної академії України. – 2016. – Вип. 23(3). – С. 54–61.

50. Філіпенко А. С. Концептуальна основа світового господарства / А. С. Філіпенко // Економіка і управління. – 2012. – № 1. – С. 6–12.
51. Цвігун Т. Б. Теоретико–емпірична концептуалізація ризоматичної парадигми доларизації / Т. Б. Цвігун // Вісник соціально–економічних досліджень. – 2013. – № 1 (48). – С. 305–313.
52. Циганов С. А. Шляхи підвищення ефективності грошово–кредитного регулювання економіки / С. А. Циганов // Фінанси України. – 2000. – № 1. – 17 с.
53. Шаров О. М. Криза парадигми світової економічної системи (грошово–валютні аспекти) / О.М. Шаров // Економічний часопис ХХІ. – 2013. – №2. – С. 49–52.
54. Шевчук В. Економічні реформи у Латинській Америці: від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання: монографія / В. Шевчук. – Львів: Каменяр, 1999. – 319 с.
55. Шемет Т.С. Теоретико–концептуальні засади суверенних валютних стратегій в умовах глобальної інтеграції / Т.С. Шемет // Соціально–економічні проблеми сучасного періоду України. – 2015. – № 2. – с. 70–73.
56. Шнирков О. І. Конкурентна політика Європейського Союзу: монографія / О. І. Шнирков. – К.: ВЦ «Київський університет», 2003. – 217 с.
57. Шумська С. Критерії оптимальних валютних зон: від класичного до сучасного підходу / С. С.Шумська, А. К. Пінчук // Актуальні проблеми економіки: Науковий економічний журнал. – 2014. – № 10. – С. 45–55.
58. Юрій С. І. Фундаментальне дослідження фінансово–монетарної сфери України / С. І. Юрій // Фінанси України. – 2009. – № 3. – С. 118–120.
59. Adler G. Foreign Exchange Intervention: A Shield against Appreciation Winds? / G. Adler, C. Tovar. // IMF Working Paper. – 2011.– WP/11/165. – p. 1-32.
60. Adler G. Global Financial Shocks and Foreign Asset Repatriation: Do Local Investors Play a Stabilizing Role? / G.Adler, M.–L. Djigbenou, S. Sosa // Washington: IMF Working Paper. – 2014. – №60. – p. 145-161.
61. Agénor P. Foreign Currency Deposits and the Demand for Money in Developing Countries / P.R. Agénor, M.S. Khan // Journal of Development Economics. – 1996. – Vol. 50. – №1. – p. 101–118.

62. Aghion, P. A Corporate Balance–Sheet Approach to Currency Crises / P.Aghion, P. Bacchetta, A. Banerjee. // Gerzensee: Swiss National Bank. Working Paper № 01.05. – 2001. – p. 4-21.
63. Aizenman J. Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture / J.Aizenman // NBER Working paper. – 2007. – № 13277. – p. 3-19.
64. Aizenman J. Real Exchange Rate and International Reserves in the Era of Growing Financial and Trade Integration / J. Aizenman, D. Riera–Crichton // Review of Economics and Statistics. – 2008. – № 90 (4). – p. 812–815.
65. Aizenman J. Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets. / J.Aizenman, M. Hutchison, I. Noy. // World Development. – 2010. – №39(5). – p. 712–724.
66. Akyuz Y. The boom in capital flows to developing countries: Will it go bust again? / Y.Akyuz // Ekonomitek. – 2012. – №1. – p. 63-96.
67. Akyuz Y. Waving or drowning: Developing countries after the financial crisis / Y. Akyuz // Research Paper. – 2013. – №48. – 25 p.
68. Albagli E. Inflation Dynamics in LATAM: A Comparison with Global Trends and Implications for Monetary Polic / E. Albagli, A. Naudon, R. Vergara // Central Bank of Chile. – Economic Policy Papers. – 2015. – № 58. – p.1-30.
69. Allen F. Financial contagion/ F.Allen, D. Gale // Journal of political economy. – №108 (1). – 2000. – p. 1–33.
70. Altissimo F. Inflation Differentials in a Currency Area: Facts, Explanations and Policy / F.Altissimo, P.Benigno, D.Palenzuela // Open Economies Review. – 2011. – №22(2). – p. 1-24.
71. Alvarez–Plata P. To dollarize or dedollarize: Consequences for Monetary Policy / P. Alvarez–Plata, A. García–Herrero // Asian Development Bank Working Paper. – 2007. – 28 p.
72. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions / Washington: International Monetary Fund. – 2013. – 94 p. – p. 65.
73. Anzoategui D. Bank Competition in the Middle East and Northern Africa Region / D. Anzoategui, M. S. Martínez Pería, R. R. Rocha // Review of Middle East Economics and Finance. – 2010. – №6 (2). – 32 p.

74. Archer D. Foreign exchange market intervention: methods and tactics / D. Archer // BIS Papers №24. Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Markets: Motives, Techniques, and Implications. – 2005. – 301 p. – p.40–56.

75. Arena M. The lending channel in emerging economies: Are foreign banks different? / Arena M., C. Reinhart and F. Vazquez // IMF Working Paper. – 2007. – №48. – p.1-52.

76. Armas A. Peru's Experience with Partial Dollarization and Inflation targeting / A. Armas, N. Batini, V. Tuesta // IMF Country Report. – January, 2007. – № 53. – 69 p. – p. 25–29.

77. Armas A. Inflation Targeting and Quantitative Tightening: Effects of Reserve Requirements in Peru / A.Armas, P. Castillo, M. Vega // Economía. – 2014. – №15 (1). – p.133–175.

78. Armijo L. The public bank trilemma: Brazil's new developmentalism and the BNDES // Democratic Brazil Ascendant. – Pittsburgh: University of Pittsburgh Press. – 2013. – 33 p.

79. Arteta C.O. Exchange rate regimes and financial dollarisation: does flexibility reduce bank currency mismatches? / C.O. Arteta // Berkeley Electronic Journals in Macroeconomics: Topics in Macroeconomics. – 2005. – №5(1). – Article 10. – 60 p.

80. Bacchetta P. Does exchange-rate stability increase trade and welfare? / P.Bacchetta, E. Van Wincoop // American Economic Review. – 2000. – №90(5). – p.1093–1109.

81. Bacha E. Panel-Data Analysis of Interest Rates and Dollarization in Brazil. / E. Bacha, M. Holland, F. Gonçalves // Revista Brasileira de Economia. – 2009. – №63. – p. 341–360.

82. Baldwin R. Supply-chain trade: a portrait of global patterns and several testable hypotheses / R. Baldwin, J. Lopez-Gonzalez // NBER Working Paper. – 2013. – №18957. – 39 p.

83. Balino T. Monetary Policy in Dollarized Economies / T. Balino, A. Bennett, E. Borensztein. – Washington: IMF Occasional Paper. – № 171. – 1999. – 47 p. – p. 1.

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

85. Barth J. R. Bank regulation and supervision: what works best? / J. R. Barth, G. J. Caprio, R. Levine // *Journal of Financial Intermediation*. – 2004. – №13(2). – p. 205–248.
86. Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools // Basel: Bank for International Settlements. Basel Committee on Banking Supervision. – 2013. – 75 p. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf>.
87. Basso H.S. Financial Dollarisation and the Role of Banks and Interest Rates / H.S. Basso, O. Calvo–Gonzalez, M. Jurgilas // *Journal of Banking and Finance*. – 2010. – №35. – p. 794–806.
88. Bastos R. Corporate Financing Trends and Balance Sheet Risks in Latin America: Taking Stock of ‘The Bon(d)anza / R. Bastos, F.H. Kamil, B. Sutton // Washington: IMF Working Paper. – 2015. – №10. – 31 p.
89. Beckerman P. Dollarization and Semi-dollarization in Ecuador / P. Beckerman // World Bank: Policy Research Working Paper. – 2001. – № 2643. – 28 p.
90. Beckerman P. Ecuador under Dollarization: Opportunities and Risks / P. Beckerman, H. Cortés–Douglas // *The World Bank Paper: Crisis and dollarization in Ecuador: Stability, growth, and social equity*. – 2002. – №2643. – pp. 81–126.
91. Ben Bassat A. Optimal International Reserves and Sovereign Risk / A. Ben Bassat, D. Gottlieb // *Journal of International Economics*. – 1992. – №33. – p. 345–62.
92. Berger A. The Profit–Structure Relationship in Banking: Tests of Market Power and Efficient Structure Hypotheses / Berger, A. // *Journal of Money, Credit, and Banking*. – 1995. – №27 (2). – p. 404–31.
93. Bloom N. Held Back by Uncertainty / N. Bloom, A. Kose, M.E. Terrones // *Finance and Development*. – 2013. – № 50. – p. 38–41.
94. Bogetic, Z. Official Dollarization: Current Experiences and Issues / Z. Bogetic // *Cato Journal*. – 2000. – Vol. 20, №2. – p. 179–213.
95. Borensztein E. The Case for GDP–Indexed Bonds / E. Borensztein, P. Mauro // *Economic Policy*. – 2004. – p.165–216.
96. Borensztein E. Full Dollarization: The Pros and Cons / E. Borensztein, A. Berg. // *IMF Economic Issues*. – Washington: International Monetary Fund. – 2000. – № 24. – p. 7.
97. Borio C. Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back From the Wilderness? / C. Borio, Ph. Lowe // *BIS Working Paper*. – 2004. – №157. – p. 1–51.

98. Borio C. White W. Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes / C. Borio // BIS Working Paper. – 2004. – №147. – p. 1–51.
99. Borio C. A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for Monetary Policy / C. Borio, W. English, A. Filardo // BIS Papers. – 2003. – №19. – p. 1–59.
100. Branson W.H. The Specification and Influence of Assets Markets / W.H. Branson, D.W. Henderson // Handbook of International Economics. – 1985. – № 8. – p. 749–806.
101. Broda C. Endogenous Deposit Dollarization / C. Broda, E. Levy Yeyati // Journal of Money, Credit and Banking. – Federal Reserve Bank of New York Staff Papers. – 2003. – №160. – 30 p.
102. Broda C. Dollarization and the Lender of Last Resort / C. Broda, E. Levy–Yeyati // E. Levy–Yeyati F. Sturzenegger (eds.) Dollarization: Debates and Policy Alternatives. – 2002. – 55 p.
103. Broda C. Globalization and the Gains from Variety / C. Broda, D.E. Weinstein // Quarterly Journal of Economics. – Vol. №121. – 2006. – p. 541–585.
104. Broner F. Why Do Emerging Economies Borrow Short Term? / F. Broner, G. Lorenzoni, S. Schmukler // Journal of the European Economic Association. – 2013. – № 11(1). – p. 67–100.
105. Broner F. Gross Capital Flows: Dynamics and Crises / F. Broner, T. Didier, A. Erce, S.L. Schmukler // World Bank: Policy Research Working Paper. – 2011. – №5768. – August. – 50 p.
106. Brown M. Foreign currency loans: demand or supply driven? / M. Brown, K. Kirschenmann, S. Ongena // CEPR Discussion Paper. – 2010. – №7952. – 32 p.
107. Bruno V. Capital flows, cross–border banking and global liquidity / V. Bruno, H.S. Shin // Griswold Center for Economic Policy Studies. Working paper. – 2013. – №237a. – p. 119–132.
108. Burnside C. Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange Rate Regimes / C. Burnside, M. Eichenbaum, S. Rebelo // European Economic Review. – 2001. – Vol. 45. – p. 1151–1193.
109. Caballero R.J. Excessive Dollar Debt: Financial Development and Undersinsurance / R.J. Caballero, A. Krishnamurthy // Journal of Finance. – 2003. – vol. LVIII. – №2. – p. 867–894.

110. Calderon C. Trade intensity and business cycle synchronization: Are developing countries any different? / C. Calderon, A. Chong, E. Stein // *Journal of International Economics*. – 2007. – №71(1). – p. 2–21.
111. Calvo G. From Currency Substitution to Dollarization and Beyond: Analytical and Policy Issues / G. Calvo, C. Vegh // *Money Exchange Rates, and Output*. – Cambridge, Massachusetts: MIT Press. – 1996. – 23 p. – p. 1.
112. Calvo G. Model of Exchange Rate Determination under Currency Substitution and Rational Expectation / G. Calvo, C. Rodriguez // *Journal of political Economics*. – 1977. – № 85. – p. 617–625.
113. Calvo G. Capital markets and the exchange rate with special reference to the dollarization debate in Latin America / G. Calvo // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 2001. vol. 33. – №2.– May. – p. 312–334.
114. Calvo G. Fear of Floating / G. Calvo, C. Reinhart. // *Quarterly Journal of Economics*. – 2002. – № 2. – Vol. CXVIII. – 28 p.
115. Calvo G. When capital inflows come to a sudden stop: Consequences and policy options / G. Calvo, C. Reinhart., in Kenen P., A. Swoboda., *Reforming the international monetary and financial system* // *International Monetary Fund WP №17*. – 2000. – p. 175-201.
116. Calvo G. A. Rational contagion and the globalization of securities markets / G. A. Calvo, E. G. Mendoza // *Journal of International Economics*. – 2000.– №51(1). – p. 79–113.
117. Calvo G. Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction / G. Calvo, C. Vegh. // *Washington DC: IMF Working Paper WP/92/40*. – 1992. – №40. – 33 p. – p. 12–13.
118. Calvo G. Credibility and Nominal Debt: Exploring the Role of Maturity in Managing Inflation / G. Calvo, P. Guidotti // *IMF Staff Papers*. – 1989. – Vol. 37 (Sept). – 612 p. – p. 35.
119. Calvo G. Optimal Holdings of International Reserves – With Special Reference to Balance-Sheet Effects and Sudden Stop / G. Calvo, A. Izquierdo, R. Loo-Kung. // *NBER Working Paper №18219*. – July 2012. – 27 p.
120. Cardona C.R. La conducción de saldos acumulados comúnmente llamado “Corto” en la política monetaria del país, el caso de México / C.R. Cardona // *Observatorio*

de la Economía_Latinoamericana. – №99. – 2008. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/mx/2008/arrc.htm>.

121. Carranza L. Exchange Rate and Inflation Dynamics in Dollarized Economies / L. Carranza, J. E. Galdon-Sánchez, J. Gomez Biscarri // Journal of Development Economics. – Vol. 89, Issue 1.– May 2009.– p. 98–108.

122. Carstens A. Latin American Central Bank Reform: Progress and Challenges / A.Carstens, H. Jácome. – Washington D.C.: IMF Working Paper. – 2005.– №05/114.

123. Castillo P. De-dollarization of credit in Peru: the role of unconventional monetary policy tools / P. Castillo, H. Vega, E. Serrano, C. Burga. // Banco Central de Reserva del Perú. – Serie de Documentos de Trabajo // Working Paper. – April 2016. – №002.– 34 p.

124. Catao L. Determinants of Dollarization – The Banking Side / L. Catao, M. Terrones. // International Monetary Fund. – Working Paper. – 2000. – № 146. – p.1-41.

125. Cayazzo J. Toward and Effective Supervision of Partially Dollarized Banking Systems / J. Cayazzo // IMF Working Paper. – 2006. – № 32. – P. 50 – p. 31–34.

126. Cetorelli, N. Competitive Analysis in Banking: Appraisal of the Methodologies / N. Cetorelli // Economic Perspectives. – 1999. – №23. – p. 2–15.

127. Chailloux A. Euroisation in Serbia / A. Chailloux, F. Ohnsorge, D. Vavra // European Bank for Reconstruction and Development (EBRD). – Working Papers. – 2010. – №120. – p. 3-32.

128. Chamon, M. Foreign Currency Denomination of Foreign Currency Debt: Has the Original Sin Been Forgiven but not Forgotten? – 2001. – Cambridge: Harvard University. – p. 243–265.

129. Chen T. Chinese foreign direct investment in Latin America and the Caribbean / T. Chen., M.P. Ludeña // ECLAC: Working Paper. – 2013. – №195.– 28 p.

130. Chitu L. Was Unofficial Dollarisation/Euroisation an Amplifier of the ‘Great Recession’ of 2007–2009 in Emerging Economies? / L. Chitu // Comparative Economic Studies. – 2013. – Vol. 55. – № 2. – p. 233–265.

131. Choy M. Medidas Macropudenciales Aplicadas en el Perú / M.Choy, G. Chang // Banco Central del Perú. – Report. – 2014.– №007. – p.1-34.

132. Claessens S. Being a Foreigner among Domestic Banks: Asset or Liability? / S. Claessens, N. van Horen // *Journal of Banking and Finance*. – 2012. – Vol. 36. – p. 1276–1290.
133. Claessens S. Impact of Foreign Banks / S. Claessens, N. van Horen // *The Journal of Financial Perspectives*. – 2013. – Vol. 1. – №1. – p. 1–14.
134. Claessens S. Foreign Banks: Trends, Impact and Financial Stability / S. Claessens, N. van Horen // *De Nederlandsche Bank Working Paper*. – December 2011. – № 330. – p. 1-34.
135. Clements B. Currency Substitution: The Recent Experience of Bolivia / B. Clements, G. Schwartz // *World Development*. – 1993. – Vol. 21. – №11. – p. 1883–1893.
136. Cohen B.J. Global Currency Rivalry: Can the Euro Ever Challenge the Dollar? / B.J. Cohen // *Journal of Common Market Studies*. – 2003a. – Vol. 41. – №4. – p. 575–595.
137. Colliac S. A Primer on the Empirics of Original Sin / S. Colliac, N. Akmar // *Economics Bulletin*. – 2005. – Vol. 6. – No. 23. – p. 1–12.
138. Corbo V. Reaching One-Digit Inflation: The Chilean Experience / V. Corbo // *Journal of Applied Economics*. – 1998. – №1(1). – p. 123–164.
139. Corbo V. Inflation Targeting in Latin America / V. Corbo, K. Schmidt-Hebbel // *Central Bank of Chile. – Working Papers (Banco Central de Chile Documentos de Trabajo)*. – 2001. – №105. – 72 p.
140. Corbo V. The international crisis and Latin America: growth effects and development strategies / V. Corbo, K. Schmidt-Hebbel // *The World Bank e-library*. – 2011. – p. 157–167.
141. Corsetti G. Paper tigers: a model of the Asian crisis / G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini // *European Economic Review*. – 1999. – №43(7). – p. 1211–1236.
142. Crowe C. Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness / C. Crowe, E. Meade // *European Journal of Political Economy*. – 2008. – Vol. 24. – December. – p. 763–777.
143. Cuddington J. Currency Substitution, Capital Mobility and the Demand for Domestic Money / J. Cuddington // *Journal of International Money and Finance*. – 1983. – № 2. – p. 111-133.

144. Cukierman A. Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes / A. Cukierman, S. Webb, B. Neyapti // *The World Bank Economic Review*. – 1992. – Vol. 6. – p. 352–398.
145. Cull R. Foreign Bank Participation in Developing Countries: What Do We Know about the Drivers and Consequences of This Phenomenon? / R. Cull, M.S. Martinez Peria // *World Bank Policy Research Working Paper*. – 2010. – №5398. – p. 1-34.
146. Dages B.G. Foreign and domestic bank participation in emerging markets: Lessons from Mexico and Argentina / B.G. Dages, L. Goldberg, D. Kinney // *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* – 2000. – № 6.– p. 17–36.
147. De Haas R. Internal capital markets and lending by multinational bank subsidiaries / R. de Haas, I. van Lelyveld // *Journal of Financial Intermediation*. – 2010. – № 19 (1).– p. 1–25.
148. De la Torre A. Coping with Risks through Mismatches: Domestic and International Financial Contracts for Emerging Economies / A. De la Torre, S. L. Schmukler // *International Finance* 2004. – №7 (3). – p. 349–390.
149. De la Torre A. The new face of Latin America and the Caribbean: globalized, resilient, dynamic / A. De la Torre, C. Calderón, T. Didier // *World Bank LAC Semi-Annual Report*. – October 2010. – p. 1-34.
150. De la Torre A. From Global Collapse to Recovery / A. De la Torre, C. Calderon, T. Didier, J. Messina, S. Schmukler // *Washington DC: The World Bank, Latin American and the Caribbean Region, Spring Meetings Report*.– 2010. – 32 p.
151. De la Torre A. Banking, currency and debt meltdown: Ecuador crisis in the late 1990s. / A. De la Torre, R. Garcia-Saltos, Y. Mascaró // *Washington, D.C.: World Bank manuscript*. – 2001. – 26 p.
152. De Luna-Martinez J. Global survey of development banks. / J. De Luna-Martinez, C.L. Vicente // *Washington, DC: World Bank Policy Research Working Paper*. – 2012. – №5969. – 43 p.
153. De Nicolò G. Dollarization of Bank Deposits: Causes and Consequences / G. De Nicolò, P. Honohan, A. Ize // *Journal of Banking and Finance*. – 2005. – № 29 (7).– p. 1697–1727.
154. De Nicolò G. Dollarization of the Banking System: Good or Bad? / G. De Nicolò, P. Honohan, A. Ize // *IMF Working Paper* – 2003. – № 146.– 43 p.

155. De Pooter. Are Long-Term Inflation Expectations Well Anchored in Brazil, Chile, and Mexico? / M. De Pooter, P. Robitaille, I. Walkerand, M. Zdinak // *International Journal of Central Banking*. – 2014. – №10(2). – p. 1-32.
156. Didier T. How resilient and countercyclical were emerging economies during the global financial crisis? / T. Didier, C. Hevia, S. L. Schmukler // *Journal of International Money and Finance* 2012. – №31(8). – p. 2052–2077.
157. Dornbusch R. Fewer Monies, Better Monies /R. Dornbusch // *American Economic Review* 91. – 2001. – №2. – p. 238–242.
158. Dullien S. Central banking, financial institutions and credit creation in developing countries / S. Dullien // *UNCTAD Discussion Paper*. – 2009.– №193. – January.
159. Edwards S. Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers / S. Edwards, E. Levy Yeyati // *NBER Working Paper* – 2003. – № 9867. – 32 p.
160. Edwards S. A currency of one's own? An empirical investigation on dollarization and independent currency unions / S. Edwards, I. Magendo // *NBER Working Paper Series*. – 2003. – № 9514. – p. 1-27.
161. Eichengreen B. Capital controls in the 21st century / B. Eichengreen, A. Rose // *VOX CEPR's Policy Portal*. – 2014. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.voxeu.org/article/capital-controls-21st-century>.
162. Eichengreen B. Exchange Rates and Financial Fragility / B. Eichengreen, R. Hausmann // *NBER WP* – 1999. – № 7418. – 54 p. – p. 3.
163. Eichengreen B. Insurance underwriter or financial development fund: what role for reserve pooling in Latin America? / B. Eichengreen // *Serie financiamiento del desarrollo* // *Economic Development Division. CEPAL*. – 2006.– November. –№ 186. – 51 p.
164. Eichengreen B. The Road to Redemption /in B. Eichengreen, R. Hausmann eds., *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies* // Chicago: University of Chicago Press. – 2005. – p. 266–288.
165. Faia E. Financial exposure, exchange rate regimes and fear of floating / E. Faia, T. Monacelli // *Working paper*. – 2002. – p. 1–40. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: www.econ.upf.es/~faia/welcome_files/FMfinal.pdf.
166. Fasano-Filho U. Currency Substitution and the Demand for Money: the Argentine Case, 1960–1976 / U.Fasano-Filho // *Weltwirtschaftliches Archiv*. – 1986. – №122 (2). – p. 327–339.

167. Feige E.L. The Dynamics of Currency Substitution, Asset Substitution and De Facto Dollarization and Euroization in Transition Countries / E.L. Feige // *Comparative Economic Studies*. – 2003. – Vol. 45. – №3, p. 358–383.
168. Feige E.L. Unofficial Dollarization in Latin America: Currency Substitution, Network Externalities and Irreversibility / E.L. Feige, M. Faulend, V. Sonje, V. Susic. // in D. Salvatore, J.W. Dean and T.D. Willett (eds.), *The Dollarization Debate*. – New York and Oxford: Oxford University Press. – 2003. – p. 46–71.
169. Fischer St. *Modern Approaches to Central Banking* / St. Fischer // NBER Working Paper. – 1995. – № 5064. – p. 1–55.
170. Fox M. Globalization, Aggregate Productivity, and Inflation / M. Fox // *Dalls Fed Staff Papers*. – 2007. – №1. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: www.dallsfed.org.
171. Fraga A. Inflation Targeting in Emerging Market Economies / A. Fraga, I. Goldfajn, A. Minella // *NBER Macroeconomics Annual*. – 2003. – №18. – 1-25 p.
172. Freixas X. *Microeconomics of Banking* / X. Freixas, J.-C. Rochet. // Cambridge: The MIT Press. – 2008. – 349 p.
173. Frenkel J. Optimal International Reserves: A Stochastic Framework / J.Frenkel, B. Jovanovic // *Economic Journal*. – 1981. – № 91 (362). – p. 507–514.
174. Fry M. J. Foreign Direct Investment in a Macroeconomic Framework Finance, Efficiency, Incentives, and Distortions / M. J. Fry // *World Bank: Working Paper* – 1993. – № 1141. – p. 134-155.
175. Galindo A. Living with Dollarization and the Route to Dedollarization / A. Galindo, L. Leiderman // *Inter-American Development Bank Working Paper*. – 2005. – № 526. – p. 1–59.
176. Galindo A. Financial Integration and Foreign Banks in Latin America: How Do They Impact the Transmission of External Financial Shocks? / A. Galindo, A. Izquierdo, L. Rojas-Suárez. // *Washington: Inter-American Development Bank*. – IADB Working Paper – 2010. – №116. – p. 45-62.
177. Gallagher K.P. Capital account regulations for stability and development: A new approach / K.P. Gallagher, S. Griffith-Jones, J.A. Ocampo // *Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development*. – Pardee Center Task Force Report. – Boston University. – 2011. – 1-8 p.

178. García-Escribano M. What is Driving Financial De-dollarization in Latin America? / M. García-Escribano, S. Sosa // IMF Working Paper. – November 2011. – №10. – p. 1-24.
179. García-Escribano M. Peru: Drivers of De-dollarization / M. García-Escribano // IMF Working Paper. – July, 2010. – №16. – p. 1-28.
180. García-Solanes J. Inflation Targeting Works Well in Latin America / J. García-Solanes, F. Torrejón-Flores // CEPAL Review. – 2012. – Issue 106. – p. 121-136.
181. Gertler M. External Constraints on Monetary Policy and the Financial Accelerator / Gertler M., S. Gilchrist, F. Natalucci // Proceedings, Federal Reserve Bank of San Francisco. – 2001. – p.1-22.
182. Glocker C. Reserve Requirements for Price and Financial Stability: When Are They Effective? / C. Glocker, P. Towbin // International Journal of Central Banking. – 2012. – Vol. 8. – №1. – p. 65–114.
183. Gourinchas P. O. The financial crisis and the geography of wealth transfers / P. O. Gourinchas, H. Rey, K. Truempler // Journal of International Economics. – 2012. – №88 (2). – p. 266–283.
184. Gredig U. El Horizonte de la Política Monetaria en Chile y otros Países con Metas de Inflación / U. Gredig, K. Fabián, D. Schmidt-Hebbel, O. Rodrigo, P. Valdés // Revista de Economía. – April, 2008. – Vol. 11. – №1. – p. 167-189.
185. Greenspan A. Currency reserves and debt / A. Greenspan // Federal Reserve System: Retrieved. – 2009. – №12–01. – p.1-33.
186. Guidotti P. Dollarization in Latin America: Gresham's Law in Reverse? / P. Guidotti, C. Rodriguez // Buenos Aires: Universidad del C.E.M.A. – February 1992. – №81. – 1-32 p.
187. Gulde A.M. Financial Stability in Dollarized Economies / A.M. Gulde, D. Hoelscher, A. Ize, D. Marston, G. De Nicolò // IMF Occasional Paper. – 2004. – №230. – p. 87-99.
188. Gurkaynak R. S. Does Inflation Targeting Anchor Long-Run Inflation Expectations? / R. S. Gurkaynak, A. Levin, E. Swanson // Evidence from the U.S., UK, and Sweden // Journal of the European Economic Association. – 2010. – №8(6). – p. 1208–1242.

189. Haiss P.R. Credit Euroization in Eastern Europe: The 'Foreign Funds' Channel at Work / P.R. Haiss, W. Rainer // *Comparative Economic Studies*. – 2012. – Vol. 54. – №3, p. 471–505.
190. Haldane A.G. The big fish small pond problem / A.G. Haldane // The Institute for New Economic Thinking Annual Conference. – Bretton Woods, New Hampshire. – 2011. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: www.bankofengland.co.uk/publications/speeches.
191. Hamann F. Inflation Targeting in Colombia / F. Hamann, M. Hofstetter, M.Urrutia // *IDB Working Paper*. – February, 2014. – № 487. – 46 p.
192. Hammond G. State of the art of inflation targeting / G. Hammond // Bank of England, Centre for Central Banking Studies. – Handbook №29. – 2012. – p.1-50.
193. Halac, M., S.L. Schmukler. Distributional effects of crises: The financial channel / M. Halac, S.L. Schmukler // *Economía* 5 (1). – 2004. – p. 1–67.
194. Hausmann R. On the determinants of Original Sin: An empirical investigation / R. Hausmann, U. Panizza // *Journal of International Money and Finance*, Elsevier. – 2003. – №22(7). – p. 957–990.
195. Hausmann R. The Atlas of Economic Complexity / R. Hausmann, C.A. Hidalgo, Bustos S., M. Coscia, S. Chung, J. Jimenez, A. Simoes, M. Yildirim // Cambridge, MA: Cambridge Puritan Press. – 2011. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://atlas.cid.harvard.edu/rankings>.
196. Hausmann R. Venezuela's Growth Implosion: A Neoclassical Story? In Search of Prosperity: Analytic Narratives on Economic Growth, edited by D. Rodrik. / Hausmann, R. // Princeton: Princeton University Press. – 2003. – p. 1–25.
197. Hausmann R. The network structure of economic output / R.Hausmann, C.A. Hidalgo // *Journal of Economic Growth* 2011. – №16(4). – p. 309–342.
198. Hausmann R. What you export matters / R. Hausmann, Hwang, D. Rodrik // *Journal of Economic Growth*. – 2007. – №12(1). – p. 1–25.
199. Herrera O.L. De-dollarization, Indexation and Nominalization: the Chilean Experience / O.L. Herrera, R. O. Valdés // *The Journal of Policy Reform*, 2005. – №8(4). – p. 281–312.

200. Herrera L.O. Peru's Financial Stability US Dollar firewall provides systemic hedge against international liquidity risk / L.O. Herrera, A. Muller–Jiskra // BTGPactual. Macroeconomic Research Paper. – 17 June 2015. – 10 p.
201. Herrera L.O. Fighting dollarization: the 2015 “Super Package” / L.O. Herrera, A. Muller–Jiskra // BTGPactual. Macroeconomic Research Paper. – 06 April 2015. – 12 p.
202. Honig A. Dollarization, Exchange Rate Regimes and Government Quality / A. Honig // Journal of International Money and Finance. – 2009. – Vol. 28. – №2. – p. 198–214.
203. Honig A. Fear of floating and domestic liability dollarization / A. Honig // Emerging Markets Review. – 2005. – № 6. – p. 289–307.
204. Honohan P. Deposit Dollarization and the Financial Sector in Emerging Economies / P. Honohan, A. Shi // World Bank: Policy Research Working Papers. – 2002. – №2748. – p. 243–267.
205. Honohan P. Dollarization and Exchange Rate Fluctuations / P. Honohan // Washington DC: World Bank. – World Bank Policy Research. – Working Paper. – 2007. – № 4172. – p. 76–94.
206. Imam P. Introducing the Euro as Legal Tender – Benefits and Costs of Euroization for Cape Verde / P. Imam // International Monetary Fund Working Papers. – 2009. – №146 WP/09/146. – p. 66–98.
207. IMF Report The liberalization and management of capital flows: An institutional view. – Washington, DC. – November 2012. – 56 p.
208. IMF Report. Inflation Targeting and the IMF // Monetary and Financial Systems Department, Policy and Development Review Department, and Research Department. – 2006. – 64 p. – p. 18.
209. IMF Report. Global Financial Stability Report. // Regional Economic Outlook Western Hemisphere // Washington. – Chapter 2, Chapter 3. – 2014. – 63 p.
210. IMF Report. Ecuador: Selected issues // Washington, D.C.: International Monetary Fund. – 2006. – № 103. – p. 1–45.
211. Ize A. Dollarization of Financial Intermediation: Causes and Policy Implication / A. Ize, E. Levy–Yeyati // IMF Working Paper. – 1998. – № 28. – p. 3–48.
212. Ize A. Financial De–Dollarization: Is it for real / A. Ize, E. Levy Yeyati // IMF Working Paper. – №WP/05/187. – 2005. – № 187. – 31 p.

213. Ize A. Financial Dollarization / A. Ize, E. Levy Yeyati // *Journal of International Economics*. – 2003. – Vol. 59(2).– p. 323–347.
214. Ize A. Financial Dollarization Equilibria: A Framework for Policy Analysis // *IMF Working Paper* – 2005. – №186. – 30 p.
215. Ize A. Prudential Responses to De Facto Dollarization / A. Ize, A. Powell // *IMF Working Paper* – April 2004. – № 66.– 41 p.
216. Ize A. Dollarization, Monetary Policy, and the Pass–Through / A. Ize, E. Parrado // *IMF Working Paper*. – 2002. – № 02/188. – p. 34-67.
217. Jacome H. The late 1990s financial crisis in Ecuador: Institutional weaknesses, fiscal rigidities, and financial dollarization at work / H. Jacome, I. Luis // *Washington DC: International Monetary Fund*. – №WP/04/12. – p. 1–47.
218. Jácome L.I. Building Blocks for Effective Macroprudential Policies in Latin America: Institutional Considerations / L.I. Jácome, E.W. Nier, P. Imam. // *IMF Working Paper*. – №183. – 2012. – 41 p. – p. 6–7.
219. Jacome L.I. Central Banking in Latin America: From the Gold Standard to the Golden Years / L.I. Jacome // *Washington: IMF Working Paper*. – 2015. – №15/60. – 34 p.
220. Jeanne O. Why Do Emerging Economies Borrow in Foreign Currency / O. Jeanne // *IMF Working Paper*. – 2003. – №177. – p. 43–67.
221. Jeanne O. International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing? / O. Jeanne, G.L. Perry, W.C. Brainard // *Brookings Institution: Brookings Papers on Economic Activity*. – 2007. – p. 1–55.
222. Kamil H. Is Central Bank Intervention Effective Under Inflation Targeting Regimes? The Case of Colombia // *IMF Working Paper* – 2008. – № 88. – 42 p.
223. Kamin S. Dollarization in Argentina / S. Kamin, N. Ericsson // *Washington: International Finance Discussion Paper, International Finance Discussion Papers*. – 1993. – №460. – 54 p. – p. 44.
224. Kaminsky G., S.L. Schmukler. Short–run pain, long–run gain: the effects of financial liberalization / G. Kaminsky S.L. Schmukler // *IMF Working Paper* – 2003. – №34. – 59 p.
225. Kang Shi. Twin Dollarization and Exchange Rate Policy / Kang Shi, Juanyi Xu // *Journal of International Economics*. – May 2010. – Vol. 81. – Issue 1. — p. 109–121.

226. Kessy P. Dollarization in Tanzania: Empirical Evidence and Cross-Country Experience / P. Kessy // London School of Economics and Political Science. – International Growth Centre, Working Paper. – 2011. – № 0251. – p. 56-77.
227. Kim K.S. Currency Substitution in a Production Economy K.S. Kim // Journal of International Economics. – 1985. – Vol. 18. – №1–2. – p. 141–158.
228. King M. The inflation target five years on/ M. King // Bank of England Quarterly Bulletin. – 1997. – №7 (4). – p. 434–442.
229. Klein M.A. A theory of the banking firm. / M.A. Klein // Journal of Money, Credit and Banking. – 1971. – №3(2), p. 205–218.
230. Knight M. Challenges to Financial Stability in the Current Global Macroeconomic Environment / M. Knight // BIS Speeches. – 2005. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bis.org/speeches/sp050906.htm> www.bis.org.
231. Kokenyne A. Dedollarization / A. Kokenyne, J. Ley, R. Veyrune // IMF Working Paper – 2010. – №188. – 50 p.
232. Kose M. A. Financial globalization: a reappraisal / M. A. Kose, E. S. Prasad, K. Rogoff, S. J. Wei // NBER Working Paper – 2006. – №12484. – 91 p.
233. Kotios A. Southeastern Europe and the Euro Area: The Euroization Debate / A. Kotios // Eastern European Economics. – 2002. – Vol. 40. – №6. – p. 24–50.
234. Krugman P. The confidence game: How Washington worsened Asia's crash / P. Krugman – 1998. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: www.pkarchive.org/crises/krugman1.html.
235. Landerretche O. Inflation Targets and Stabilization in Chile / O. Landerretche, F. Morandé, K. Schmidt–Hebbel // Central Bank of Chile Working Papers. – 2000. – №55. – 41 p.
236. Lane P. R. The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004/ P.R. Lane, G.M. Milesi–Ferretti // Journal of International Economics. – 2007. – №73. – p. 223–250.
237. Larrea C. Ecuador: Adjustment Policy Impacts on Truncated Development and Democratization / C. Larrea, L. North // Third World Quarterly. – 1997. – Vol.18. – №5. – p. 913–934.

238. Levy–Yeyati E. Monetary and Exchange Rate Policy / E. Levy Yeyati, F. Sturzenegger // Elsevier: Handbook of Development Economics. – Vol. 5: The Economics of Development Policy. – D. Rodrik and M. Rosenzweig, eds. – 2010. – p.1-74.
239. Levy–Yeyati E. Financial Dedollarization: A Carrot and Stick Approach / E. Levy Yeyati // Buenos Aires: Universidad Di Tella. – CIF Working Paper – 2003. – №8. – p. 38-63.
240. Levy–Yeyati E. Dollars, Debt and the IFIs: Dedollarizing Multilateral Lending / E. Levy Yeyati // Buenos Aires: Universidad Torcuato Di Tella. – Working Paper. – September 2004. – №11. – 71 p.
241. Levy–Yeyati E. Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words / E. Levy–Yeyati, F. Sturzenegger // Universidad Torcuato Di Tella. – 2002. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.fem.uniag.sk/mefi/pdf/exrateclass.pdf>.
242. Levy–Yeyati E. Financial Dollarization: Evaluating the Consequences / E. Levy–Yeyati // Economic Policy. – 2006. – №21 (45). – p. 61–118.
243. Lin S. Dollarization does promote trade / S. Lin, H. Ye // Journal of International Money & Finance. – 2010. – №29. – p.1124–1130.
244. Lin S. Does Inflation Targeting Help Reduce Financial Dollarization? / S. Lin, H. Ye // Journal of Money, Credit and Banking. – 2013. – №45 (7). – p. 1253–1274.
245. Liviatan N. Monetary Expansion and Real Exchange Rate Dynamics / N. Liviatan // Journal of Political Economy. – 1981. – № 89 (6). – p. 1218-1227.
246. Loungani P. Capital Mobility and Output–Inflation Tradeoff / P. Loungani, A. Razin, Ch.–W. Yuen // Journal of Development Economics. – 2001. – №64. – p. 255–274.
247. Loureiro J. Cape Verde: The Case for Euroization / J. Loureiro, M. Martins, A. Ribeiro. // South African Journal of Economics. – 2010. – Vol. 78. – №3. – p. 248–268.
248. Luca A. What Drives Credit Dollarization in Transition Economies? / A. Luca, I. Petrova // Journal of Banking and Finance. – 2008. – №32 (5). – p. 858–869.
249. Luci E. Euroisation in Albania: From Spontaneous to Consensual / E. Luci, M. Muco, E. Sojli // The Vienna Institute for International Economic Studies. – The Balkan Observatory Working Papers. – 2006. – №071. – p. 1-30.
250. Lüders R. The Comparative Economic Performance of Chile: 1810–1995 / R. Lüders // Estudios de Economía. – 1998. – №25(2). – p. 217–250.

251. Luna–Martinez J. Global survey of development banks / J. Luna–Martinez, C.L. Vicente // Washington DC: World Bank. Policy Research – 2012. – №WP №5969.
252. Lund S. Financial globalization: Retreat or reset? / S. Lund, T. Daruvala, R. Dobbs, P. Harle, J.–H. Hwek, R. Falcon // Global Economic Watch. – McKinsey & Company. – 2013. – 92 p.
253. Maluku E., M. Badivuku Pantina. How Acceptable are the Costs Compared to Benefits Brought by Euroisation of Kosovar Economy / E. Maluku, M. Badivuku Pantina // Journal of Knowledge Management. – Economics and Information Technology. – 2011. – Vol. 1. – № 5. – p. 1–20.
254. Mancini–Griffoli T. A Broader Mandate / T. Mancini–Griffoli // Finance & Development. – 2014. – Vol. 51. – №2. – p. 1–34.
255. Mariscal R. On the Credibility of Inflation Targeting Regimes in Latin America / R. Mariscal, A. Powell, P. Tavella // Inter–American Development Bank. Working Paper. – 2014. – № 504. – p. 1–33.
256. Massad C. La Política Monetaria en Chile / C. Massad // Revista de Economía Chilena. Central Bank of Chile. – 1998. – Vol. 1. – №1. – p. 7–27.
257. Mavroeidis S. Empirical evidence on inflation expectations in the New Keynesian Phillips Curve / S. Mavroeidis, M. Plagborg–Møller, J. H. Stock // Journal of Economic Literature. – 2014. – №52(1). – p.124–188.
258. McKenzie G. Currency Substitution, Monetary Policy and International Banking / G. McKenzie, S. Thomas // University of Southampton. – Department of Economics, Discussion Papers. – 1984. – №8403. – p.1–23.
259. McKinnon R. Currency Substitution and Instability in the Dollar World Standard / R. McKinnon // American Economic Review. – 1982. – №72 (3). – p. 320–333.
260. McKinnon R. I. The Rules of the Game: International Money and Exchange Rates / R. I. McKinnon. – Cambridge, Massachusetts: The MIT Press. – 1996. – 563 p. – p. 367–368.
261. McKinnon R. I. Credible economic liberalizations and overborrowing / McKinnon R. I., H. Pill // American Economic Review. – 1997. – №87(2). – p.189–193.
262. Medina J. P. The Chilean business cycles through the lens of a stochastic general equilibrium model / J. P. Medina, C. Soto // Central Bank of Chile Working Papers. – 2007. – p. 4–57.

263. Medina J.P. Optimal Monetary Policy Rules Under Inflation Range Targeting / J.P. Medina, R. Valdés // Central Bank of Chile Working Paper. – 2000 January. – №61.
264. Melvin M. The Dollarization of Latin America as a Market-enforced Monetary Reform: Evidence and Implications / M. Melvin // Chicago: University of Chicago Press. – Economic Development and Cultural Change. – 1988. – Vol. 36. – p. 543–558.
265. Minda A. Official Dollarization: A Last Resort Solution to Financial Instability in Latin America? / A. Minda // Groupement de Recherches Economiques et Sociales, Cahiers du GRES. – 2005. – №2. – 31 p.
266. Minella A. Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility / A. Minella, P. Springer de Freitas, I. Goldfajn, M. K. Muinhos // Journal of International Money and Finance. – 2003. – №22 (7). – p. 1015–1040.
267. Mishkin F.S. Inflation Targeting in Emerging Market Countries / F.S. Mishkin // American Economic Review. – May, 2000. – Vol. 90. – №2. – p. 105–109.
268. Mishkin F.S. Issues in Inflation Targeting / F.S. Mishkin // Bank of Canada: Ottawa, Canada. Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy.– 2001. – p. 203–222.
269. Mishkin F.S. Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries / F. S. Mishkin // Chinese Economic Studies. – 2002. – Vol. 44(2). – p. 45–82.
270. Mishkin F.S. Monetary Policy Strategies for Emerging Market Countries: Lessons from Latin America / F.S. Mishkin, M. Savastano // Comparative Economic Studies. – 2002. – Vol. XLIV, № 2. – p. 45–83.
271. Moguillansky G. Foreign banks in Latin America: a paradoxical result? / G. Moguillansky, R. Studart S. Vergara // CEPAL Review. – 2004. – №82.– LC/G.2220–P/I.– p. 21–37.
272. Monti M. Deposit, credit and interest rate determination under alternative bank objective functions / M Monti // Mathematica Methods in Investment and Finance.– North-Holland. Amsterdam. – 1972. – p. 431–454.
273. Morandé F. A Note on Wage Indexation in a Model with Staggering Wage Setting / F. Morandé // Economics Letters. – 1985. – Vol. 17. – №1. – p. 2–21.
274. Morandé F. Sources of Uncertainty for Conducting Monetary Policy in Chile / F. Morandé, M. Tejada // Working Papers Central Bank of Chile. – 2013. – №492. – 34 p.

275. Mueller J. Dollarization in Lebanon / J. Mueller // International Monetary Fund Working Papers. – 1994. – №129 (WP/94/129). – p. 45-63.
276. Mundell R. A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates / R. A. Mundell // Canadian Journal of Economic and Political Science. – 1963. – №29 (4). – p. 475–485.
277. Murray J. Dollarization in Canada: The Buck Stops There / J. Murray, J. Powell // Bank of Canada Technical Reports. – 2002. – №90. – p.134-156.
278. Naranjo B. M. Marco introductorio del estudio “aproximación a impactos de las políticas de estabilización y ajuste estructural aplicadas en el Ecuador: 1982–1998” / B. M. Naranjo // – Ecuador: SAPRIN. – 1999. – p. 43. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.saprin.org/ecuador/research/mnaranjo.pdf>.
279. Neanidis K.C. Financial dollarization: Short–run determinants in transition economies / K.C. Neanidis, C.S. Savva // Journal of Banking & Finance. – 2009. – № 33. – p. 1860–1873.
280. Neanidis K.C. Institutions and financial dollarization: Indirect effects based on a policy experiment / K.C. Neanidis, C.S. Savva // Economics Letters, Elsevier. – 2013. – vol. 121(3). – p. 405–410.
281. Obstfeld M. Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves / M. Obstfeld, J. Shambaugh, A.M. Taylor // NBER Working Papers. – 2008. – №14217. – p.21-45.
282. Ocampo J.A. The case for and experience with capital account regulations / J.A. Ocampo, K.P. Gallagher, S. Griffith–Jones // Regulating Global Capital Flows for Long–Run Development. – Pardee Center Task Force Report. – 2012. – Boston University. – Boston, MA. – 32 p.
283. Oomes N. Network Externalities and Dollarization Hysteresis: The Case of Russia / N. Oomes // Washington: International Monetary Fund. – Working Paper. – 2003. – №03/96. – p. 322-340.
284. Ortiz G. Currency Substitution in Mexico: The Dollarization Problem / G. Ortiz // Journal of Money, Credit and Banking. – 1983. – Vol. 15. – №2. – p. 174–185.
285. Palley T. Asset–based Reserve Requirements: Reassessing Domestic Monetary Control in an Era of Financial Innovation and Stability / T. Palley // Review of Political Economy. – 2004. – Vol. 16. – №1. – 32 p.

286. Peiers B. M. Dollarization Hysteresis and Network Externalities: Theory and Evidence From an Informal Bolivian Credit Market / B. M. Peiers, J. M. Wrase // Philadelphia: Federal Reserve Bank of Philadelphia. – Working Paper – 1997. – №97–21.– 32 p.
287. Pérez Ludeña M. Is Chinese FDI pushing Latin America into natural resources? / M. Pérez Ludeña // Columbia FDI Perspectives. – 2012. – №63.
288. Pérez-Forero F. “Asymmetric Exchange Rate Pass Through: Evidence from Peru.” / F. Pérez-Forero, M. Vega. // Central Bank of Peru. – 2015.– DT №2015–011.
289. Pierdzioch C. Do Inflation Targets Anchor Inflation Expectations? / C. Pierdzioch, J.–C. Rulke // Economic Modelling. – 2013. – №35. – p. 214–223.
290. Pincheira P. Interventions and Inflation Expectations in an Inflation Targeting Economy / P. Pincheira // BIS Working Paper. – 2013. – №427. – p.34-67.
291. Powell A. LAC Central Banks ahead of the Curve? Financial Sector Regulation and Supervision / A. Powell // Presentation at the Inter–American Development Bank meeting in Lacea, Medellin. – Colombia. – 2010, November. – p.128-145.
292. Powell A. Capital Inflow Surges in Emerging Economies: How Worried Should LAC Be? / A. Powell, P. Tavella // IDB Working Paper. – Washington,– 2012. – №326. – 32 p.
293. Prasad E. Foreign capital and economic growth / E. Prasad, R. Rajan, A. Subramanian // Brookings Papers on Economic Activity. – 2007. – №1. – p.153–209.
294. Quispe-Agnoli M. Official dollarization and the banking system in Ecuador and El Salvador / M. Quispe-Agnoli, E. Whisler // Economic Review. – 2006. – № 91(3). – p. 55–71.
295. Raddatz C. Deconstructing Herding: Evidence from Pension Fund Investment Behavior / C. Raddatz, S. Schmukler // Washington, DC: World Bank Policy Research Working Paper. – 2011. – №5700. – 28 p.
296. Reddy Y. India’s Foreign Exchange Reserves: Policy, Status, and Issues / Y. Reddy // Special Lecture at the National Council of Applied Economic Research. – New Delhi. – 2002, May. – p. 95-114.
297. Reinhart C. Addicted to Dollars / C. Reinhart, R. Rogoff, M. Savastano // Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. – 2003. – WP №10015.– 55 p.

298. Reinhart V. On the Use of Reserve Requirements in Dealing with Capital Flow Problems / V. Reinhart, C. Reinhart // *International Journal of Finance and Economics*. – 1999. – №4. – 1-35 p.
299. Rennhack R. Financial Dollarization in Latin America / R. Rennhack, M. Nozaki // *IMF Working Paper*. – 2006. – №06/7. – p. 1-32.
300. Rey H. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence / H. Rey // *NBER Working Papers*. – 2015. – №21162. – p. 1-29.
301. Robitaille P. Liquidity and Reserve Requirements in Brazil / P. Robitaille // *International Finance Discussion Papers*. – June, 2011. – №1021. – p. 1-29.
302. Rojas–Suárez L. Financial Inclusion in Latin America: Facts, Obstacles and Central Banks' Policy Issues / L. Rojas–Suárez // *Department of Research and Chief Economist*. – IDB Discussion Paper. – June 2016. – №464. – p. 1-46.
303. Rose A. The Causes and Consequences of the 2008 Crisis: Early Warning / A. Rose, M. Spiegel // *Japan and the World Economy*. – 2012. – №24(1). – p. 1–16.
304. Rossini R. Monetary policy during the global financial crisis of 2007–2009: the case of Peru / R. Rossini, Z. Quispe // *BIS Papers*. – 2010. – №54. – p. 65-88.
305. Rossini R. Capital Flows, Monetary Policy and FOREX Interventions in Peru / R. Rossini, Z. Quispe, D. Rodríguez // *Central Reserve Bank of Peru. Working Paper*. – 2011. – № 2011–008. – p. 137-156.
306. Sahay R. Dollarization in Transition Economies: Evidence and Policy Implications / R. Sahay, C.A. Vegh // *International Monetary Fund Working Papers*. – 1995. – №96. – WP/95/96. – p.1-30.
307. Salama P. La dollarisation – Essai sur la monnaie, l'industrialisation et l'endettement des pays sous-développés / P. Salama // – Paris: Agalma. – La Découverte. – 1989. – p. 1-19.
308. Savastano M. Dollarisation in Latin America: Recent Evidence and Some Policy Issues / M.Savastano // *IMF Working Paper (WP/96/4)*. – Washington DC. – 1996. – №4. – 19 p.
309. Schmidt–Hebbel K. Inflation Targeting in Brazil, Chile, and Mexico: Performance, Credibility, and the Exchange Rate / K. Schmidt–Hebbel, A. Werner, R. Hausmann, R. Chang // *Economia*. – 2002. – № 2(2). – p. 31–89.

310. Schmidt-Hebbel K. Inflation targeting in Chile / K. Schmidt–Hebbel, M. Tapia // *The North American Journal of Economics and Finance*. – 2002. – №13(2). – p. 125–146.
311. Schuler K. Some Theory and History of Dollarization / K. Schuler // *Journal*. – 2005. – Vol. 25. – №1. p. 115–125.
312. Schweickert R. Alternative Strategies for Real Devaluation and the Sequencing of Economic Reforms in Developing Countries / R. Schweickert // *Kyklos*. – 1993. – Vol. 46. – Issue 1. – p. 65–85.
313. Shiller R. *The New Financial Order: Risk in the Twenty First Century* / R. Shiller // Princeton: Princeton University Press. – 2004. – 384 p.
314. Shin H.S. Global banking glut and loan risk premium / H.S. Shin // IMF Annual Research Conference, Mundell–Fleming Lecture. – 2011. – 46 p. [Электронный ресурс] – Режим доступа: www.princeton.edu/~hsshin/www/mundell_fleming_lecture.pdf.
315. Sinnott E. Natural resources in Latin America and the Caribbean: beyond booms and busts? / E. Sinnott, J. Nash, A. de la Torre, A. // Washington D.C.: World Bank. – 2010. – 102 p.
316. Sokic A. Euroization and Cyclical Stabilization in Montenegro: An Empirical Analysis / A.Sokic, N. Fabris. // University Library of Munich. – Germany, Munich Personal RePEc Archive, MPRA Papers. – 2013. – №46537. – p. 1-33.
317. Sosa S. Is the Growth Momentum in Latin America Sustainable? / S. Sosa, E. Tsounta, H. S. Kim // IMF Working Paper. – 2013. – № 109. – p. 45-59.
318. Spinelli F. Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, and the Case for International Monetary Cooperation: Discussion of a Recent Proposal / F. Spinelli // *International Monetary Fund Staff Papers*. – 1983. – Vol. 30. – №4. – p. 755–783.
319. Stallings B. *Finance for Development: Latin America in Comparative Perspective* / B.Stallings, R. Studart // Washington, DC: Brookings Institution. – Economic Commission for Latin America and the Caribbean. – 2006. – 316 p.
320. Stix H. Euroization: What Factors Drive Its Persistence? Households Data Evidence for Croatia, Slovenia and Slovakia / H. Stix // *Applied Economics*. – 2011. – Vol. 43. – №21. – p. 2689–2704.
321. Svensson L. Open Economy Inflation Targeting / L. Svensson // *Journal of International Economics*. – 2000. – Vol. 50. – p. 155–183.

322. Swiston A. The role of structural reforms in raising economic growth in Central America / A. Swiston, L. Barrot // IMF Working Paper. – 2011. – № 248. – p. 26-45.
323. Tellería F. Dollarization Hysteresis Network Externalities and the “Past legacy” Effect: The Case of Bolivia / F. Tellería // Banco Central de Bolivia. Revista de Análisis. – 2006. – Vol. 7. – №1. – p. 7–64.
324. Terrier G. Policy Instruments to Lean Against the Wind in Latin America / G. Terrier, R. Valdes, C. Tovar, J. Chan–Lau, C. Fernandez–Valdovinos, M. Garcia–Escribano, C. Medeiros, M.–K. Tang, M.V. Martin, C. Walker. // Western Hemisphere Department: IMF Working Paper №159. – 2011. – 113 p.
325. The official website of the Central Bank of Brazil (Banco Central do Brasil). – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.bcb.gov.br>.
326. The official website of the Central Bank of Ecuador (Banco Central del Ecuador). – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.bce.fin.ec>.
327. The official website of the Central Bank of Mexico (Banco de México). – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.banxico.org.mx>.
328. The official website of the Central Bank of Peru (Banco Central de Reserva del Perú). – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.bcrp.gob.pe>.
329. The official website of the Central Bank of the Republic of Colombia (Banco de la República). – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.banrep.gov.co/es>.
330. The official website of the ECLAC. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.cepal.org/en/datos-y-estadisticas>.
331. The official website of the FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas)– [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.flar.net/contenido/default.aspx>.
332. The official website of the International Chamber of Commerce; Open Markets Index (ОМІ). – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.iccwbo.org/global-influence/g20/reports-and-products/open-markets-index>.
333. The official website of the UNCTAD. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://unctad.org/en/Pages/Home.aspx>.
334. The official website of the Latin America Monitor. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.latinamericamonitor.com>.

335. The official website of the Inter-American Development Bank (IDB). – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.iadb.org/en/inter-american-development-bank,2837.html>.
336. The official website of the Central Bank of Chile. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.bcentral.cl>.
337. The official website of the IMF Data. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.imf.org/en/Data>.
338. The official website of the World Bank Open Data. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://data.worldbank.org/>
339. Thomas L.R. Portfolio Theory and Currency Substitution / L.R. Thomas // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 1985. – № 17 (3). – p. 347–357.
340. Tkalec M. Monetary Determinants of Deposit Euroization in European Post-Transition Countries / M. Tkalec // *Panoeconomicus*. – 2013. – Vol. 60. – №1. – p. 89–101.
341. Tomell A. Boom–bust cycles and financial liberalization / A.Tornell, F. Westermann // Cambridge, MA: MIT Press Books. – 2005. – №1.– 168 p.
342. Towers M., S. Borzutzky. The socioeconomic implications of dollarization in El Salvador / M. Towers, S. Borzutzky // *Latin American Politics & Society*. – 2004. – №46 (3). – p. 29–54.
343. UNCTAD. Trade and Development Report. Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy // United Nations publication. – №E.13.II.D.3. – 2013. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://unctad.org/en/Pages/Home.aspx>.
344. Vaidya A. K. Globalisation: Encyclopedia of Trade, Labor and Politics / A. K. Vaidya // USA. California: ABC–CLIO. – 2005. – Vol. 1. – 968 p.
345. Walsh C. Discussion of Reserve Requirements for Price and Financial Stability: When are they Effective? / C. Walsh // *International Journal of Central Banking*, *International Journal of Central Banking*. – 2012. – Vol. 8. – №1. – p. 65–114.
346. Wiegand J. Euroization, Liquidity Needs, and Foreign Currency Reserves / J. Wiegand // *IMF Country Report*. – 2013. – 13/223. – Chapter 3 – p. 13–16.
347. Williamson J. Curbing the Boom–Bust Cycle: Stabilizing Capital Flows to Emerging Markets / J. Williamson // Washington. D.C.: Institute for International Economics: Policy Analysis in International Economics – 2005. – №75. – 144 p.

ДОДАТКИ

Додаток А.1

Таблиця А.1

Часткова доларизація

АКТИВИ	ЗОБОВ'ЯЗАННЯ
Приватний сектор: домогосподарства	
Готівкова іноземна валюта	Валютні кредити
Валютні депозити і боргові зобов'язання	
Іноземні активи за кордоном	
Приватний сектор: фірми	
Готівкова іноземна валюта	Валютні кредити
Валютні депозити і боргові зобов'язання	Внутрішні боргові зобов'язання в іноземній валюті
Іноземні активи за кордоном	Зовнішні боргові зобов'язання в іноземній валюті
Приватний сектор: банки	
Готівкова іноземна валюта	Валютні депозити
Валютні депозити і боргові зобов'язання	Внутрішні боргові зобов'язання в іноземній валюті
Іноземні активи за кордоном	Зовнішні боргові зобов'язання в іноземній валюті
Валютні кредити приватному і державному сектору	
Державний сектор: уряд	
Іноземні активи за кордоном	Внутрішні боргові зобов'язання в іноземній валюті
Валютні депозити	Зовнішні боргові зобов'язання в іноземній валюті
Державний сектор: центральний банк	
Міжнародні резерви	Резервні вимоги за валютними депозитами

Джерело: складено автором за [297].

Додаток А.2

Таблиця А.2

Секторний підхід до типології доларизації

	Активи	Зобов'язання
Домогосподарства і фірми	Готівкова іноземна валюта	Борги в іноземній валюті
	Банківські депозити в іноземній валюті	Зобов'язання, прив'язані до іноземної валюти
	Закордонні активи, деноміновані в іноземній валюті	Закордонні зобов'язання, виражені в іноземній валюті
	Активи, прив'язані до іноземної валюти	
Банківська система	Закордонні активи в іноземній валюті	Зовнішні боргові зобов'язання в іноземній валюті
	Кредити домогосподарствам і фірмам-резидентам в іноземній валюті	Депозити фірм, домогосподарств і публічного сектору в іноземній валюті
	Кредити публічному сектору в іноземній валюті	
	Активи, прив'язані до іноземної валюти	
Публічний сектор	Іноземна валюта, що утримується урядом закордоном	Резервні вимоги щодо депозитів в іноземній валюті
		Чисті кредити банків в іноземній валюті
		Зовнішній борг в іноземній валюті
		Борги, що індексуються до іноземної валюти

Джерело: складено автором за [297].

Додаток Б

Таблиця Б.1

Індекс Джині для країн ЛА

Країна	Індекс
Аргентина	45,8 (2009)
Болівія	57,9 (1999) 46,6 (2012)
Бразилія	51,9 (2012) 55,3 (2001)
Чилі	52,1 (2009) 57,1 (2000)
Колумбія	53,5 (2012) 56,9 (1996)
Коста-Ріка	50,3 (2009) 45,9 (1997)
Домініканська Республіка	45,7 (2012) 52 (2000)
Еквадор	48,5 (2013) 50,5 (2010)
Сальвадор	46,9 (2007) 52,5 (2001)
Гватемала	55,1 (2007) 55,8 (1998)
Гаїті	59,2 (2001)
Гондурас	57,7 (2007) 53,8 (2003)
Мексика	48,3 (2008) 53,1 (1998)
Нікарагуа	40,5 (2010) 60,3 (1998)
Панама	51,9 (2010) 56,1 (2003)
Парагвай	53,2 (2009) 57,7 (1998)
Перу	45,3 (2012) 51 (2005)
Уругвай	45,3 (2010) 44,8 (1999)
Венесуела	39 (2011) 49,5 (1998)

Джерело: складено автором за даними [338].

Додаток В.1

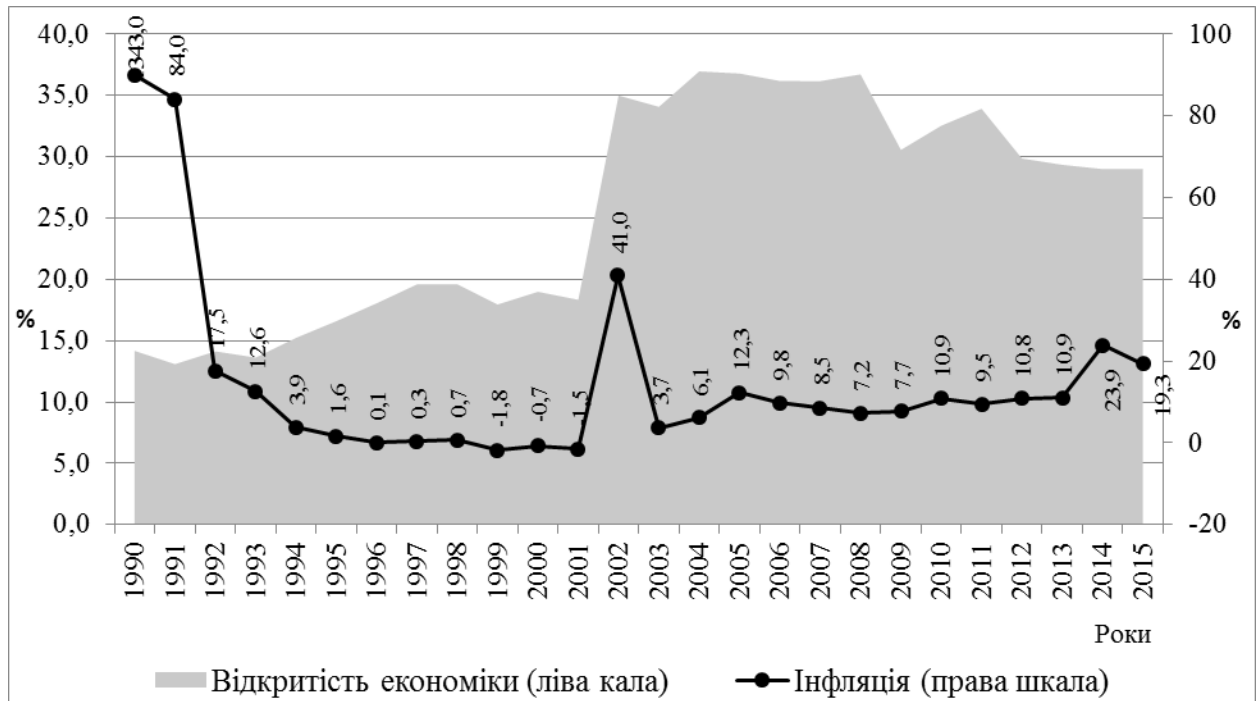


Рис. В.1.1. Відкритість економіки та інфляція в Аргентині

Джерело: складено автором за даними [330;335;337].

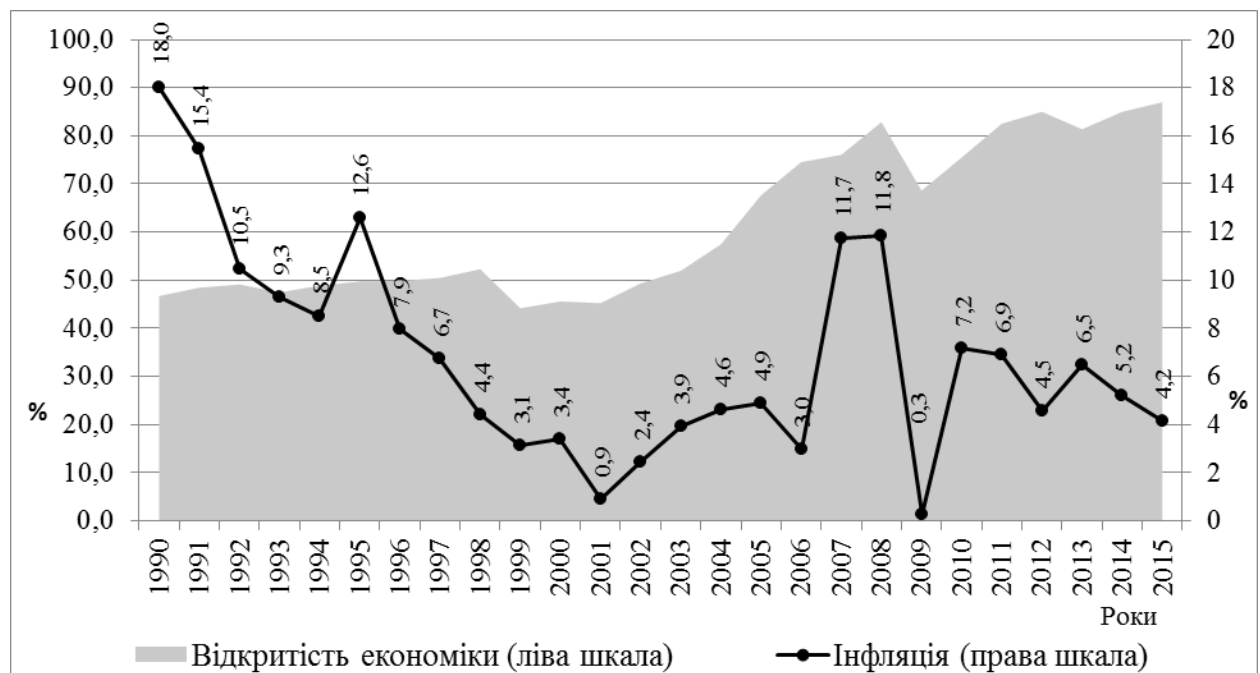


Рис. В.1.2. Відкритість економіки та інфляція у Болівії

Джерело: складено автором за даними: [330;335;337].

Продовження Додатку В.1

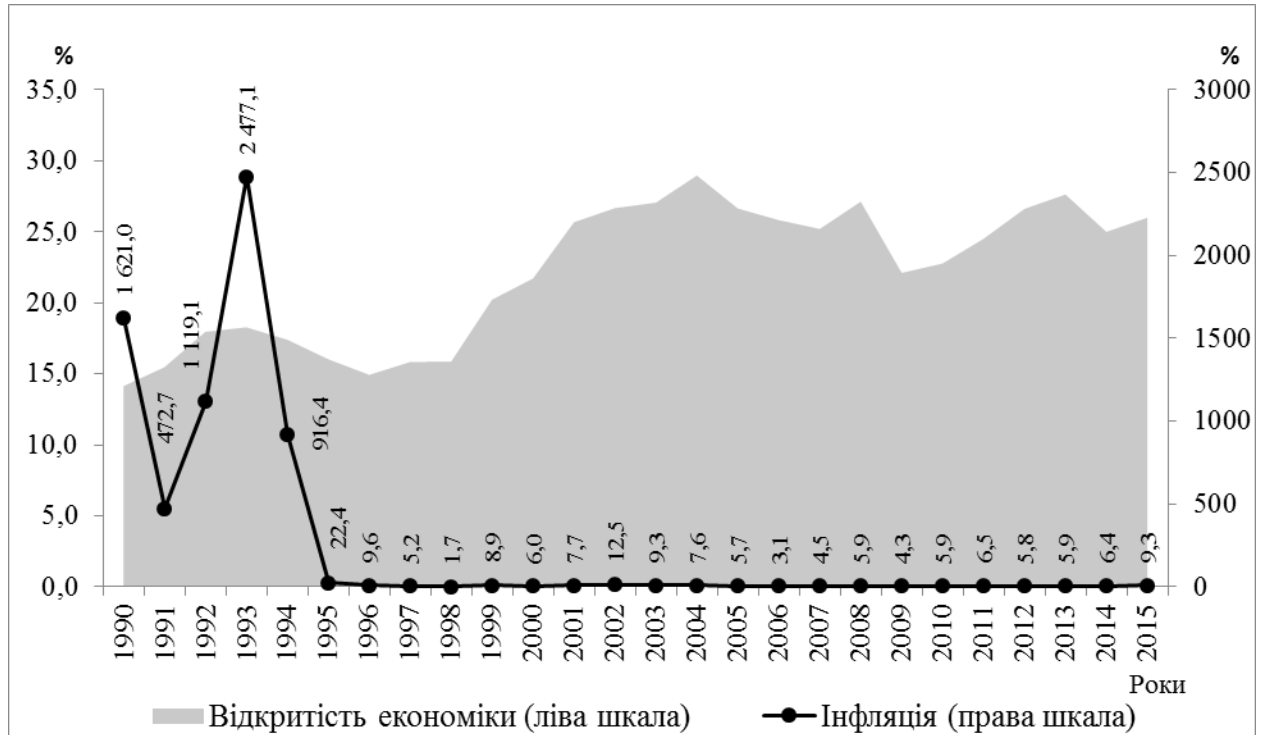


Рис. В.1.3. Відкритість економіки та інфляція у Бразилії

Джерело: складено автором за даними: [330;335;337].

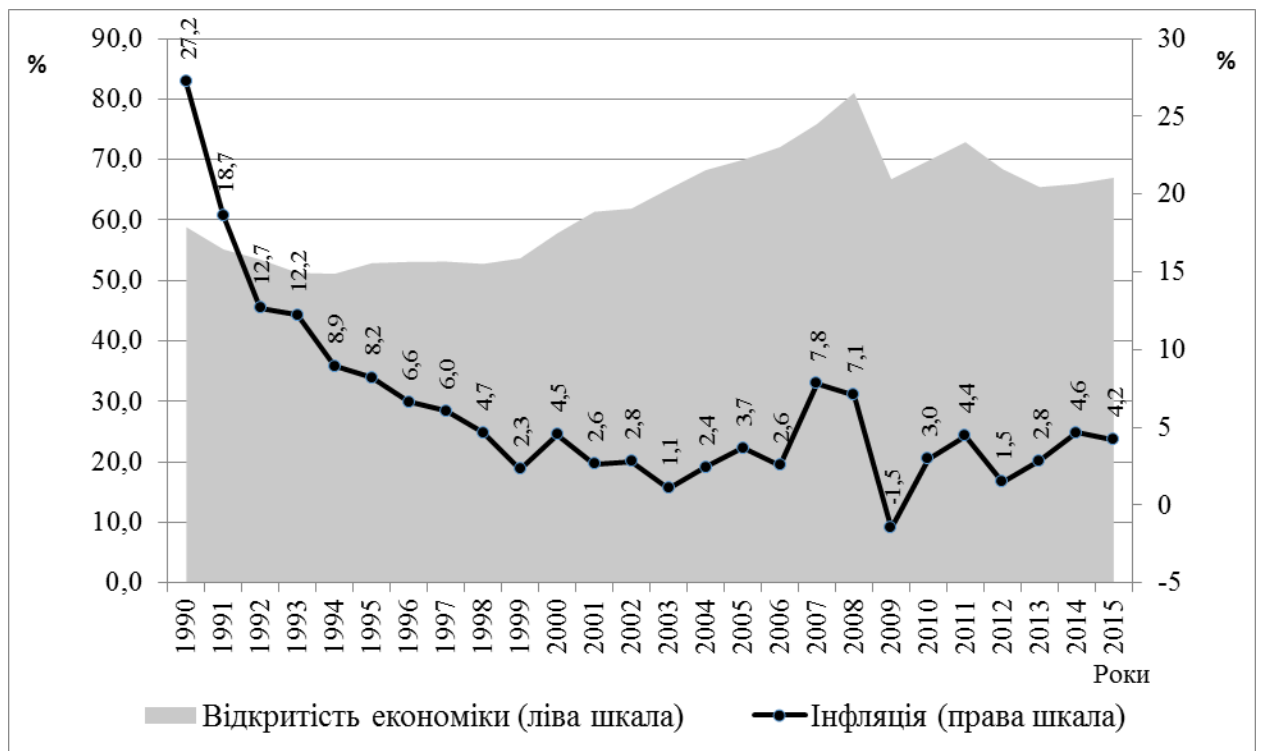


Рис. В.1.4. Відкритість економіки та інфляція у Чилі

Джерело: складено автором за даними: [330;335;337].

Продовження Додатку В.1

Відкритість економіки та інфляція в Нікарагуа

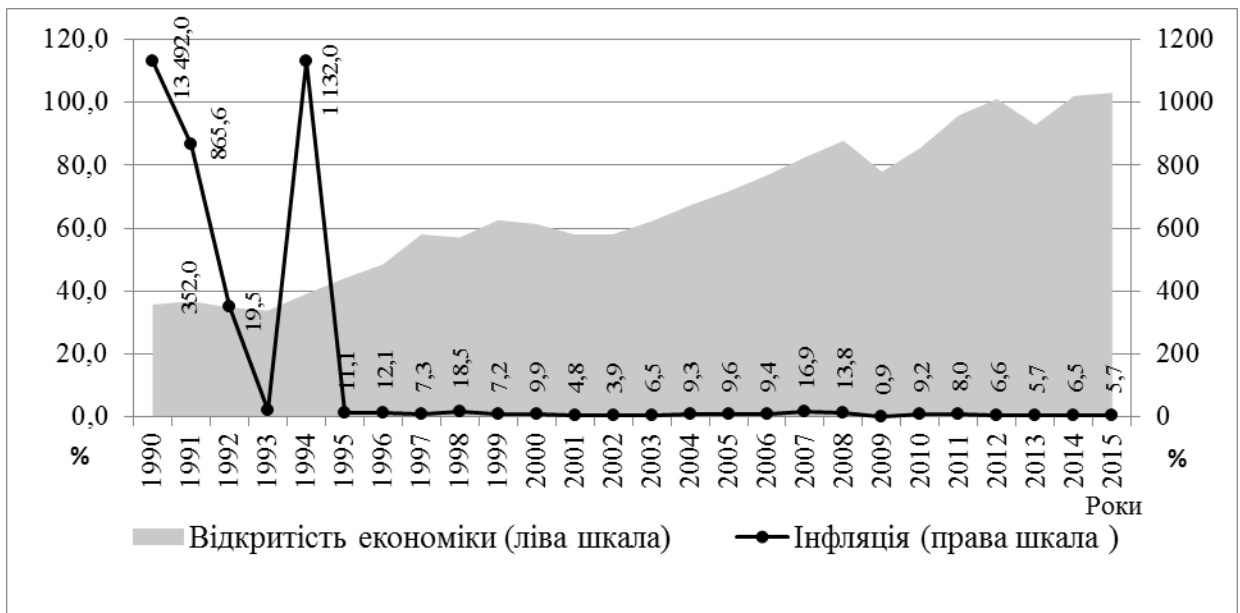


Рис. В.1.5. Відкритість економіки та інфляція у Нікарагуа

Джерело: складено автором за даними: [330;335;337].

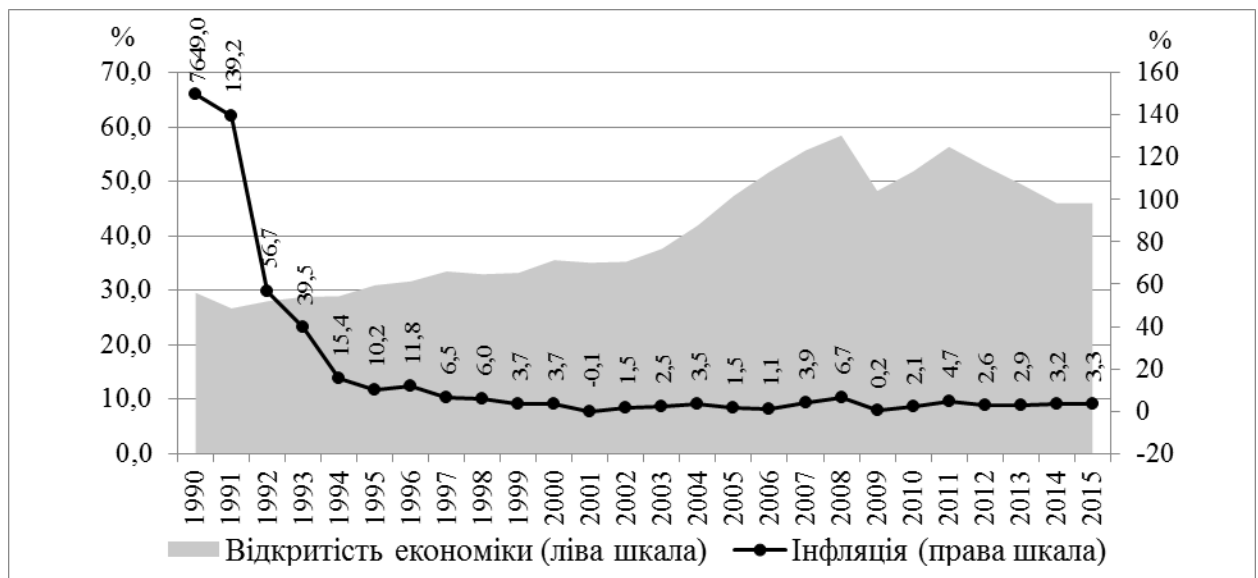


Рис. В.1.6. Відкритість економіки та інфляція у Перу

Джерело: складено автором за даними: [330;335;337].

Продовження Додатку В.1

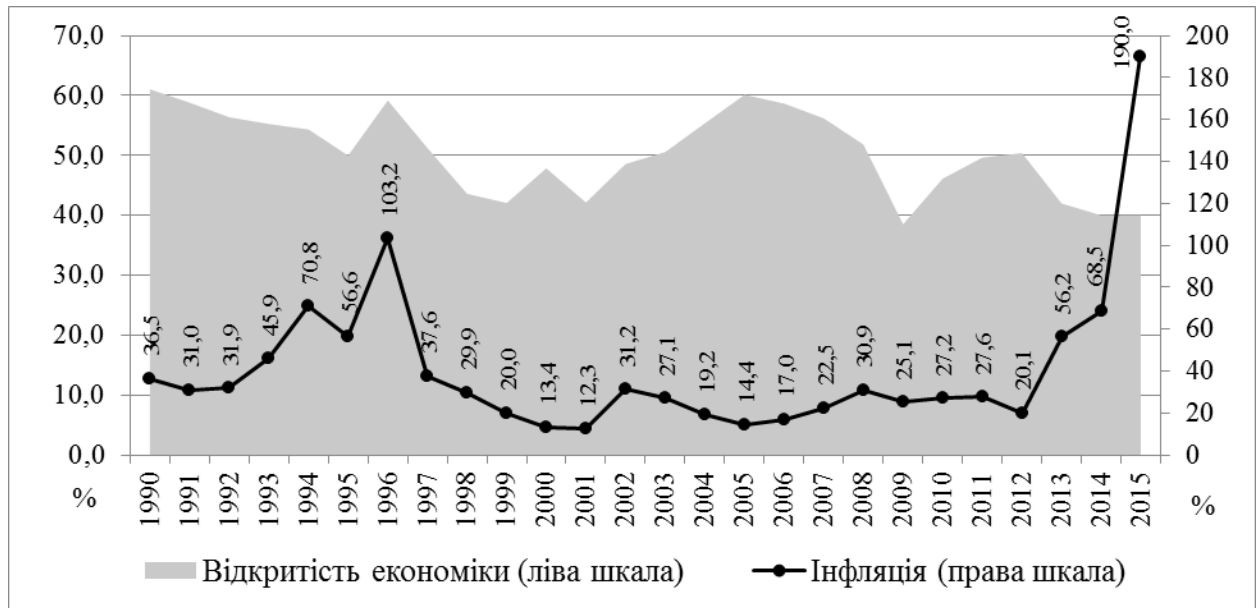


Рис. В.1.7. Відкритість економіки та інфляція у Венесуелі

Джерело: складено автором за даними: [330;335;337].

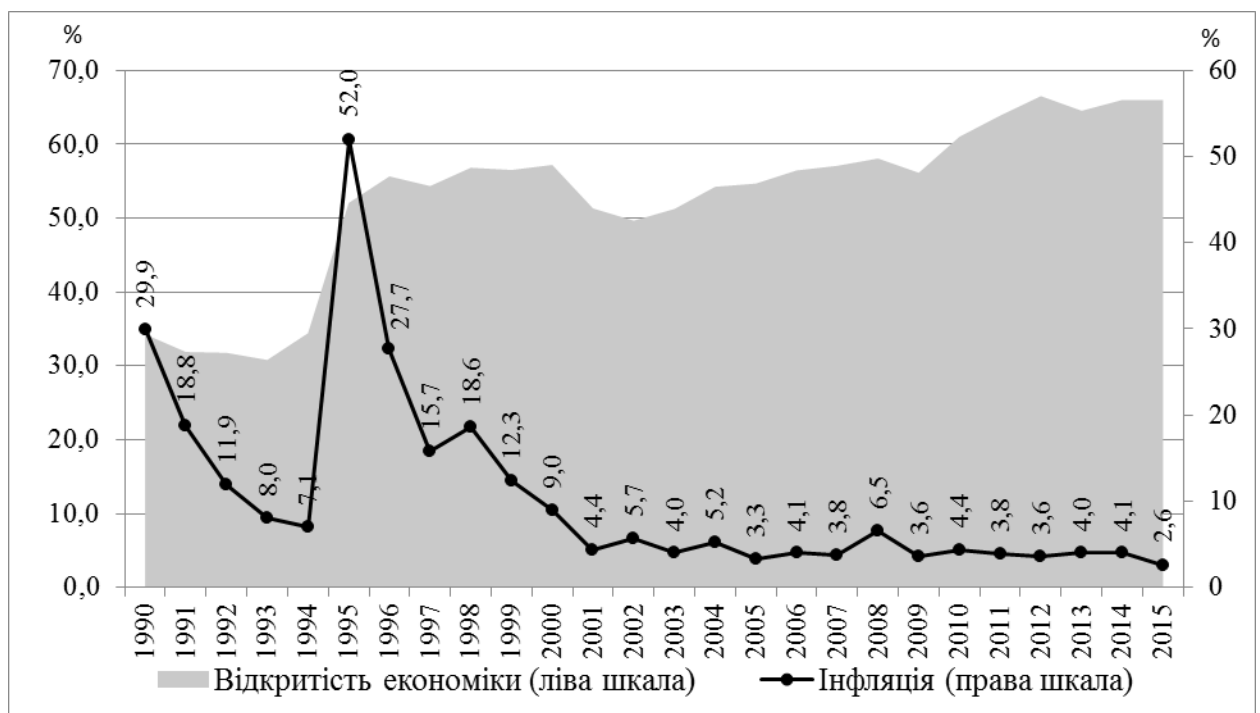


Рис. В.1.8. Відкритість економіки та інфляція у Мексиці

Джерело: складено автором за даними: [330;335;337].

Продовження Додатку В.1

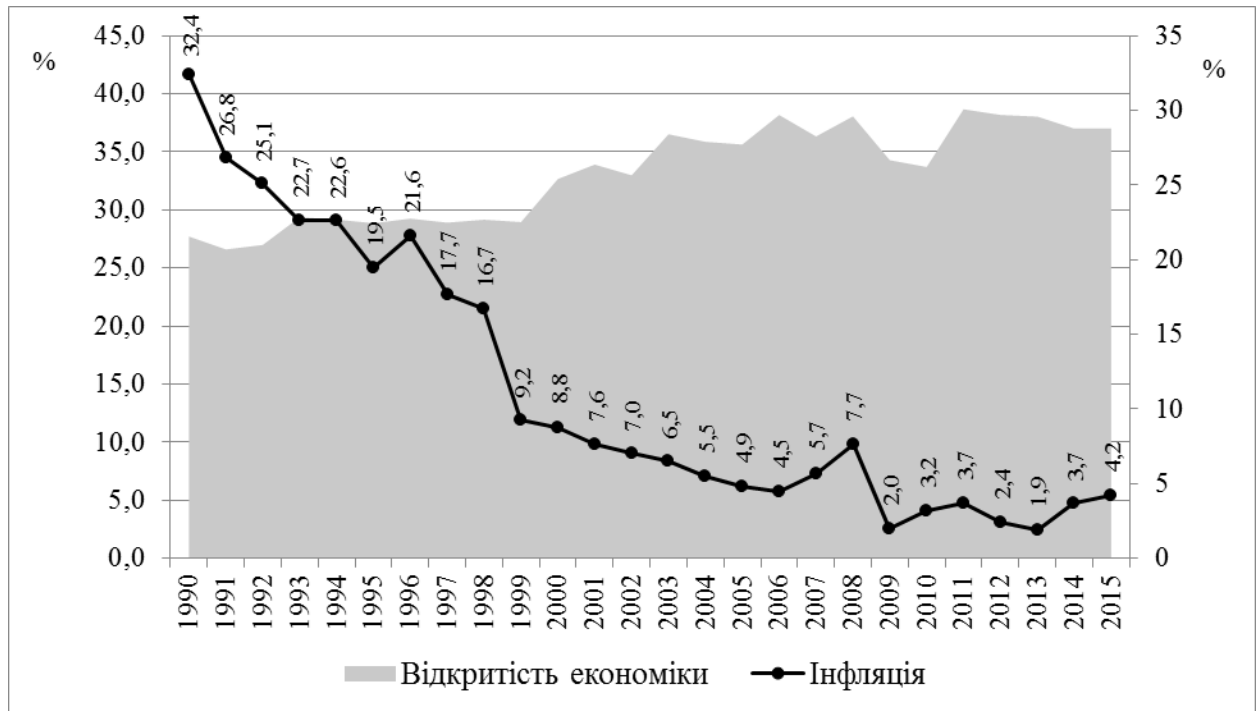


Рис. В.1.9. Відкритість економіки та інфляція у Колумбії

Джерело: складено автором за даними: [330;335;337].

Додаток В.2

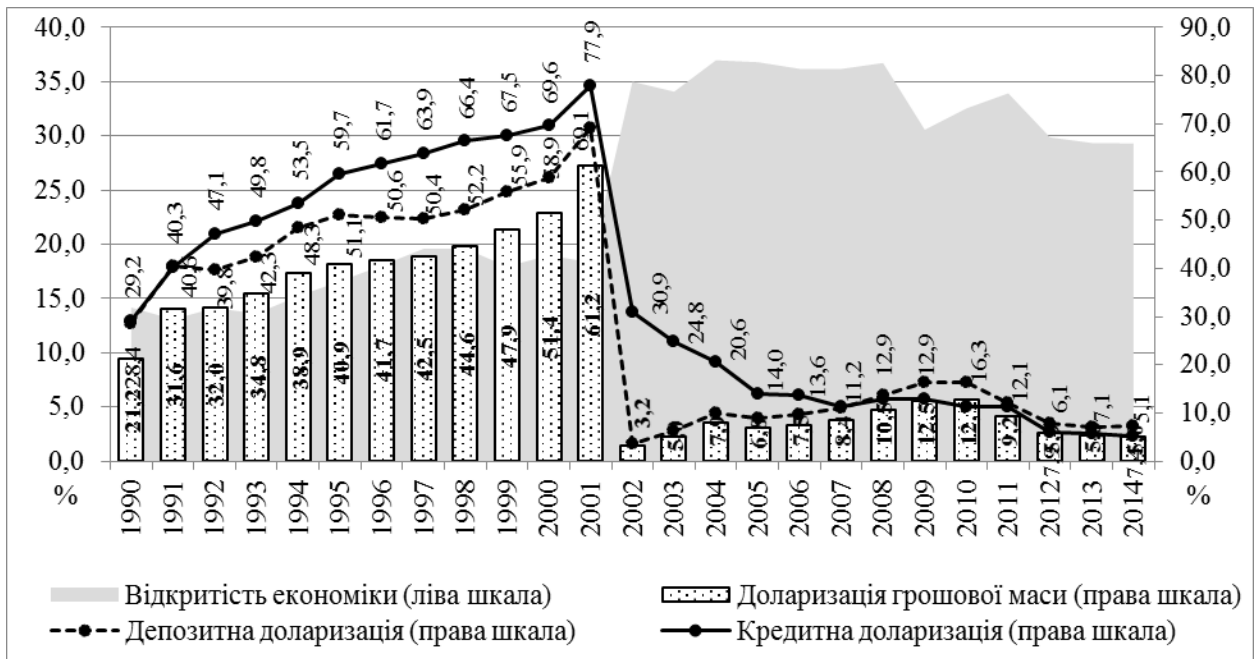


Рис. В.2.1. Відкритість економіки та доларизація в Аргентині

Джерело: складено автором за даними: [330;335;337].

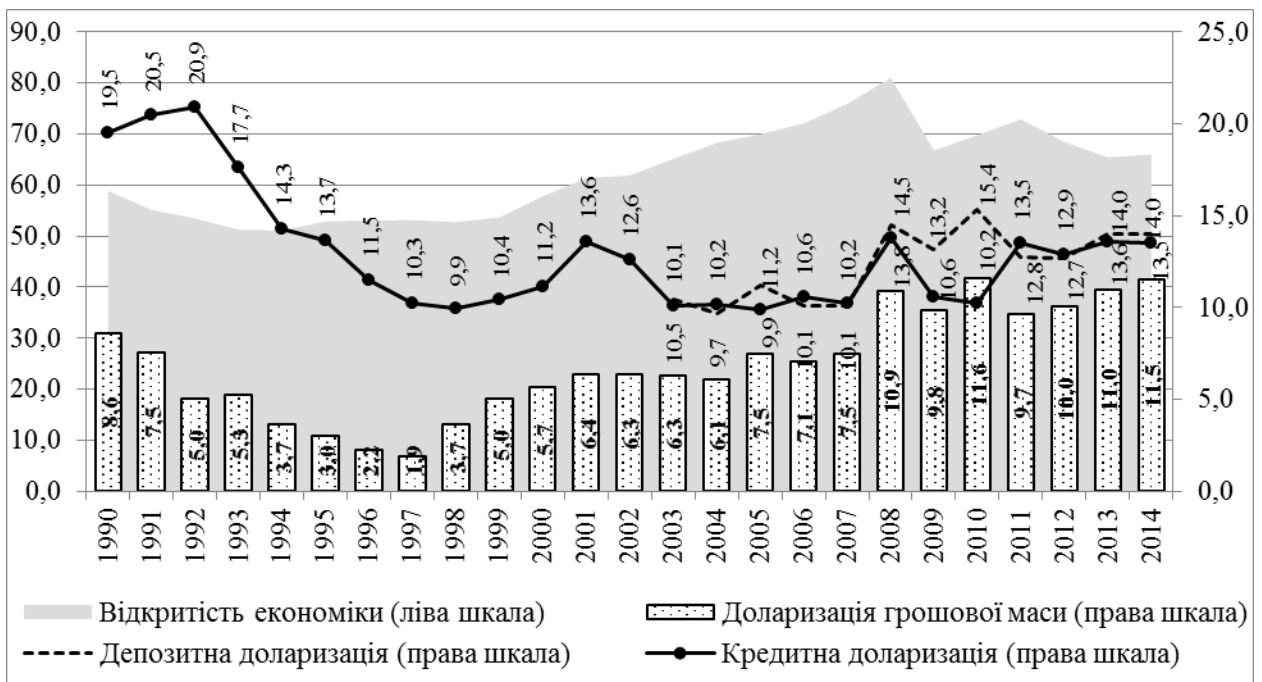


Рис. В.2.2. Відкритість економіки та доларизація у Чилі

Джерело: складено автором за даними: [330;335;337].

Продовження Додатку В.2

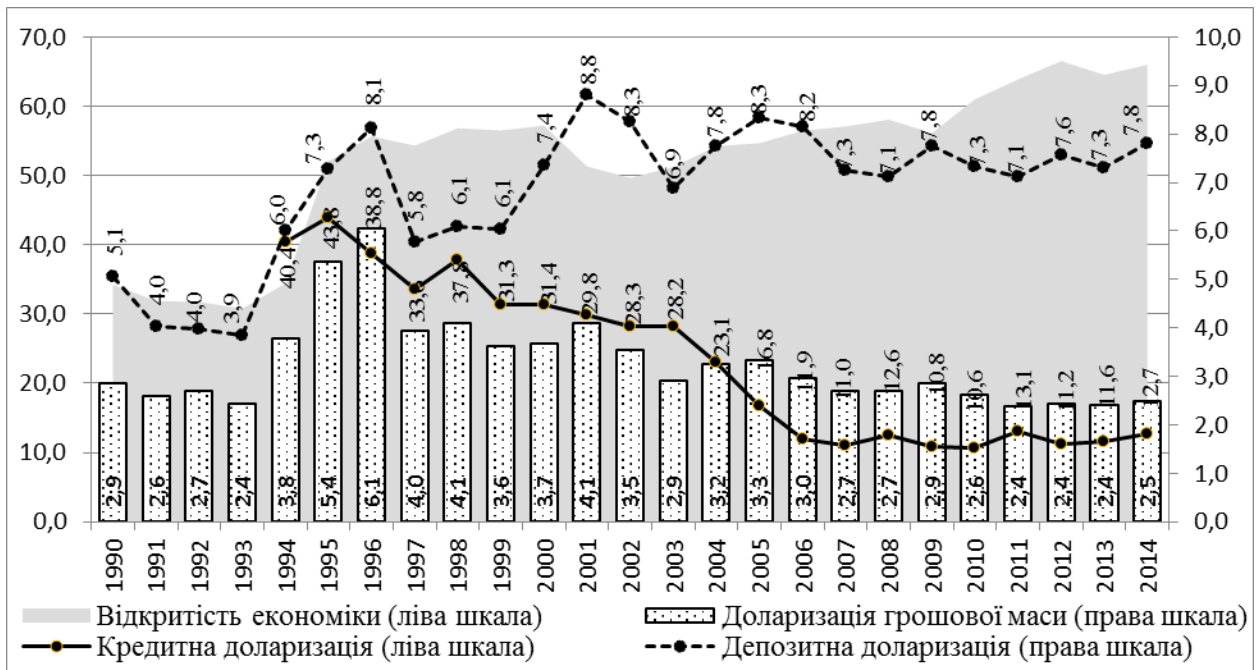


Рис. В.2.3. Відкритість економіки та доларизація у Мексиці

Джерело: складено автором за даними: [330;335;337].

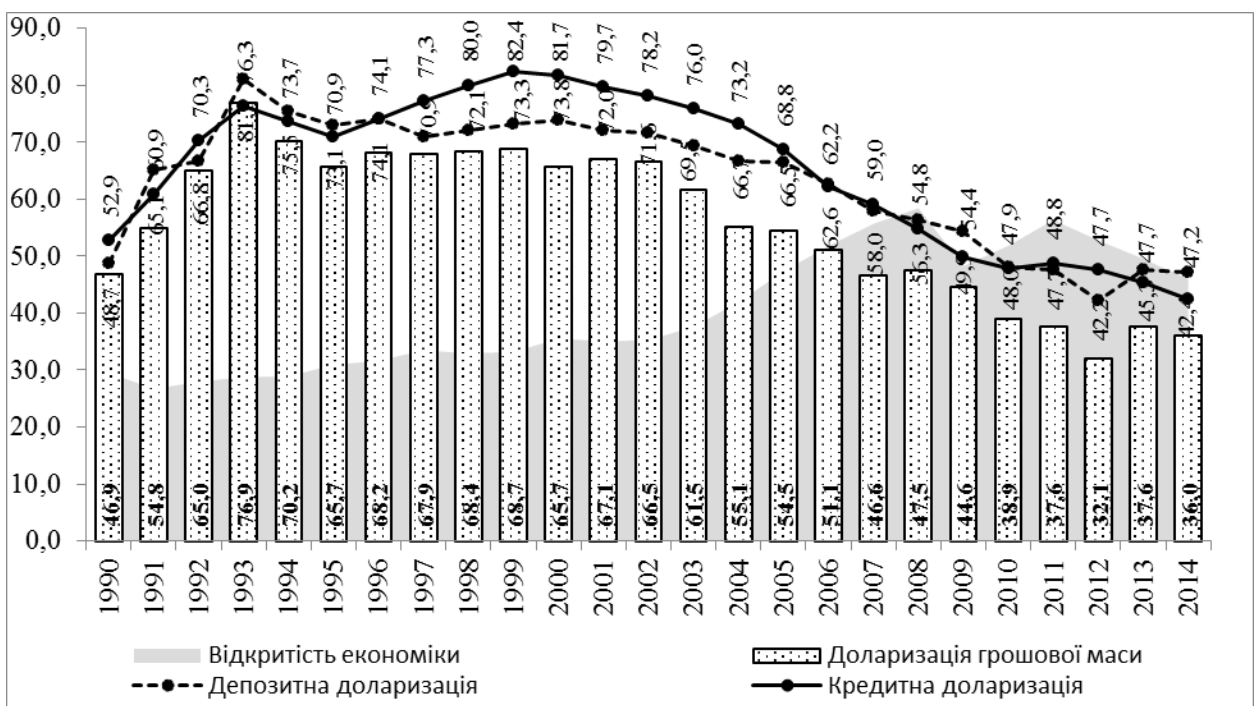


Рис. В.2.4. Відкритість економіки та доларизація в Перу

Джерело: складено автором за даними: [330;335;337].

Додаток В.3

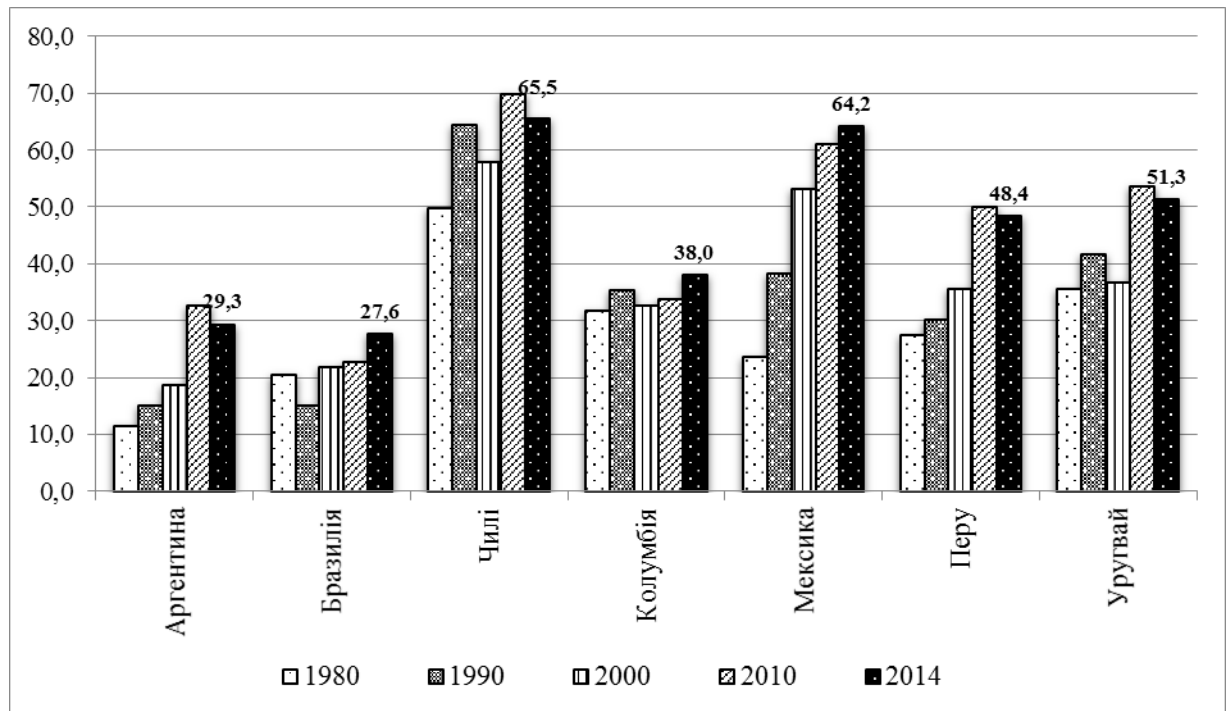


Рис. В.3.1. Відкритість економіки країн ЛА7, %

Джерело: складено автором за даними: [330].

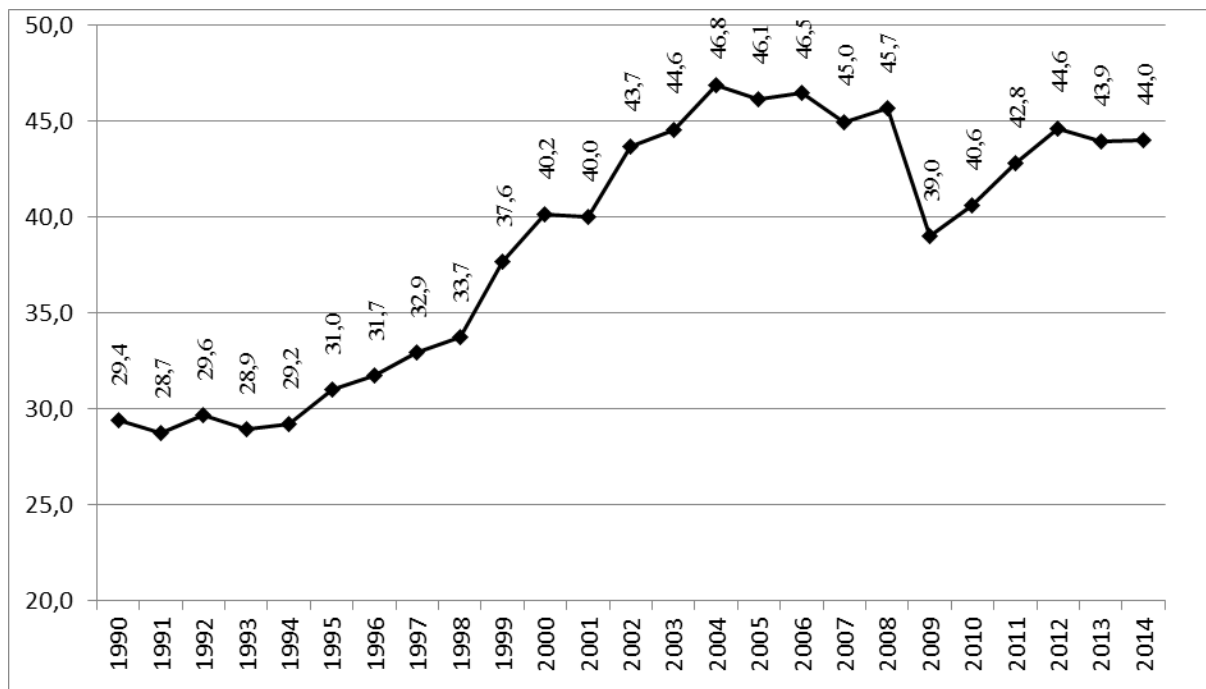


Рис. В.3.2. Відкритість економіки регіону ЛАК, %

Джерело: складено автором за даними: [330].

Продовження додатку В.3

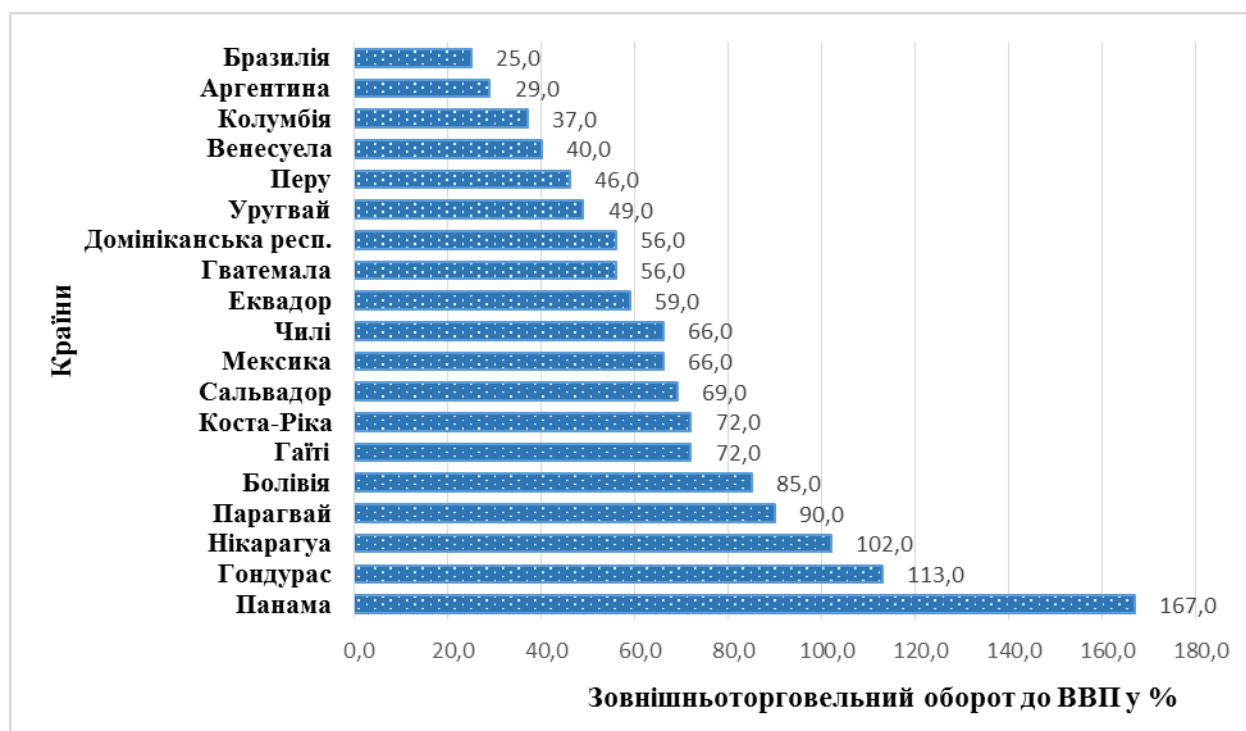


Рис. В.3.3. Індекс торговельної відкритості країн ЛАК, 2014 р., %

Джерело: складено автором за даними: [330].

Додаток В.4

Таблиця В.4.1

Індекс відкритості економіки ОМІ країн Латинської Америки, 2015 р.

Країна	Загальний індекс ОМІ	Торговельна відкритість	Режим торговельної політики	Відкритість ПШ	Торговельна інфраструктура
Аргентина	2,5	2,8	1,8	2,5	3,5
Бразилія	2,3	2,3	1,8	2,5	3,2
Чилі	4,1	3,6	4,3	4,9	3,9
Колумбія	3,1	2,6	3,5	3,6	2,7
Мексика	3,1	2,7	3,3	3,3	3,3
Перу	3,8	2,9	5,1	4,0	2,8
Уругвай	3,1	3,2	3,0	3,3	3,0
Венесуела	2,6	3,3	2,1	1,5	3,0

Джерело: складено автором за даними [332].

Індекс відкритої економіки (Open Markets Index (ОМІ)), розроблений Міжнародною торговою палатою (The International Chamber of Commerce (ICC)) для оцінки торговельної відкритості економіки та рівня доступу до ринків, включає чотири основні компоненти: 1) торговельна відкритість (показник відношення експорту та імпорту до ВВП, частка імпорту на душу населення, реальне зростання імпорту товарів); 2) режим торговельної політики (ставки та рівні тарифів, комплексність тарифного профілю, нетарифні торговельні бар'єри, антидемпінгові процедури); 3) відкритість до ПШ (відношення припливів ПШ до ВВП, внутрішній обсяг ПШ, індекс залучення ПШ); 4) інфраструктура торгівлі (логістика та комунікація). Результат розрахунку індексу відображається в діапазоні від 1 до 6 та передбачає ранжування країн за п'ятьма категоріями відкритості.

Додаток Д

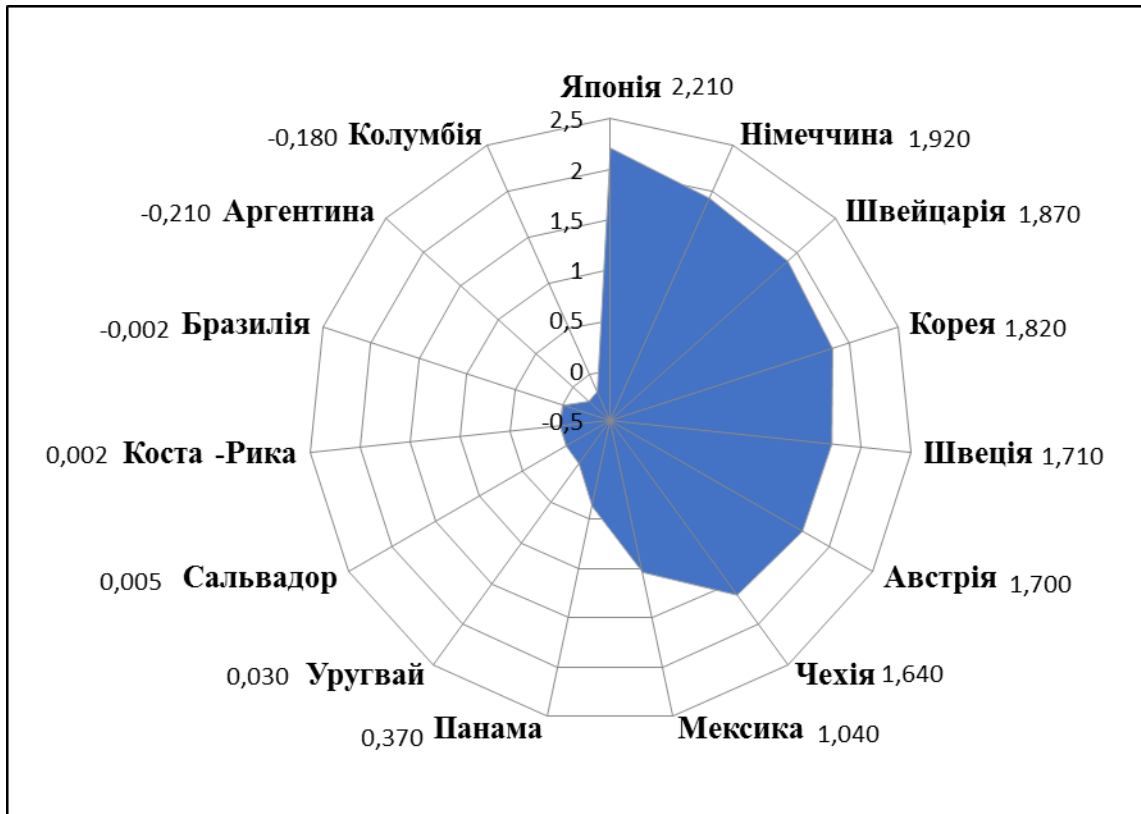


Рис. Д.1. Індекс економічної комплексності країн Латинської Америки та розвинених країн світу, 2014 р.

Джерело: складено автором за даними: [195].

Додаток Е.1

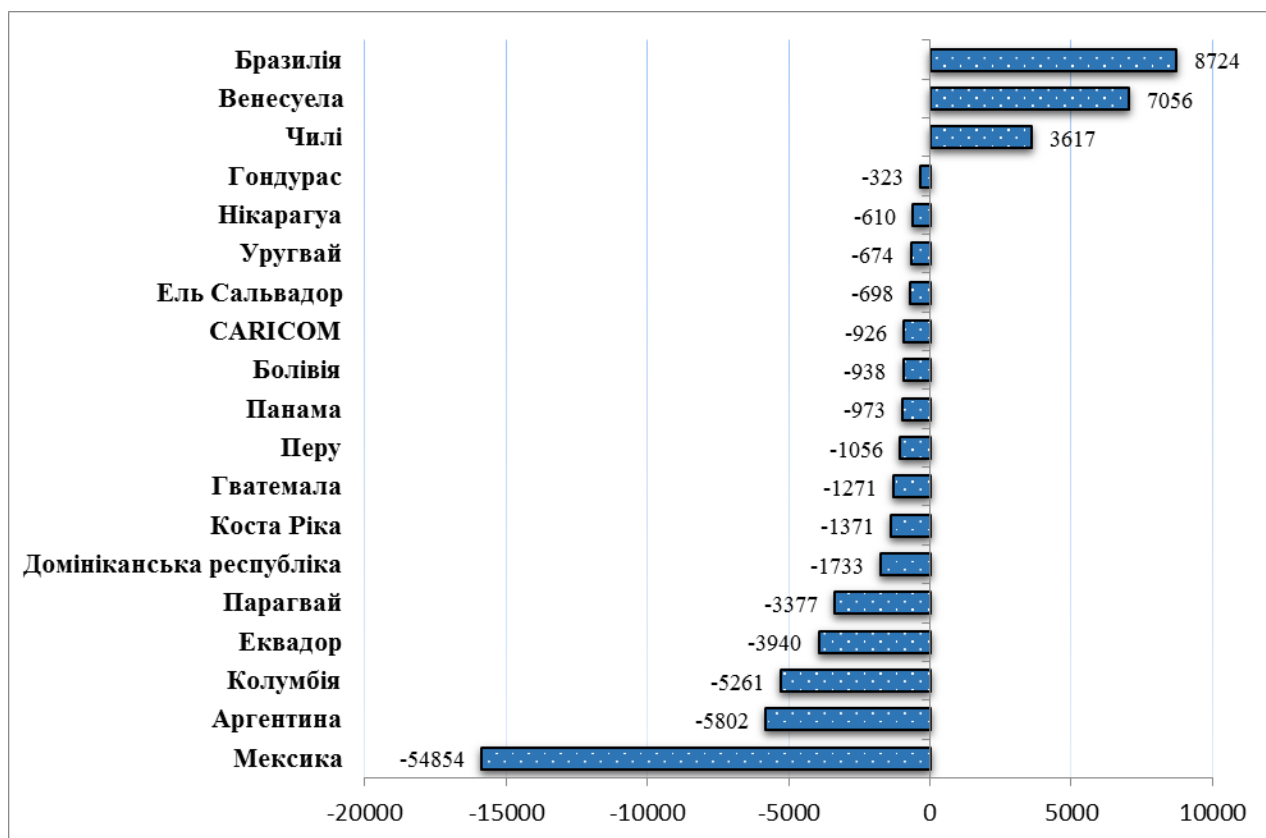


Рис. Е.1. Торговельний баланс країн ЛАК з Китаєм, 2014 р., млн. дол. США
 Джерело: складено автором за даними [330;333;337].

Додаток Е.2

Таблиця Е.2.

Латинська Америка: місце Китаю як торговельного партнера
у 2000 р. та у 2014 р.

Країна	Експорт		Імпорт	
	2000	2014	2000	2014
Аргентина	6	2	4	2
Болівія	18	8	7	3
Бразилія	5	1	4	1
Чилі	12	1	11	2
Колумбія	36	2	9	2
Еквадор	18	9	10	2
Парагвай	15	29	3	1
Перу	4	2	9	2
Уругвай	4	2	9	2
Венесуела	35	2	18	2
Коста Рика	30	7	15	2
Домініканська Республіка	12	4	2	2
Сальвадор	49	34	23	4
Гватемала	43	10	19	3
Гондурас	54	8	21	2
Мексика	19	4	7	2
Нікарагуа	35	19	20	3
Панама	31	3	25	4
Антигуа і Барбуда	n/a	26	26	3
Багами	29	13	28	6
Барбадос	42	11	9	4
Беліз	23	7	17	4
Домініка	n/a	30	25	5
Гайана	27	19	6	3
Ямайка	16	11	10	4

Джерело: складено автором за даними [330;333;337].

Додаток Е.3

Таблиця Е.3

**Топ-10 країн Латинської Америки: потоки ІІІ з Китаю,
млн. дол. США**

Країни	1990-2010	2011	2012	2013	2014
Аргентина	143	3100	2450	600	120
Бразилія	255	9563	5676	6067	2580
Чилі	n/a	5	n/a	76	19
Колумбія	1677	6	293	996	776
Еквадор	1619	45	59	85	88
Перу	2262	85	829	1307	4626
Венесуела	240	900	n/a	n/a	1400
Тринідат і Тобаго	n/a	n/a	850	n/a	n/a
Мексика	146	9	2	74	15
Гайяна	1000	n/a	15	n/a	n/a
Разом країни ЛАК	7342	13712	10175	9206	9624

Джерело: складено автором за даними [330;333;337].

Додаток Ж

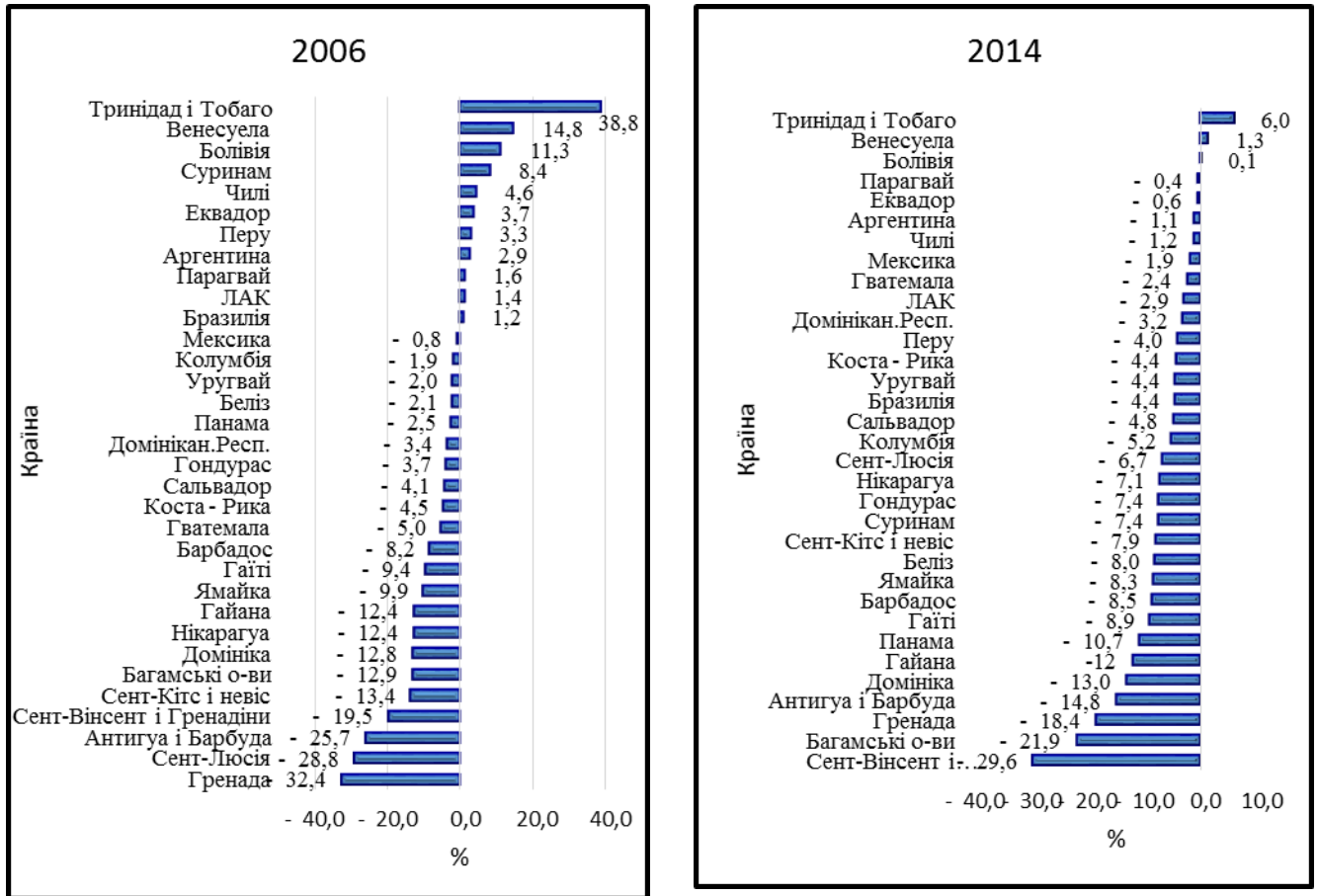


Рис. Ж.1. Баланс поточного рахунку країн ЛАК, % від ВВП, 2006 р., 2014 р.

Джерело: складено автором за даними: [330; 333].

Чисті експортери сировинних товарів включають в себе такі країни як: Аргентина, Беліз, Болівія, Бразилія, Чилі, Колумбія, Еквадор, Гаїана, Мексика, Парагвай, Перу, Тринідад і Тобаго, Уругвай і Венесуела.

Чистими товарними імпортерами є Антигуа і Барбуда, Коста-Рика, Домініка, Домініканська Республіка, Гренада, Гватемала, Гондурас, Ямайка, Сент-Кітс і Невіс, Сент-Люсія, Нікарагуа, Панама, Сальвадор, Суринам, Сент-Вінсент і Гренадіни.

Додаток 3

Таблиця 3.1

Волатильність потоків капіталу

Країни	Усі періоди						Фінансова криза 2008-2009рр.						Стабільні часи					
	ПШ		не-ПШ		Перекази		ПШ		не-ПШ		Перекази		ПШ		не-ПШ		Перекази	
	СВ	КВ	СВ	КВ	СВ	КВ	СВ	КВ	СВ	КВ	СВ	КВ	СВ	КВ	СВ	КВ	СВ	КВ
Аргентина	1,32	0,72	5,69	-1,63	0,02	0,15	1,07	0,57	2,74	-0,63			1,39	0,77	6,27	-1,92	0,02	0,15
Болівія	2,91	1,32	12,36	-5,74	0,53	0,13	2,13	0,82	4,10	-4,62			3,12	1,49	13,91	-5,52	0,35	0,09
Бразилія	1,56	0,89	3,12	3,13	0,02	0,09	0,90	0,56	4,45	3,90			1,71	0,95	2,74	2,87	0,02	0,08
Колумбія	1,86	0,72	2,67	3,86	0,68	0,35	1,04	0,42	1,31	2,00	0,30	0,16	2,04	0,78	2,95	4,20	0,75	0,38
Коста - Рика	1,70	0,33	5,25	5,25	0,14	0,11	2,01	0,36	4,69	-3,33			1,57	0,31	5,25	2,70	0,14	0,11
Еквадор	1,12	1,49	5,74	-3,20	1,57	0,34	1,28	1,49	7,82	-2,49	0,53	0,12	1,08	1,52	4,86	-3,76	1,83	0,39
Гватемала	0,61	0,35	3,43	2,33	1,20	0,11	0,29	0,17	3,73	21,68	0,99	0,09	0,68	0,38	3,31	1,81	1,26	0,12
Мексика	1,41	0,90	3,38	2,82	0,35	0,15	1,05	0,67	4,80	6,19	0,28	0,12	1,50	0,96	2,98	2,28	0,36	0,16
Перу	2,41	0,55	4,84	7,40	0,29	0,16	3,26	0,65	6,04	10,58	0,18	0,09	2,15	0,51	4,57	6,75	0,31	0,18
Парагвай	3,30	3,13	5,25	6,36	0,74	0,35	5,01	5,96	5,07	-6,65			2,53	2,23	5,30	3,73	0,77	0,37
Сальвадор	3,39	1,36	8,24	6,72	1,31	0,08	3,56	1,59	7,57	11,69	1,00	0,06	3,39	1,31	8,61	6,00	1,42	0,08
ЛАК	0,91	0,48	2,04	3,77	0,24	0,19	0,50	0,27	2,65	7,26	0,13	0,11	0,99	0,51	1,85	3,14	0,25	0,20

Джерело: складено автором за [66; 207; 330; 333].

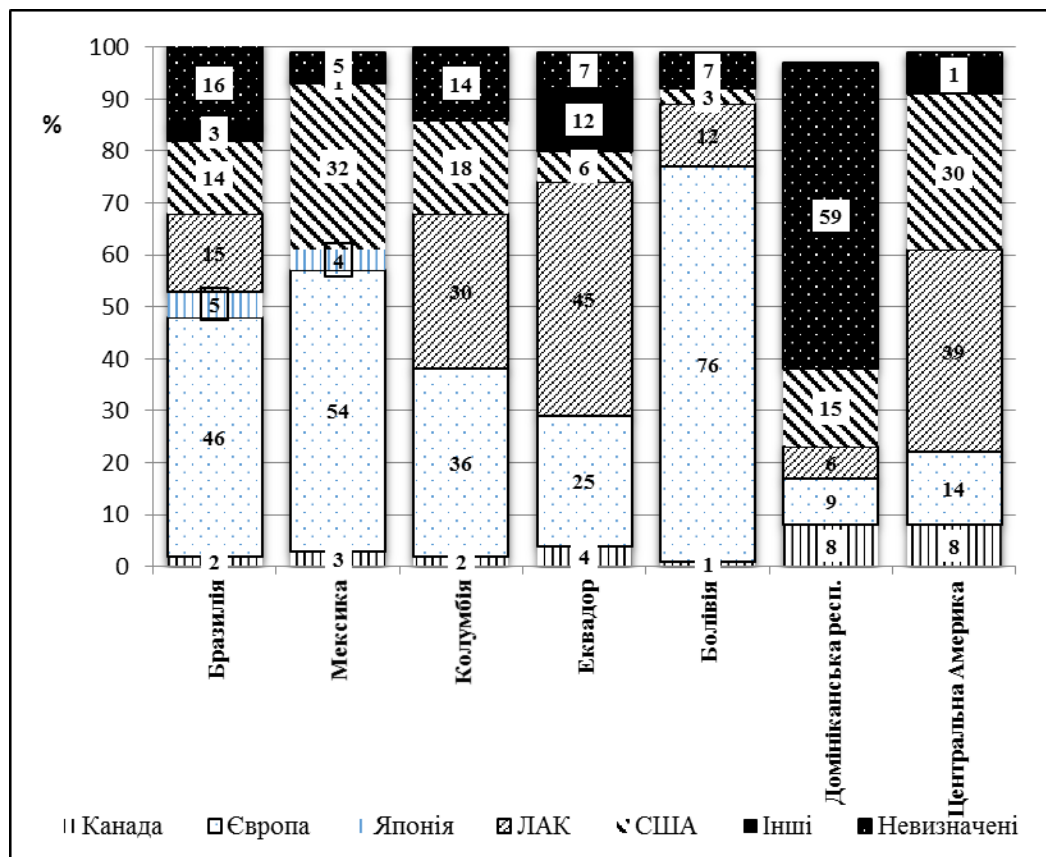


Рис. 3.1. ПШ, що надходять до країн ЛАК, % від загального обсягу ПШ (регіональна складова), 2014 р.

Джерело: складено автором за даними [330;335].

Додаток И.1

Таблиця И.1

Класифікація фактичних режимів обмінного курсу та цільових орієнтирів монетарної політики в країнах Латинської Америки станом на 2014 р.

Країна	Фактичний режим обмінного курсу	Тип фіксації	Цільовий таргет монетарної політики
Південна Америка			
Аргентина	Фактична повзуча прив'язка (де-факто) до долара США	Перехідна форма прив'язки	Відсутній, контроль курсу через грошово-кредитну політику
Болівія	Фактична стабілізація	М'яка прив'язка	Інфляційне таргетування
Бразилія	Кероване плавання	Плаваючий	Інфляційне таргетування
Чилі	Вільне плавання	Плаваючий	Інфляційне таргетування
Колумбія	Кероване плавання	Плаваючий	Інфляційне таргетування
Еквадор	Режим обмінного курсу без суверенного платіжного засобу	Жорстка фіксація	Відсутній
Парагвай	Режим із можливістю коригування курсу	Перехідна форма фіксації	Інфляційне таргетування
Перу	Кероване плавання	Плаваючий	Інфляційне таргетування
Уругвай	Кероване плавання	Плаваючий	Монетарне таргетування
Венесуела	Звичайна прив'язка	М'яка прив'язка	Відсутній
Центральна Америка і Мексика			
Коста-Рика	Режим із можливістю коригування курсу	Перехідна форма прив'язки	Відсутній, контроль курсу через грошово-кредитну політику
Домініканська республіка	Фактична повзуча прив'язка	Перехідна форма прив'язки	Інфляційне таргетування
Сальвадор	Відсутність суверенного платіжного засобу	Жорстка фіксація	Відсутній
Гватемала	Фактична стабілізація	М'яка прив'язка	Інфляційне таргетування
Гаїті	Фактична повзуча прив'язка (де-факто) до долара США	Перехідна форма прив'язки	Відсутній, контроль курсу через грошово-кредитну політику
Гондурас	Фактична повзуча прив'язка	Перехідна форма прив'язки	Відсутній
Мексика	Вільне плавання	Плаваючий	Інфляційне таргетування
Нікарагуа	Повзуча прив'язка	Перехідна форма прив'язки	Відсутній
Панама	Відсутність суверенного платіжного засобу	Жорстка фіксація	Відсутній
Кариби			
Антигуа та Барбуда	Валютне правління	Жорстка фіксація	Відсутній
Багамські о-ви	Звичайна прив'язка	М'яка прив'язка	Відсутній
Барбадос	Звичайна прив'язка	М'яка прив'язка	Відсутній
Беліз	Звичайна прив'язка	М'яка прив'язка	Відсутній
Домініка	Валютне правління	Жорстка фіксація	Відсутній
Гренада	Валютне правління	Жорстка фіксація	Відсутній
Гайана	Фактична стабілізація	М'яка прив'язка	Відсутній
Ямайка	Фактична повзуча прив'язка	Перехідна форма прив'язки	Відсутній
Сент-Кітс і Невіс	Валютне правління	Жорстка фіксація	Відсутній
Сент-Люсія	Валютне правління	Жорстка фіксація	Відсутній
Сент-Вінсент та Гренадіни	Валютне правління	Жорстка фіксація	Відсутній
Сурінам	Фактична стабілізація	М'яка прив'язка	Відсутній
Тринідат і Тобаго	Фактична стабілізація	М'яка прив'язка	Відсутній

Джерело: складено автором за офіційними даними [337].

Додаток И.2

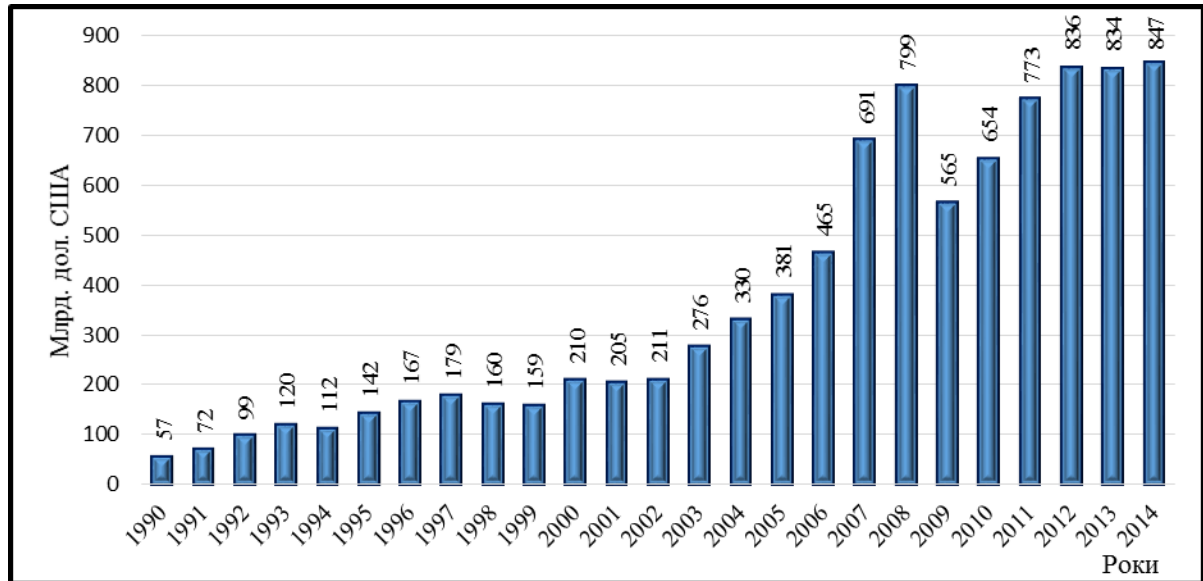


Рис. И.2.1. Міжнародні резерви країн ЛАК, млрд. дол. США, 1990-2014 рр.

Джерело: складено автором за даними [330;335].



Рис. И.2.2. Структура міжнародних резервів країн ЛАК, 2014 р.

Джерело: складено автором за даними [330;335].

Додаток К

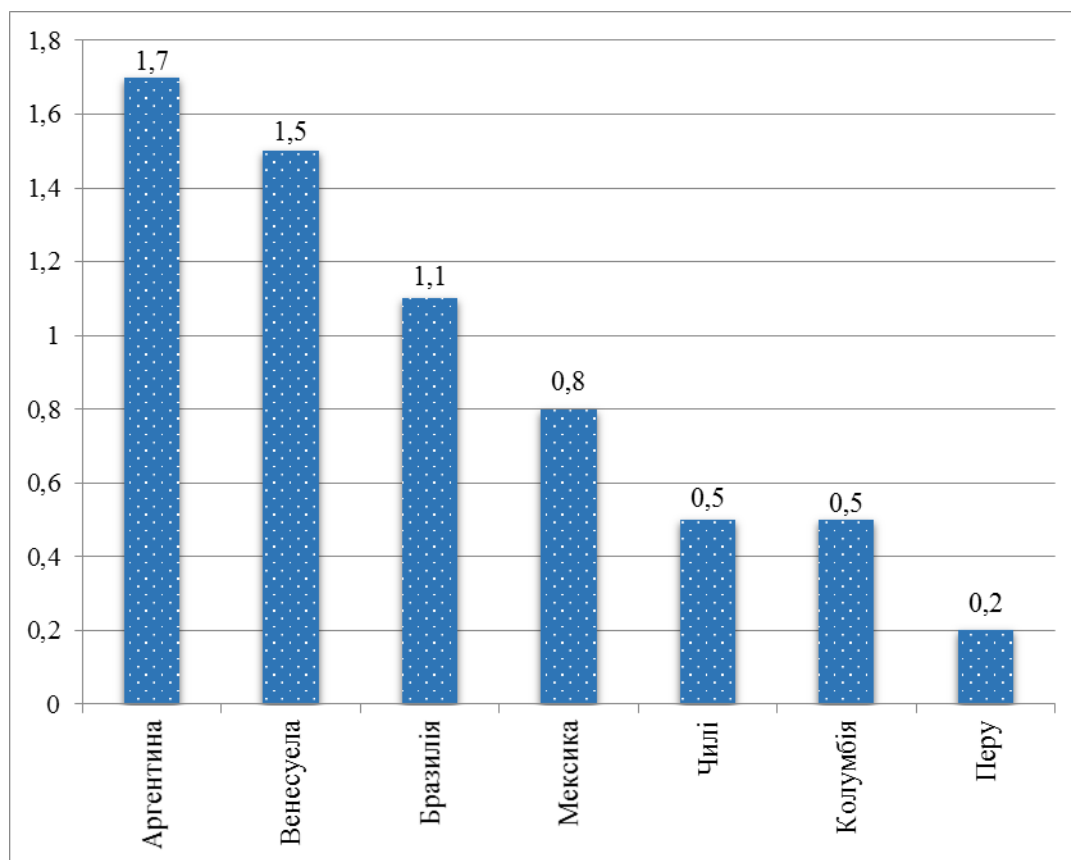


Рис. К.1. Ліквідна позиція країн ЛА7, 2014 р.

Джерело: складено автором за даними [337; 338].

Додаток Л

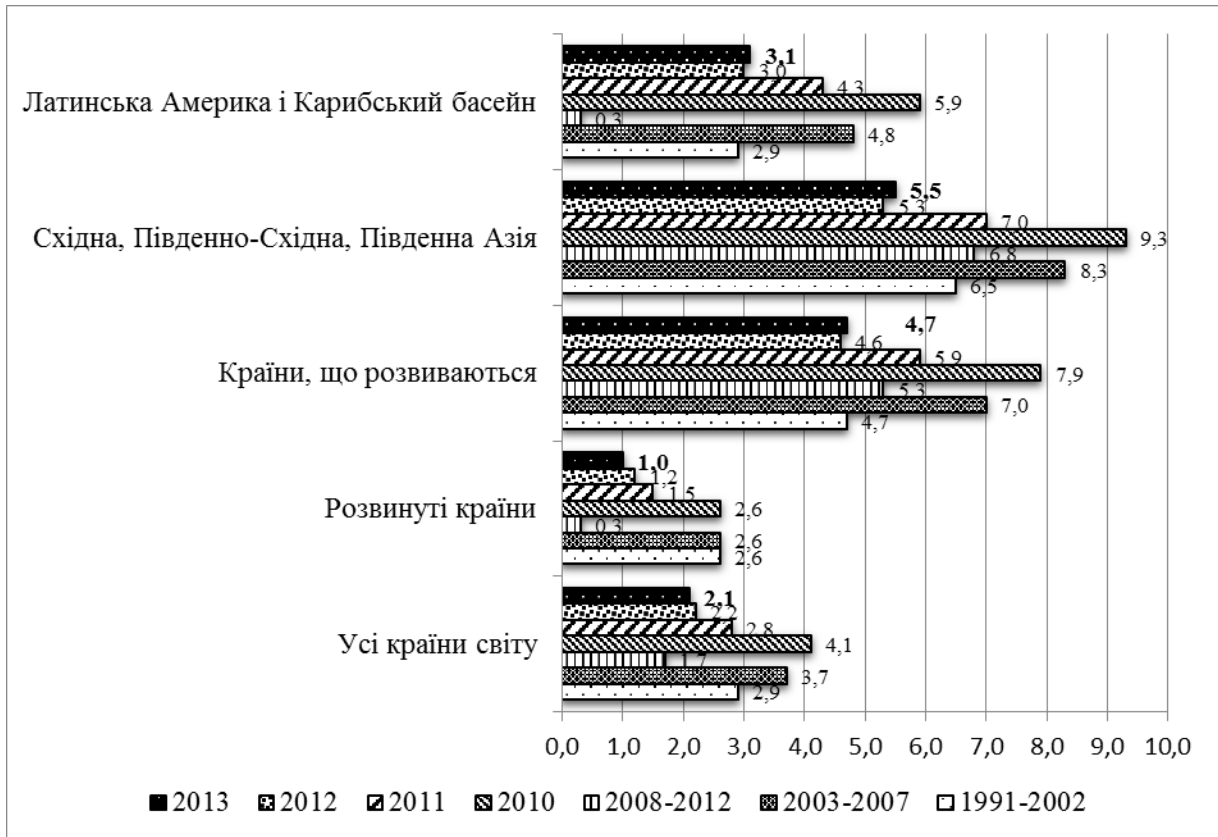


Рис. Л.1. Відношення зовнішнього боргу до ВВП за регіонами світу, %.
Джерело: складено автором за даними [338].

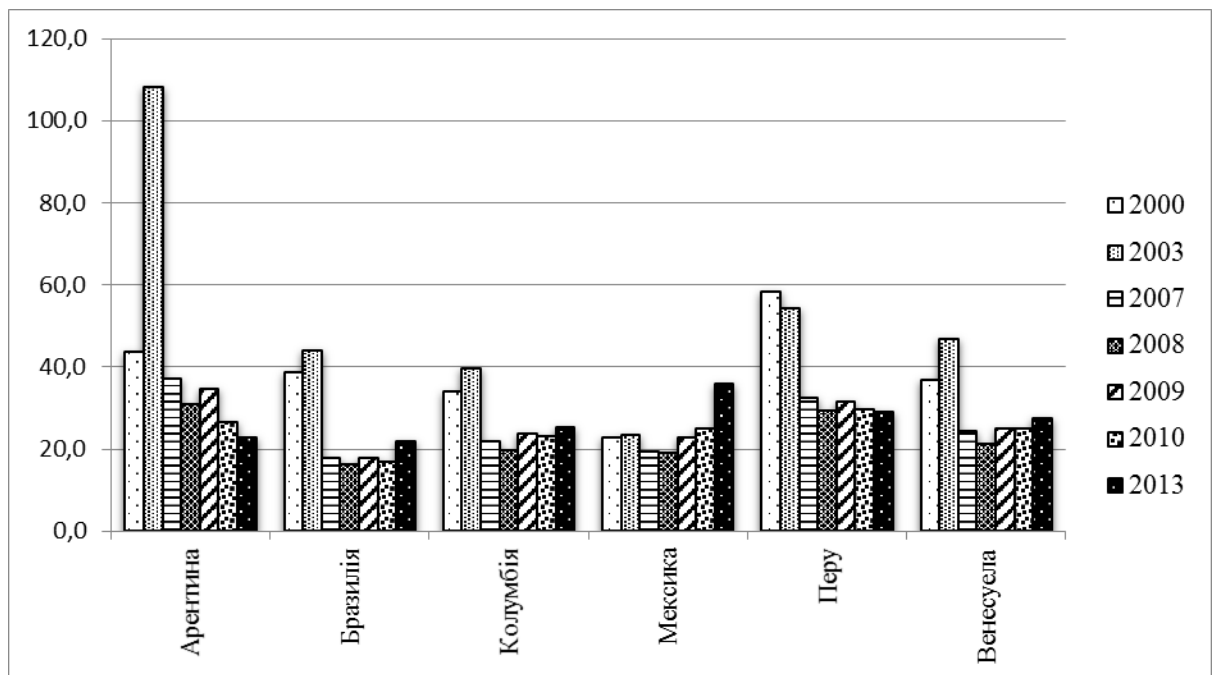


Рис. Л.2. Відношення зовнішнього боргу до ВВП у країнах ЛАК, %
Джерело: складено автором за даними [338].

Додаток М

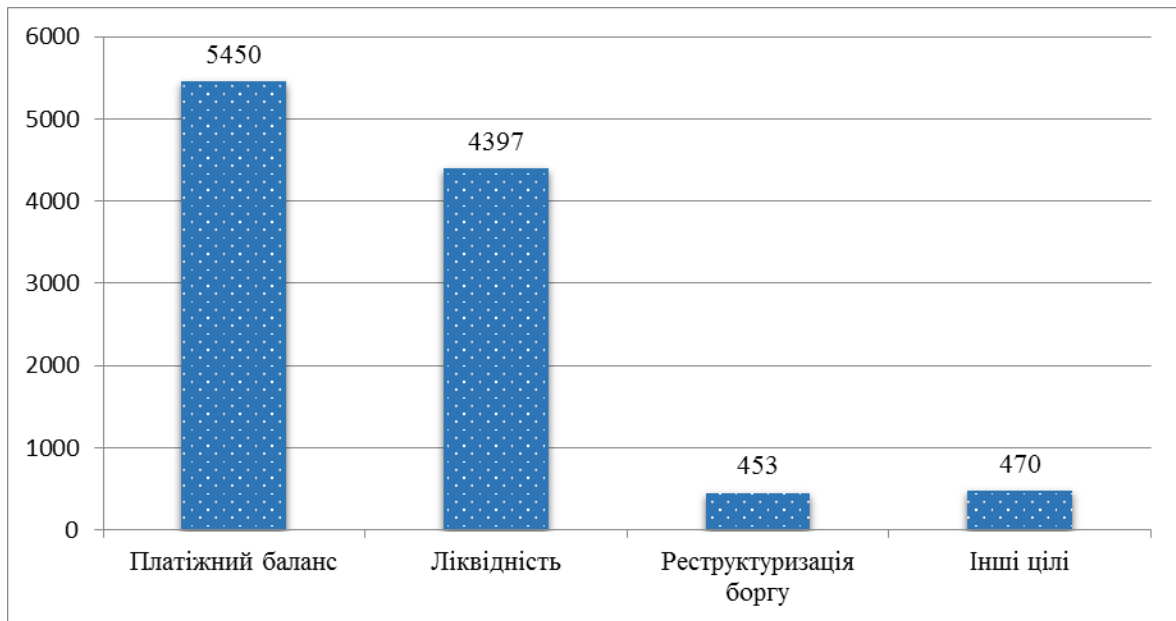


Рис. М.1. Сума кредитів, затверджена ЛАРФ, за типом кредиту протягом 1978-2014 рр., млн. дол. США

Джерело: складено автором за даними [331].

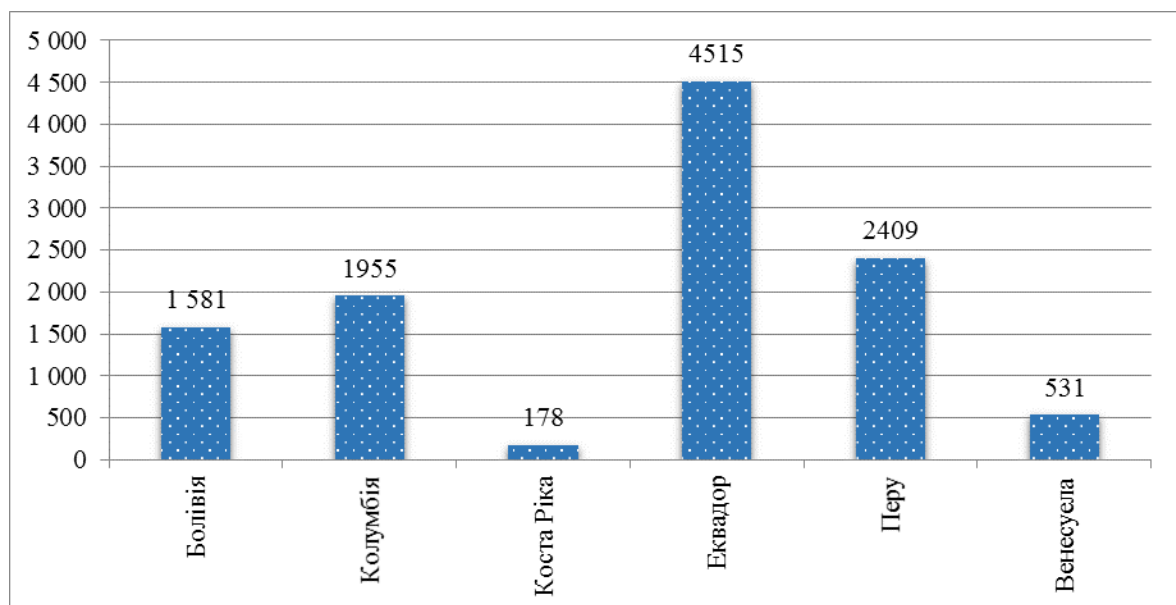


Рис. М.2. Загальна сума кредитів, отримана країною-членом ЛАРФ протягом 1978-2014 рр., млн. дол. США

Джерело: складено автором за даними [331].

Додаток Н.1

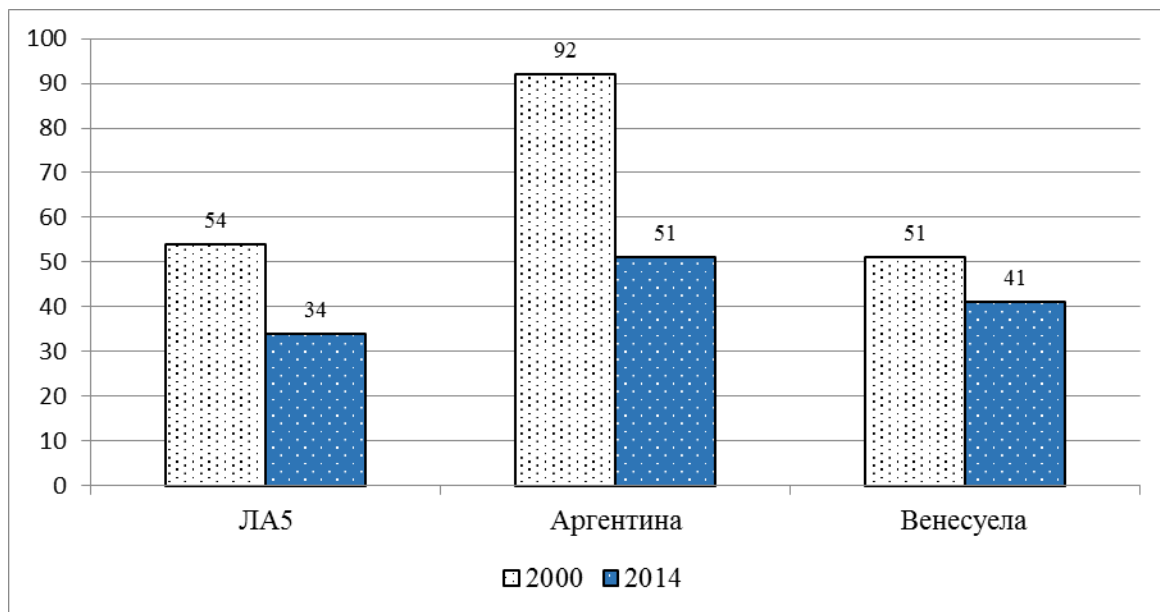


Рис. Н.1. Доларизація боргу 2000 та 2014 рр., % від загального обсягу державного боргу

Джерело: складено автором за даними [330;335].

Додаток Н.2

Доларизація державного боргу в країнах Латинської Америки

	Аргентина	Болівія	Бразилія	Чилі	Колумбія	Коста-Рика	Домінікан. республіка	Еквадор	Ель Сальвадор	Гватемала	Перу	Парагвай	Уругвай	Венесуела	Панама
1990	н/д	н/д	н/д	35,22	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	100,00
1991	н/д	н/д	н/д	29,70	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	100,00
1992	н/д	н/д	н/д	26,57	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	100,00
1993	н/д	н/д	н/д	25,16	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	100,00
1994	н/д	н/д	н/д	21,51	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	100,00
1995	н/д	н/д	5,81	16,91	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	100,00
1996	н/д	н/д	9,38	14,17	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	100,00
1997	89,80	н/д	15,36	11,07	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	100,00
1998	92,00	н/д	21,00	16,70	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	100,00
1999	93,32	н/д	22,95	17,41	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	90,00	н/д	100,00
2000	99,96	99,02	22,45	15,94	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	87,39	н/д	н/д	91,56	н/д	100,00
2001	96,77	97,28	29,50	31,88	52,57	36,50	н/д	100,00	100,00	85,61	н/д	н/д	82,19	н/д	100,00
2002	76,38	97,11	20,29	40,48	51,85	41,10	н/д	100,00	100,00	87,48	н/д	н/д	95,56	н/д	100,00
2003	75,94	93,66	10,03	38,67	49,89	44,40	н/д	100,00	100,00	91,62	91,92	н/д	92,17	н/д	100,00
2004	75,61	80,16	4,87	35,13	43,03	44,50	н/д	100,00	100,00	85,52	90,05	н/д	87,97	65,76	100,00
2005	51,68	74,67	2,63	23,60	33,42	42,30	89,57	100,00	100,00	75,52	83,66	н/д	84,94	67,74	100,00
2006	52,06	65,59	1,23	17,49	32,62	41,80	87,80	100,00	100,00	67,66	80,91	н/д	79,05	64,74	100,00
2007	52,76	54,75	0,83	15,98	28,09	39,00	90,17	100,00	100,00	63,30	68,76	н/д	67,80	69,79	100,00
2008	52,51	52,07	0,86	10,81	28,97	38,50	69,18	100,00	100,00	60,42	66,39	н/д	68,07	75,23	100,00
2009	54,06	45,54	0,54	6,32	28,10	35,80	66,46	100,00	100,00	60,09	64,90	н/д	64,28	66,61	100,00
2010	58,77	44,48	0,49	7,63	24,65	34,30	70,58	100,00	100,00	58,43	58,90	н/д	55,34	69,58	100,00
2011	60,08	47,73	0,49	6,96	25,60	29,50	72,51	100,00	100,00	54,55	57,19	н/д	47,95	61,62	100,00
2012	60,23	54,30	0,45	7,22	23,26	30,50	73,75	100,00	100,00	57,66	54,16	87,90	42,55	50,61	100,00
2013	61,13	59,39	0,45	6,33	23,40	30,70	72,65	100,00	100,00	58,31	52,12	64,10	40,12	47,99	100,00
2014	60,55	58,90	0,44	8,60	23,20	36,10	71,30	100,00	100,00	53,81	50,81	68,20	43,71	45,87	100,00

Джерело: складено автором за даними [330;335;337;338].

Додаток П

Таблиця П.1

Кредитні рейтинги країн ЛАК, 2014 р.

Країна	Рейтинг Moody's	Рейтинг S&P	Рейтинг Fitch
Аргентина	Сaa1	SD	RD
Багами	A3	BBB	
Барбадос	B3	BB-	NR
Беліз	Сaa2	B-	NR
Болівія	Ba3	BB	BB-
Бразилія	Baa2	BBB-	BBB
Чилі	Aa3	AA-	A+
Колумбія	Baa2	BBB	BBB
Коста - Рика	Ba1	BB	BB+
Домініканська Респ.	B1	B+	B
Еквадор	Сaa1	B+	B
Ель Сальвадор	Ba3	BB-	BB-
Гренада		SD	
Гватемала	Ba1	BB	BB
Гондурас	B3	B	NR
Мексика	A3	B-	BBB
Нікарагуа	B3	NR	NR
Панама	Baa2	BBB	BBB
Парагвай	Ba2	BB	BB
Перу	A3	BBB+	BBB+
Суринам	Ba3	BB-	BB-
Тринідад і Тобаго	Baa1	A	NR
Уругвай	Baa2	BBB-	BBB-
Венесуела	Сaa1	CCC+	B

Джерело: складено автором за даними [330;335;337;338].

Додаток Р.1

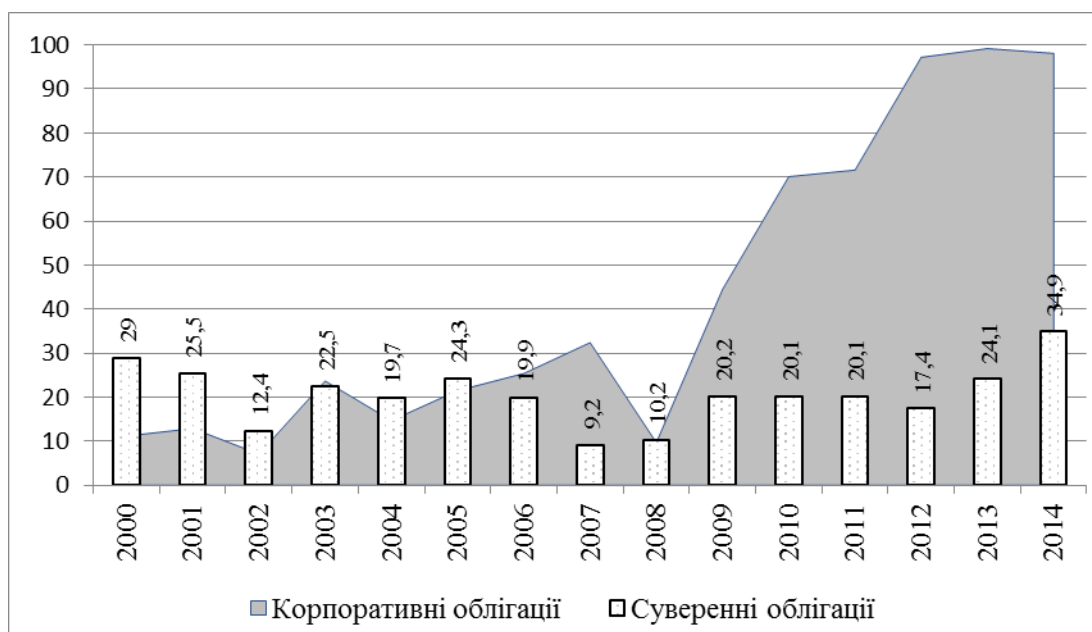


Рис. Р.1. Випуск боргових зобов'язань ЛА за типом емітента, 2000-2014 рр., % від загального обсягу випуску

Джерело: складено автором за даними [330; 335;337;338].

Додаток Р.2

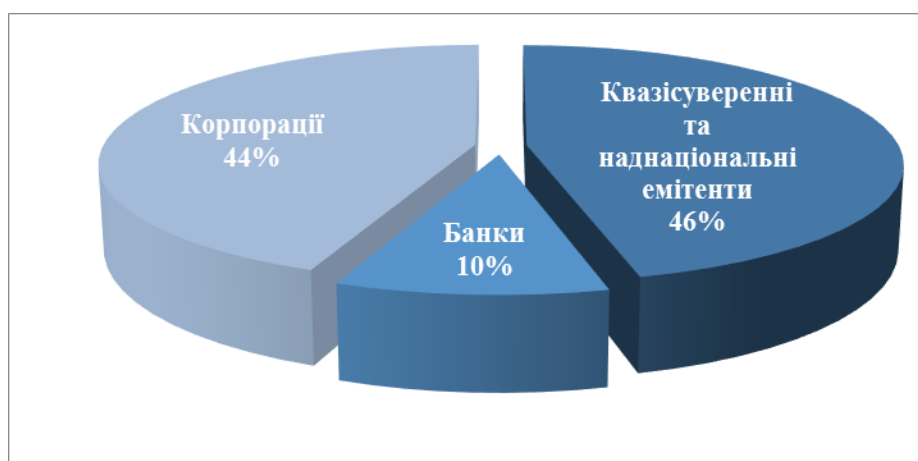


Рис. Р.2. Випуск боргових зобов'язань ЛАК за типом емітента, % від загального обсягу випуску, 2014 р.

Джерело: складено автором за даними [330; 335;337;338].

Додаток Р.3

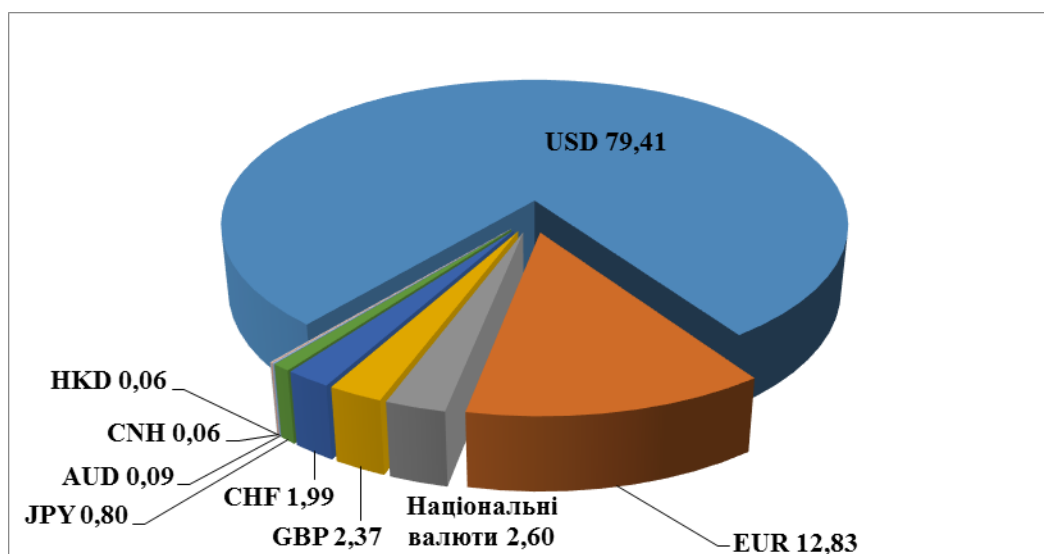


Рис. Р.3. Валютна структура випуску боргових зобов'язань ЛА, 2014 р., %

Джерело: складено автором за даними [330; 335;337;338].

Додаток Р.4

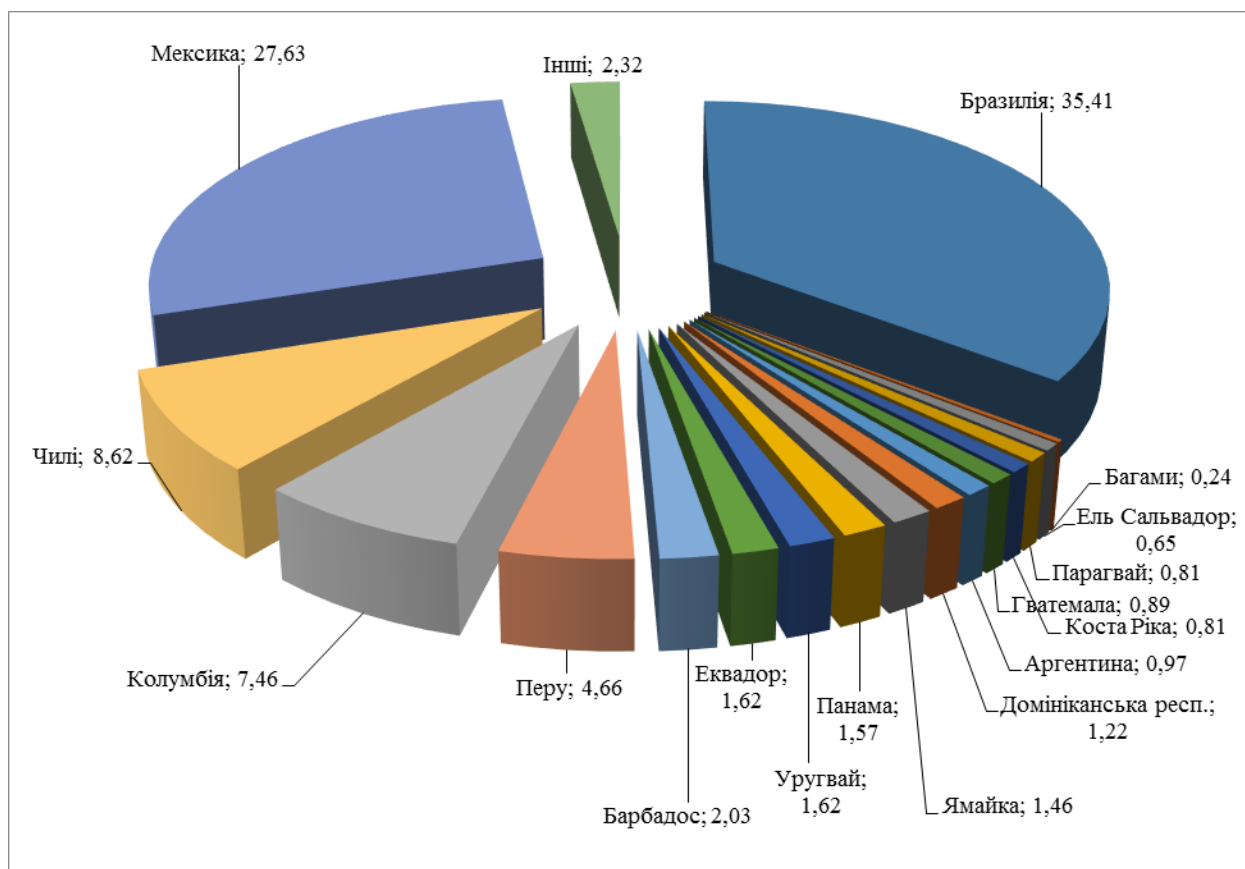


Рис. Р.4. Випуск боргових зобов'язань країнами ЛАК, 2014 р., % від загального обсягу випуску (за країнами)

Джерело: складено автором за даними [330; 335;337;338].

Додаток С.1

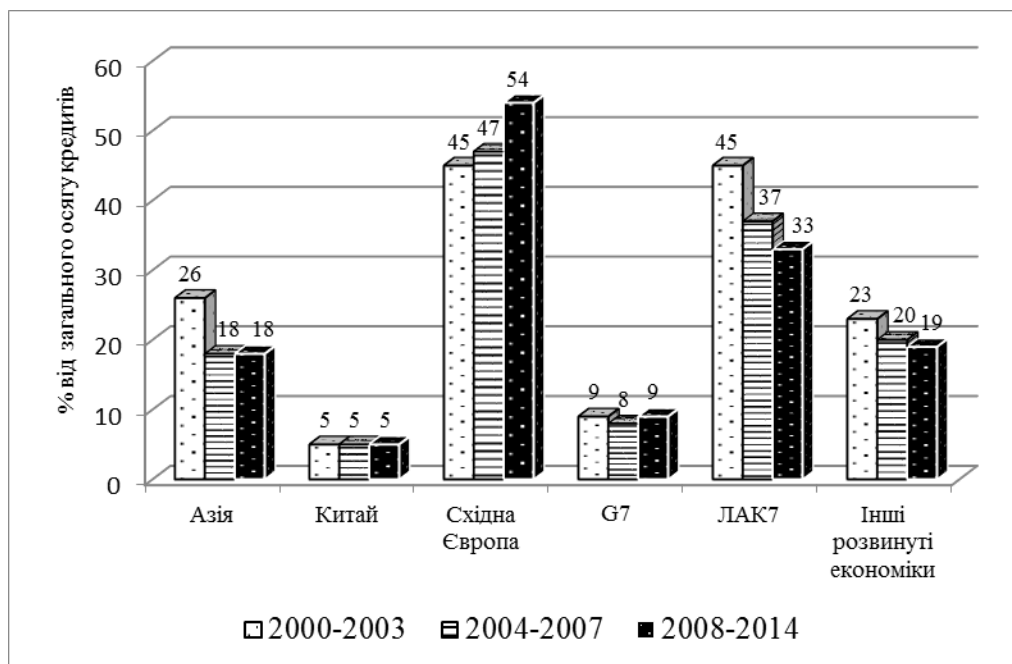


Рис. С.1. Кредитна доларизація у регіонах світу, 2000-2014 рр., %

Джерело: складено автором за даними [330;335;337;338].

Додаток С.2

Кредитна доларизація в країнах Латинської Америки, %

	Аргентина	Болівія	Бразилія	Чилі	Коста-Рика	Домінікан. Республіка	Еквадор	Ель Сальвадор	Гватемала	Гаїті	Мексика	Нікарагуа	Перу	Уругвай	Панама
1990	29,18	н/д	0,00	19,51	4,42	н/д	н/д	н/д	н/д	0,00	н/д	н/д	52,87	н/д	100,00
1991	40,29	н/д	0,00	20,5	3,54	н/д	н/д	н/д	н/д	0,41	н/д	н/д	60,94	н/д	100,00
1992	47,09	н/д	0,00	20,92	4,74	н/д	н/д	н/д	н/д	1,12	н/д	н/д	70,28	н/д	100,00
1993	49,84	н/д	0,00	17,65	10,56	н/д	н/д	н/д	н/д	0,29	н/д	н/д	76,31	н/д	100,00
1994	53,54	н/д	0,00	14,31	15,87	н/д	н/д	н/д	н/д	2,56	40,37	н/д	73,66	н/д	100,00
1995	59,67	87,46	0,00	13,67	20,3	н/д	н/д	н/д	н/д	4,85	43,83	н/д	70,87	н/д	100,00
1996	61,73	88,17	0,00	11,49	21,31	4,3	н/д	н/д	н/д	17,18	38,79	57,83	74,06	н/д	100,00
1997	63,89	90,89	0,00	10,26	24,72	6,27	н/д	н/д	н/д	23,31	33,6	72,55	77,26	н/д	100,00
1998	66,39	92,93	0,00	9,93	30,60	12,52	н/д	н/д	н/д	29,96	37,81	80,99	79,97	60,67	100,00
1999	67,49	94	0,00	10,43	36,68	17,79	н/д	н/д	н/д	37,39	31,32	82,81	82,41	60,3	100,00
2000	69,59	94,96	0,00	11,17	46,43	23,71	100	н/д	н/д	38,95	31,35	79,58	81,67	65,54	100,00
2001	77,91	95,3	0,00	13,61	50,87	25,51	100	н/д	19,34	40,71	29,8	81,78	79,69	68,79	100,00
2002	30,93	95,97	0,00	12,63	53,81	30,7	100	100	22,8	46,03	28,27	82,46	78,19	80,39	100,00
2003	24,81	96,41	0,00	10,12	56,35	36,86	100	100	24,48	48,14	28,21	83,39	75,99	73,3	100,00
2004	20,61	94,45	0,00	10,2	54,04	27,21	100	100	26,2	47,35	23,1	83,86	73,15	68,95	100,00
2005	13,98	90,08	0,00	9,89	54,72	23,43	100	100	25,33	52,18	16,81	84,61	68,82	65,11	100,00
2006	13,61	82,31	0,00	10,57	52,43	16,8	100	100	26,66	53,51	11,9	83,75	62,15	60,55	100,00
2007	11,22	79,72	0,00	10,22	49,39	17,74	100	100	29,69	52,61	10,95	83,02	59,04	56,66	100,00
2008	12,88	66,59	0,00	13,79	51,96	22,15	100	100	29,7	55,77	12,56	84,45	54,8	53,51	100,00
2009	12,92	60,19	0,00	10,6	49,61	21,4	100	100	27,34	53,79	10,80	87,09	49,94	53,86	100,00
2010	11,44	41,22	0,00	10,21	44,9	22,94	100	100	26,66	46,64	10,61	89,64	47,86	50,06	100,00
2011	11,31	28,56	0,00	13,53	45,94	22,16	100	100	30,28	43,95	13,1	90,83	48,82	52,38	100,00
2012	6,11	18,57	0,00	12,91	48,41	25,93	100	100	31,48	39,51	11,21	91,66	47,73	51,69	100,00
2013	5,83	11	0,00	13,57	49,96	29,83	100	100	33,25	40,73	11,6	91,19	45,28	53,53	100,00
2014	5,12	11,30	0,00	13,52	48,9	28,3	100	100	35,04	40,15	12,68	90,78	42,41	53,67	100,00

Джерело: складено автором за даними [330;335;337;338].

Додаток Т

Таблиця Т.1

Частка іноземних банків у загальній кількості банків регіону, %

Країна	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Антигуа та Барбуда	0	0	0	17	17	17	17	17	33	33	33
Аргентина	22	37	37	34	36	35	34	34	35	35	35
Барбадос	60	60	60	60	100	100	100	100	100	100	100
Болівія	27	45	45	45	45	45	45	40	40	40	40
Бразилія	23	35	35	35	36	36	35	36	36	37	38
Чилі	48	52	48	44	44	39	41	41	48	48	48
Колумбія	20	29	29	29	25	23	24	28	28	28	28
Коста-Рика	14	18	20	20	20	20	21	22	21	18	18
Домініканська Республіка	5	5	7	9	11	12	12	10	10	10	10
Еквадор	18	23	18	15	15	15	15	15	15	15	19
Сальвадор	18	54	58	58	67	67	73	82	90	90	90
Гватемала	11	21	21	21	23	22	23	26	36	41	41
Гаїті	0	0	0	0	0	0		0	0	0	0
Гондурас	19	26	30	35	35	41	41	41	58	56	56
Ямайка	30	33	50	63	63	71	71	71	71	71	71
Мексика	32	49	48	56	56	54	50	47	46	48	48
Нікарагуа	17	50	57	50	50	50	40	67	67	83	83
Панама	64	58	58	62	60	60	60	60	61	64	65
Парагвай	50	58	61	63	62	62	62	62	64	64	62
Перу	33	59	63	63	60	60	57	60	63	63	63
Тринідад і Тобаго	43	44	44	44	44	44	56	56	56	67	67
Уругвай	77	73	76	81	79	77	77	81	81	81	81
Венесуела	10	25	24	28	22	24	26	26	24	26	22
Регіон ЛАК	28	37	37	38	38	38	38	39	41	42	42

Джерело: складено автором за даними [132;133].

Продовження Додатку Т

Таблиця Т.2

**Частка активів іноземних банків у загальній кількості
банківських активів регіону ЛАК, %**

Країна	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Аргентина	29	27	26	28	29	28
Барбадос	100	100	100	100	100	100
Болівія	36	37	18	18	16	15
Бразилія	19	24	26	26	22	-
Чилі					37	34
Колумбія	10	18	14	14	13	9
Коста-Ріка	26	27	29	36	37	31
Домініканська Республіка	12	13	12	11	7	10
Еквадор	12	11	12	13	13	5
Ель Сальвадор	69	80	80	97	97	96
Гватемала	11	11	12	13	28	29
Гаїті	0	0	0	0	0	0
Гондурас	31	32	30	47	46	40
Ямайка	84	87	87	88	95	96
Мексика	82	83	81	79	76	75
Нікарагуа	31	22	49	48	68	55
Панама	47	46	54	65	-	-
Парагвай	68	63	60	58	62	39
Перу	41	49	48	48	50	50
Тринідад і Тобаго	13	13	13	14	56	54
Уругвай	50	75	87	47	48	-
Венесуела	31	30	29	25	26	-
Регіон ЛАК	35	38	38	35	35	31

Джерело: складено автором за даними [132;133].

Додаток У.1
Депозитна доларизація в країнах Латинської Америки

	Аргентина	Болівія	Бразилія	Чилі	Коста-Рика	Домінікан. республіка	Еквадор	Ель Сальвадор	Гватемала	Гаїті	Гондурас	Мексика	Нікарагуа	Перу	Парагвай	Уругвай	Венесуела	Панама
1990	28,43	79,8	0,00	н/д	29,61	0	3,8	4,1	0,00	0,05	1,80	5,05	29,39	48,70	37,69	88,60	0,03	100,00
1991	40,57	77,3	0,00	н/д	37,66	0	4,2	3,4	0,00	3,05	3,90	4,02	36,08	65,10	40,16	88,00	0,00	100,00
1992	39,75	78,6	0,00	н/д	33,09	0	6,1	4,9	0,00	7,55	6,60	3,97	39,38	66,80	47,81	87,60	0,00	100,00
1993	42,33	79,1	0,00	н/д	30,25	0	7,2	4,1	0,00	11,18	9,00	3,85	48,52	81,08	55,49	86,20	0,00	100,00
1994	48,32	77,8	0,00	н/д	32,02	0	9,8	5	0,00	11,19	16,90	6,00	50,50	75,47	49,41	85,90	0,00	100,00
1995	51,1	82,74	0,00	н/д	37,16	1,45	17,4	5,5	0,00	20,70	21,20	7,27	62,78	73,05	42,33	85,60	0,00	100,00
1996	50,64	85	0,00	н/д	37,87	4,16	20,5	7	0,00	23,03	31,69	8,13	62,09	74,13	46,08	85,10	0,00	100,00
1997	50,41	90,53	0,00	н/д	39,63	6,36	27,6	8,1	0,00	29,85	27,09	5,76	64,29	70,88	51,02	84,90	0,01	100,00
1998	52,2	92,13	0,00	н/д	44,18	9,16	0	8,4	0,00	30,53	27,42	6,10	67,88	72,14	59,41	84,47	0,02	100,00
1999	55,92	93,37	0,00	н/д	44,49	13,96	0	0	0,00	33,74	27,81	6,05	67,71	73,3	62,38	86,80	0,41	100,00
2000	58,88	93,27	0,00	н/д	43,59	15,89	100,0	0	0,00	38,88	28,66	7,36	70,27	73,83	58,65	87,77	0,13	100,00
2001	69,12	90,88	0,00	н/д	47,54	20,18	100,0	100,0	5,28	42,30	30,40	8,80	71,03	72,01	63,93	90,79	0,24	100,00
2002	3,62	91,54	0,00	н/д	47,27	22,96	100,0	100,0	7,70	47,46	31,03	8,25	72,54	71,64	67,20	91,48	0,18	100,00
2003	6,17	90,51	0,00	10,45	46,52	27,9	100,0	100,0	10,28	50,66	31,12	6,89	69,74	69,48	59,69	90,34	0,19	100,00
2004	10,11	85,95	0,00	9,68	53,29	24,44	100,0	100,0	13,15	47,00	32,56	7,75	68,93	66,69	54,14	88,81	0,12	100,00
2005	8,94	81,21	0,00	11,19	52,03	26,50	100,0	100,0	13,20	51,70	30,90	8,32	68,09	66,5	51,34	85,44	0,24	100,00
2006	9,77	74,47	0,00	10,12	49,5	25,55	100,0	100,0	13,50	49,28	28,99	8,16	65,58	62,64	47,68	83,50	0,51	100,00
2007	11,03	63,36	0,00	10,09	43,94	25,48	100,0	100,0	15,50	50,93	27,90	7,26	66,24	57,95	42,48	78,22	0,32	100,00
2008	13,68	53,18	0,00	14,46	49,32	25,15	100,0	100,0	16,34	52,10	29,00	7,13	68,50	56,34	43,86	80,69	0,21	100,00
2009	16,32	52,29	0,00	13,2	50,55	23,9	100,0	100,0	18,66	54,68	29,38	7,76	72,62	54,36	39,78	76,83	0,32	100,00
2010	16,33	43,32	0,00	15,35	46,63	27,75	100,0	100,0	19,80	55,54	27,17	7,34	73,40	48,03	42,12	74,28	0,44	100,00
2011	12,14	35,98	0,00	12,78	43,98	27,34	100,0	100,0	20,25	57,45	26,77	7,12	69,82	47,67	39,15	72,29	0,36	100,00
2012	7,88	28,15	0,00	12,67	40,79	29,38	100,0	100,0	20,35	55,79	28,80	7,58	74,30	42,22	38,54	72,07	0,28	100,00
2013	7,08	22,8	0,00	13,97	39,7	29,52	100,0	100,0	21,47	56,09	29,06	8,22	73,78	47,71	40,38	73,66	0,34	100,00
2014	7,44	22,81	0,00	16,6	41,5	29,45	100,0	100,0	21,11	54,91	30,87	9,73	75,63	47,21	43,69	76,61	0,57	100,00
2015	7,5	22,8	0,00	16,51	41,91	29,3	100,0	100,0	22,97	56,07	29,96	11,80	73,63	50,83	44,27	78,89	0,56	100,00

Джерело: розраховано автором за даними [330;335;337].

Додаток У.2
Доларизація грошової маси в країнах Латинської Америки

	Аргентина	Болівія	Чилі	Коста-Рика	Домінікан. Республіка	Гватемала	Гаїті	Гондурас	Мексика	Нікарагуа	Парагвай	Перу	Уругвай
1990	21,21	н/д	8,61	21,50	н/д	0,00	н/д	1,40	2,85	30,05	27,12	46,94	80,10
1991	31,56	н/д	7,53	27,91	н/д	0,00	н/д	3,00	2,60	30,03	30,06	54,82	78,50
1992	31,99	н/д	5,02	25,81	н/д	0,00	н/д	5,30	2,70	35,47	35,79	64,96	76,20
1993	34,75	н/д	5,25	23,83	н/д	0,00	н/д	6,90	2,43	47,19	42,52	76,92	73,30
1994	38,93	н/д	3,65	23,94	н/д	0,00	н/д	12,80	3,79	49,30	38,11	70,15	74,10
1995	40,85	400,13	3,01	30,32	2,83	0,00	н/д	17,00	5,37	56,84	32,70	65,65	76,10
1996	41,68	438,97	2,22	31,70	3,95	0,00	н/д	25,30	6,05	61,86	37,43	68,24	75,40
1997	42,49	429,72	1,93	34,08	5,60	0,00	н/д	20,89	3,95	64,70	41,23	67,90	74,30
1998	44,62	487,54	3,65	37,62	6,37	0,00	н/д	22,01	4,09	68,14	47,65	68,36	73,56
1999	47,94	550,75	5,04	38,07	9,37	0,00	н/д	22,69	3,63	68,31	50,80	68,72	81,33
2000	51,44	549,51	5,65	37,88	10,94	0,00	н/д	23,77	3,68	69,24	56,44	65,70	82,69
2001	61,22	466,83	6,37	41,27	15,26	4,35	н/д	25,84	4,09	71,21	61,81	67,11	86,65
2002	3,21	437,83	6,34	41,72	20,95	6,40	н/д	26,61	3,54	74,19	65,28	66,51	88,37
2003	4,95	367,88	6,30	41,37	19,13	8,41	н/д	26,50	2,90	71,89	55,84	61,54	82,30
2004	7,91	261,44	6,10	48,21	16,66	10,87	н/д	27,61	3,24	70,18	51,11	55,13	76,62
2005	6,83	183,26	7,47	47,58	19,38	10,97	н/д	26,26	3,32	71,29	48,24	54,47	74,85
2006	7,50	125,09	7,06	45,20	18,98	11,25	н/д	24,96	2,96	69,39	43,69	51,05	73,00
2007	8,40	74,28	7,50	39,92	18,51	12,79	н/д	24,68	2,69	69,58	39,94	46,60	67,70
2008	10,52	55,87	10,89	45,66	19,10	13,71	н/д	25,93	2,70	72,24	42,32	47,48	71,33
2009	12,49	55,70	9,83	46,94	18,52	15,70	н/д	26,33	2,85	76,17	40,73	44,62	67,92
2010	12,71	39,27	11,57	43,14	20,23	16,73	н/д	24,20	2,61	74,52	41,98	38,93	66,15
2011	9,24	30,05	9,66	40,54	21,88	17,34	н/д	23,91	2,39	72,67	39,41	37,55	67,00
2012	5,91	21,81	10,03	37,82	22,37	17,57	53,94	25,86	2,43	72,97	38,38	32,10	66,77
2013	5,36	16,88	10,78	36,87	23,23	18,63	47,43	26,23	2,60	73,24	40,28	37,62	68,42
2014	5,74		12,94	38,84	23,04	18,33	40,37	27,90	3,05	75,09	44,16	37,43	72,01

Джерело: розраховано автором за даними [330;335;337].

Додаток У.3

Таблиця У.3

Вихідні дані та розрахунки по моделям в розрізі країн ЛА

АРГЕНТИНА

	dt	ln (1-dt)/dt	et=Et/E _{t-1} -1	irt	emaxit(5)	mt=Mt/M _{t-1} -1	d*- d*+	ln (1-dt)/dt	et-irt	dit-1	dit-1 ^2	emaxt-irt	
2000-1	0,5654	-0,26311	0	1,322132	0	-0,17285	0,178828	0,570678	-0,26311	-0,01322	0,5592	0,312705	-0,01322
2000-2	0,5674	-0,27125	0	0,941985	0	0,007836	0,178828	0,570678	-0,27125	-0,00942	0,5654	0,319677	-0,00942
2000-3	0,5782	-0,31539	0	0,760482	0	-0,01317	0,177469	0,57173	-0,31539	-0,0076	0,5674	0,321943	-0,0076
2000-4	0,5888	-0,35901	0	2,198502	0	0,109554	0,17682	0,572229	-0,35901	-0,02199	0,5782	0,334315	-0,02199
2001-1	0,61	-0,44731	0	1,850115	0	-0,09965	0,181961	0,568216	-0,44731	-0,0185	0,5888	0,346685	-0,0185
2001-2	0,617	-0,47683	0	4,08026	0	0,063966	0,180716	0,569201	-0,47683	-0,0408	0,61	0,3721	-0,0408
2001-3	0,6473	-0,60719	0	10,59495	0	-0,14905	0,188685	0,56275	-0,60719	-0,10595	0,617	0,380689	-0,10595
2001-4	0,6912	-0,80574	0	8,904052	0	-0,02366	0,21193	0,541387	-0,80574	-0,08904	0,6473	0,418997	-0,08904
2002-1	0,0098	4,615525	2	4,528697	0	-0,43073	0,205902	0,547358	4,615525	1,954713	0,6912	0,477757	-0,04529
2002-2	0,0271	3,580748	0,26666667	54,86417	0,266667	-0,22103	0,06804	0,754726	3,580748	-0,28197	0,0098	9,6E-05	-0,28197
2002-3	0,0356	3,299161	-0,0131579	57,50059	2	0,13471	0,272463	0,448814	3,299161	-0,58816	0,0271	0,000734	1,424994
2002-4	0,0362	3,281825	-0,1013333	22,35437	2	0,43484	0,033666	-0,03341	3,281825	-0,32488	0,0356	0,001267	1,776456
2003-1	0,0391	3,201748	-0,115727	16,94606	2	0,189692	0,284214	0,413346	3,201748	-0,28519	0,0362	0,00131	1,830539
2003-2	0,0434	3,092926	-0,0604027	12,94888	2	0,307465	0,273434	0,446388	3,092926	-0,18989	0,0391	0,001529	1,870511
2003-3	0,0522	2,899061	0,04285714	3,923337	2	0,032016	0,241684	0,505555	2,899061	0,003624	0,0434	0,001884	1,960767
2003-4	0,0617	2,721786	0,00342466	3,36543	2	0,140223	0,172804	0,575275	2,721786	-0,03023	0,0522	0,002725	1,966346
2004-1	0,0647	2,671106	-0,0238908	1,824306	2	0,007732	0,184908	0,565853	2,671106	-0,04213	0,0617	0,003807	1,981757
2004-2	0,0943	2,262227	0,03496503	1,884314	2	0,030304	0,189161	0,562353	2,262227	0,016122	0,0647	0,004186	1,981157
2004-3	0,0995	2,202793	0,00675676	2,475796	2	-0,03002	0,168332	0,578584	2,202793	-0,018	0,0943	0,008892	1,975242
2004-4	0,1011	2,185062	0	2,77	2	0,104743	0,180537	0,569341	2,185062	-0,0277	0,0995	0,0099	1,9723
2005-1	0,0814	2,423475	-0,0201342	2,500029	2	-0,02302	0,184004	0,566583	2,423475	-0,04513	0,1011	0,010221	1,975
2005-2	0,0839	2,3905	-0,010274	3,196748	2	0,034971	0,190233	0,561454	2,3905	-0,04224	0,0814	0,006626	1,968033
2005-3	0,086	2,363483	0,00692042	3,644348	2	0,015614	0,189199	0,562321	2,363483	-0,02952	0,0839	0,007039	1,963557
2005-4	0,0894	2,320983	0,13402062	4,00085	2	-0,00254	0,184655	0,566058	2,320983	0,094012	0,086	0,007396	1,959992
2006-1	0,0991	2,207265	0,15151515	5,033812	2	0,062539	0,140421	0,597777	2,207265	0,101177	0,0894	0,007992	1,949662
2006-2	0,1018	2,177383	0,02631579	5,808831	2	0,0743	0,13785	0,599452	2,177383	-0,03177	0,0991	0,009821	1,941912

2006-3	0,1029	2,16541	-0,2051282	6,002068	2	0,085918	0,185459	0,565406	2,16541	-0,26515	0,1018	0,010363	1,939979
2006-4	0,0977	2,223045	0,16129032	5,704484	2	0,169057	0,267209	0,460967	2,223045	0,104245	0,1029	0,010588	1,942955
2007-1	0,0962	2,240179	-0,1388889	6,220515	0,266667	-0,02855	0,136749	0,600166	2,240179	-0,20109	0,0977	0,009545	0,204462
2007-2	0,0924	2,284677	-0,0032258	5,825885	0,266667	0,06603	0,245602	0,499798	2,284677	-0,06148	0,0962	0,009254	0,208408
2007-3	0,1048	2,144993	0,01941748	7,066796	0,16129	0,010766	0,196071	0,556418	2,144993	-0,05125	0,0924	0,008538	0,090622
2007-4	0,113	2,060457	0	8,298541	0,16129	0,151667	0,192417	0,559597	2,060457	-0,08299	0,1048	0,010983	0,078305
2008-1	0,1069	2,122805	0,0031746	7,088679	0,16129	-0,0124	0,203743	0,549416	2,122805	-0,06771	0,113	0,012769	0,090404
2008-2	0,1057	2,135436	0,0443038	9,027045	0,16129	0,085133	0,198294	0,554437	2,135436	-0,04597	0,1069	0,011428	0,07102
2008-3	0,0997	2,200562	-0,0545455	9,522508	0,16129	-0,0379	0,19053	0,561203	2,200562	-0,14977	0,1057	0,011172	0,066065
2008-4	0,1368	1,842126	0,10576923	13,18741	0,16129	-0,02447	0,227516	0,524133	1,842126	-0,0261	0,0997	0,00994	0,029416
2009-1	0,1648	1,622939	0,07826087	11,0837	0,16129	-0,17115	0,183434	0,567041	1,622939	-0,03258	0,1368	0,018714	0,050453
2009-2	0,1728	1,565912	0,0188172	10,83094	0,16129	0,036001	0,185746	0,565172	1,565912	-0,08949	0,1648	0,027159	0,052981
2009-3	0,1735	1,561022	0,02638522	10,90637	0,16129	-0,00736	0,206063	0,547203	1,561022	-0,08268	0,1728	0,02986	0,052227
2009-4	0,1632	1,634609	-0,0231362	9,78038	0,16129	0,191383	0,203633	0,54952	1,634609	-0,12094	0,1735	0,030102	0,063487
2010-1	0,1919	1,437711	0,02105263	8,904	0,16129	-0,01725	0,217269	0,535793	1,437711	-0,06799	0,1632	0,026634	0,07225
2010-2	0,1785	1,526543	0,0128866	8,607444	0,16129	0,022075	0,198392	0,554349	1,526543	-0,07319	0,1919	0,036826	0,075216
2010-3	0,1619	1,644159	0,00763359	8,911748	0,16129	0,090538	0,200248	0,552664	1,644159	-0,08148	0,1785	0,031862	0,072173
2010-4	0,1633	1,633877	0,00505051	8,985476	0,16129	0,143913	0,203207	0,549921	1,633877	-0,0848	0,1619	0,026212	0,071436
2011-1	0,1444	1,779216	0,13065327	9,260419	0,16129	-0,02608	0,204392	0,548802	1,779216	0,038049	0,1633	0,026667	0,068686
2011-2	0,1389	1,824456	-0,0866667	9,265427	0,16129	0,094082	0,160481	0,58421	1,824456	-0,17932	0,1444	0,020851	0,068636
2011-3	0,1364	1,845518	0,0243309	9,833696	0,16129	0,065933	0,237968	0,510747	1,845518	-0,07401	0,1389	0,019293	0,062953
2011-4	0,1214	1,979239	0,02137767	13,20614	0,16129	0,130306	0,200539	0,552397	1,979239	-0,11068	0,1364	0,018605	0,029229
2012-1	0,1088	2,103058	0,01860465	11,92021	0,130653	-0,02725	0,213616	0,539652	2,103058	-0,1006	0,1214	0,014738	0,011451
2012-2	0,0914	2,296659	0,03424658	10,8634	0,130653	0,07048	0,210022	0,543314	2,296659	-0,07439	0,1088	0,011837	0,022019
2012-3	0,075	2,512306	0,05298013	11,21713	0,130653	0,046828	0,200676	0,552272	2,512306	-0,05919	0,0914	0,008354	0,018482
2012-4	0,0788	2,458764	0,03144654	12,20235	0,130653	0,106909	0,195252	0,557139	2,458764	-0,09058	0,075	0,005625	0,00863
2013-1	0,0638	2,686076	0,04065041	12,72929	0,130653	-0,05588	0,20645	0,546829	2,686076	-0,08664	0,0788	0,006209	0,00336
2013-2	0,0616	2,723514	0,05273438	14,05238	0,130653	-0,03259	0,205047	0,548178	2,723514	-0,08779	0,0638	0,00407	-0,00987
2013-3	0,0627	2,704642	0,0742115	14,70472	0,130653	-0,00978	0,205456	0,547787	2,704642	-0,07284	0,0616	0,003795	-0,01639
2013-4	0,078	2,469836	0,12607945	15,99572	0,130653	0,023373	0,200122	0,552779	2,469836	-0,03388	0,0627	0,003931	-0,0293
2014-1	0,0792	2,453267	0,22699387	19,83657	0,130653	-0,24593	0,186211	0,564792	2,453267	0,028628	0,078	0,006084	-0,06771
2014-2	0,08	2,442347	0,01625	20,50098	0,226994	0,04473	0,163855	0,581819	2,442347	-0,18876	0,0792	0,006273	0,021984
2014-3	0,0739	2,528269	0,03690037	18,86958	0,226994	-0,00476	0,241287	0,506122	2,528269	-0,1518	0,08	0,0064	0,038298
2014-4	0,0744	2,520986	0,01423488	18,97637	0,226994	0,192783	0,228235	0,523265	2,520986	-0,17553	0,0739	0,005461	0,03723

Продовження Додатку У.3

БОЛІВІЯ

	dt	ln (1-dt)/dt	et=Et/Et-1-1	irt	emaxit(5)	mt=Mt/Mt-1-1	d*-	d*+	ln (1-dt)/dt	et-irt	dit-1	dit-1 ^2	emaxt-irt
2000-1	0,9338	-2,64658	0,063852	2,62	0,057136	-0,17653	0,243139	0,842399	-2,64658	0,037652	0,9337	0,871796	0,030936
2000-2	0,9364	-2,68943	-0,0911765	2,963333	0,057136	-0,0631	0,243139	0,842399	-2,68943	-0,12081	0,9338	0,871982	0,027502
2000-3	0,9379	-2,7149	0,01456311	3,7	0,057136	0,024884	0,136225	0,639587	-2,7149	-0,02244	0,9364	0,876845	0,020136
2000-4	0,9327	-2,62892	0,01754386	3,273333	0,057136	0,320579	0,192952	0,79101	-2,62892	-0,01519	0,9379	0,879656	0,024402
2001-1	0,9263	-2,5312	0,01567398	4,073333	0,063852	-0,23992	0,198336	0,798521	-2,5312	-0,02506	0,9327	0,869929	0,023119
2001-2	0,9261	-2,52827	0,0154321	4,35	0,063852	0,049773	0,191048	0,788191	-2,52827	-0,02807	0,9263	0,858032	0,020352
2001-3	0,9196	-2,43692	0,0212766	4,037846	0,063852	-0,07163	0,188891	0,784889	-2,43692	-0,0191	0,9261	0,857661	0,023473
2001-4	0,9088	-2,29907	0,01488095	5,95722	0,063852	0,373163	0,195408	0,794517	-2,29907	-0,04469	0,9196	0,845664	0,00428
2002-1	0,9186	-2,42348	0,02639296	6,840157	0,068468	-0,28318	0,17751	0,765274	-2,42348	-0,04201	0,9088	0,825917	6,65E-05
2002-2	0,9161	-2,3905	-0,1228571	7,263626	0,068468	0,086746	0,179286	0,768602	-2,3905	-0,19549	0,9186	0,843826	-0,00417
2002-3	0,9156	-2,38401	0,2019544	5,812302	0,068468	0,150867	0,110899	0,438757	-2,38401	0,143831	0,9161	0,839239	0,010345
2002-4	0,9154	-2,38143	0,01219512	7,141536	0,068468	0,058859	0,365815	0,890522	-2,38143	-0,05922	0,9156	0,838323	-0,00295
2003-1	0,9148	-2,3737	0,01606426	9,608567	0,085226	-0,17535	0,168288	0,746096	-2,3737	-0,08002	0,9154	0,837957	-0,01086
2003-2	0,9075	-2,28348	0,00790514	8,913367	0,085226	0,03811	0,156221	0,714985	-2,28348	-0,08123	0,9148	0,836859	-0,00391
2003-3	0,914	-2,36348	0,01176471	9,69	0,085226	-0,00643	0,15556	0,713038	-2,36348	-0,08514	0,9075	0,823556	-0,01167
2003-4	0,9051	-2,25522	0,00904393	9,38	0,085226	0,268455	0,153452	0,706626	-2,25522	-0,08476	0,914	0,835396	-0,00857
2004-1	0,9164	-2,39441	0,01024328	8,185433	0,085226	-0,22721	0,153655	0,707256	-2,39441	-0,07161	0,9051	0,819206	0,003372
2004-2	0,8954	-2,14713	0,00506971	5,2983	0,085226	0,055997	0,160942	0,728108	-2,14713	-0,04791	0,9164	0,839789	0,032243
2004-3	0,8773	-1,96711	0,0075662	4,465	0,085226	-0,01732	0,175408	0,761191	-1,96711	-0,03708	0,8954	0,801741	0,040576
2004-4	0,8595	-1,81114	0,06382979	3,817033	0,085226	0,336034	0,182607	0,774545	-1,81114	0,025659	0,8773	0,769655	0,047056
2005-1	0,8656	-1,8626	0,04705882	3,482567	0,201954	-0,17473	0,232088	0,83395	-1,8626	0,012233	0,8595	0,73874	0,167129
2005-2	0,8615	-1,8278	-0,0898876	2,9573	0,201954	0,097848	0,220341	0,823505	-1,8278	-0,11946	0,8656	0,749263	0,172381
2005-3	0,8426	-1,6777	0,08641975	3,2721	0,201954	0,107415	0,136812	0,64242	-1,6777	0,053699	0,8615	0,742182	0,169233
2005-4	0,8121	-1,46371	0	2,5442	0,201954	0,358425	0,258771	0,852523	-1,46371	-0,02544	0,8426	0,709975	0,176512
2006-1	0,8052	-1,41912	-0,0113636	2,244767	0,201954	-0,09703	0,190772	0,787775	-1,41912	-0,03381	0,8121	0,659506	0,179507
2006-2	0,7685	-1,19986	-0,0114943	2,296233	0,201954	0,148992	0,184857	0,778379	-1,19986	-0,03446	0,8052	0,648347	0,178992
2006-3	0,7652	-1,1814	-0,0116279	1,020167	0,201954	0,060316	0,184411	0,77763	-1,1814	-0,02183	0,7685	0,590592	0,191753
2006-4	0,7447	-1,07054	-0,0117647	0,57	0,201954	0,302762	0,193397	0,791655	-1,07054	-0,01746	0,7652	0,585531	0,196254
2007-1	0,7415	-1,05378	-0,0488095	0,748967	0,201954	-0,07117	0,196627	0,796207	-1,05378	-0,0563	0,7447	0,554578	0,194465

2007-2	0,7312	-1,00072	-0,0037547	1,47	0,201954	0,108614	0,170089	0,750112	-1,00072	-0,01845	0,7415	0,549822	0,187254
2007-3	0,6889	-0,79498	-0,0188442	0,25	0,201954	0,221645	0,195888	0,795187	-0,79498	-0,02134	0,7312	0,534653	0,199454
2007-4	0,6336	-0,54769	-0,0153649	1,946667	0,08642	0,294174	0,193753	0,792169	-0,54769	-0,03483	0,6889	0,474583	0,066953
2008-1	0,5956	-0,38716	-0,0182055	2,093333	0,08642	-0,01748	0,184152	0,777194	-0,38716	-0,03914	0,6336	0,401449	0,065486
2008-2	0,5447	-0,17928	-0,0370861	1,536667	0,08642	0,174365	0,181212	0,772091	-0,17928	-0,05245	0,5956	0,354739	0,071053
2008-3	0,5045	-0,018	0,0866575	0,343333	0,08642	0,104373	0,172501	0,755276	-0,018	0,083224	0,5447	0,296698	0,082986
2008-4	0,5318	-0,12737	-0,0253165	0,553333	0,086657	0,087103	0,290149	0,868079	-0,12737	-0,03085	0,5045	0,25452	0,081124
2009-1	0,5517	-0,20754	0	2,86	0,086657	-0,11089	0,186924	0,78177	-0,20754	-0,0286	0,5318	0,282811	0,058057
2009-2	0,5599	-0,24076	0	1,582233	0,086657	0,061849	0,188513	0,784297	-0,24076	-0,01582	0,5517	0,304373	0,070835
2009-3	0,5576	-0,23143	0	0,57	0,086657	0,154892	0,197858	0,797882	-0,23143	-0,0057	0,5599	0,313488	0,080957
2009-4	0,5229	-0,09166	0	1,213833	0,086657	0,216481	0,205654	0,80776	-0,09166	-0,01214	0,5576	0,310918	0,074519
2010-1	0,5191	-0,07644	0	0,410658	0,086657	0,07328	0,200655	0,801564	-0,07644	-0,00411	0,5229	0,273424	0,082551
2010-2	0,5115	-0,04601	0	0,6041	0,086657	-0,05771	0,206914	0,809248	-0,04601	-0,00604	0,5191	0,269465	0,080616
2010-3	0,5011	-0,0044	0	0,916957	0,086657	-0,04171	0,205386	0,80744	-0,0044	-0,00917	0,5115	0,261632	0,077488
2010-4	0,4332	0,268807	-0,025974	0,805297	0,086657	0,141686	0,202943	0,804459	0,268807	-0,03403	0,5011	0,251101	0,078605
2011-1	0,4208	0,31949	-0,0533333	0,777164	0,086657	0,028592	0,184708	0,778129	0,31949	-0,0611	0,4332	0,187662	0,078886
2011-2	0,418	0,330989	-0,0169014	1,042955	0,086657	-0,06217	0,167141	0,743459	0,330989	-0,02733	0,4208	0,177073	0,076228
2011-3	0,387	0,45994	-0,0014327	1,387516	0,086657	0,103074	0,189417	0,785705	0,45994	-0,01531	0,418	0,174724	0,072782
2011-4	0,3598	0,576232	-0,0014347	1,051402	0,086657	0,218765	0,198246	0,798402	0,576232	-0,01195	0,387	0,149769	0,076143
2012-1	0,3398	0,664186	0	1,816194	0,086657	-0,04943	0,2008	0,801751	0,664186	-0,01816	0,3598	0,129456	0,068496
2012-2	0,3211	0,748721	0	1,438838	0,086657	-0,0554	0,196106	0,79549	0,748721	-0,01439	0,3398	0,115464	0,072269
2012-3	0,3076	0,811364	0	1,212172	0,086657	0,061461	0,198942	0,799327	0,811364	-0,01212	0,3211	0,103105	0,074536
2012-4	0,2815	0,937033	0	1,066383	0,086657	0,222608	0,200668	0,80158	0,937033	-0,01066	0,3076	0,094618	0,075994
2013-1	0,2826	0,931601	0	1,11014	0,086657	-0,11358	0,201788	0,80301	0,931601	-0,0111	0,2815	0,079242	0,075556
2013-2	0,2712	0,988543	0	1,306206	0,086657	0,00398	0,201451	0,802582	0,988543	-0,01306	0,2712	0,079863	0,073595
2013-3	0,2519	1,088504	0	1,697427	0,086657	-0,01641	0,19995	0,80065	1,088504	-0,01697	0,2519	0,073549	0,069683
2013-4	0,228	1,219639	0	2,104354	0	0,211315	0,196993	0,796709	1,219639	-0,02104	0,2519	0,063454	-0,02104
2014-1	0,2343	1,184188	0	1,807063	0	-0,15546	0,193974	0,792486	1,184188	-0,01807	0,228	0,051984	-0,01807
2014-2	0,2281	1,219071	0	2,87051	0	0,061144	0,196174	0,795584	1,219071	-0,02871	0,2343	0,054896	-0,02871
2014-3	0,2279	1,220207	0	3,79139	0	0,044481	0,188438	0,78418	1,220207	-0,03791	0,2281	0,05203	-0,03791
2014-4	0,2281	1,219071	0	2,418304	0	0,268115	0,182042	0,773558	1,219071	-0,02418	0,2279	0,051938	-0,02418

Продовження Додатку У.3

ГАЇТІ

	dt	ln (1-dt)/dt	et=Et/Et-1-1	irt	emaxit(5)	mt=Mt/Mt-1-1	d*-	d*+	ln (1-dt)/dt	et-irt	dit-1	dit-1 ^2	emaxt-irt
2000-1	0,3581	0,58362	0,01027248	11,66667	0,223512	0,067205	0,294221	0,538821	0,58362	-0,10639	0,5592	0,312705	0,106845
2000-2	0,3757	0,50784	-0,0050201	14	0,223512	-0,03997	0,294221	0,538821	0,50784	-0,14502	0,3581	0,128236	0,083512
2000-3	0,4345	0,263514	0,2235116	17,75	0,223512	-0,18752	0,290548	0,542826	0,263514	0,046012	0,3757	0,14115	0,046012
2000-4	0,3888	0,452359	-0,0564948	19,41667	0,223512	0,201313	0,309705	0,524316	0,452359	-0,25066	0,4345	0,18879	0,029345
2001-1	0,3996	0,407132	0,03365385	19,58333	0,223512	-0,00961	0,280625	0,55325	0,407132	-0,16218	0,3888	0,151165	0,027678
2001-2	0,3978	0,41464	0,00718816	18,08333	0,223512	0,119348	0,288932	0,544607	0,41464	-0,17365	0,3996	0,15968	0,042678
2001-3	0,4106	0,361486	0,0495382	17,33333	0,223512	-0,02752	0,287855	0,545788	0,361486	-0,1238	0,3978	0,158245	0,050178
2001-4	0,423	0,31047	0,0468	16,66667	0,223512	0,005673	0,292559	0,54062	0,31047	-0,11987	0,4106	0,168592	0,056845
2002-1	0,4224	0,312929	0,02904089	13	0,223512	0,014703	0,292933	0,540213	0,312929	-0,10096	0,423	0,178929	0,093512
2002-2	0,4302	0,281035	0,00631266	12,5	0,223512	0,006303	0,294742	0,538262	0,281035	-0,11869	0,4224	0,178422	0,098512
2002-3	0,4502	0,199863	0,09225092	13	0,223512	-0,02027	0,293045	0,540091	0,199863	-0,03775	0,4302	0,185072	0,093512
2002-4	0,4746	0,101688	0,25709459	13,16667	0,257095	-0,15116	0,300944	0,531949	0,101688	0,125428	0,4502	0,20268	0,125428
2003-1	0,4926	0,029602	0,18005912	20,91667	0,257095	-0,03688	0,318842	0,517716	0,029602	-0,02911	0,4746	0,225245	0,047928
2003-2	0,4933	0,026802	-0,0528353	25,3	0,257095	0,11001	0,301815	0,531121	0,026802	-0,30584	0,4926	0,242655	0,004095
2003-3	0,4904	0,038405	0,00024044	25,6	0,257095	0,063915	0,275356	0,557509	0,038405	-0,25576	0,4933	0,243345	0,001095
2003-4	0,5066	-0,0264	0,03197115	26,07	0,257095	0,089467	0,280143	0,553694	-0,0264	-0,22873	0,4904	0,240492	-0,00361
2004-1	0,4889	0,044407	-0,0526438	25,56667	0,257095	0,068294	0,282691	0,55125	0,044407	-0,30831	0,5066	0,256644	0,001428
2004-2	0,4669	0,132594	-0,1069584	21,9	0,257095	0,105661	0,275116	0,557666	0,132594	-0,32596	0,4889	0,239023	0,038095
2004-3	0,4629	0,148673	0,00798458	15,56667	0,257095	0,043262	0,273396	0,558686	0,148673	-0,14768	0,4669	0,217996	0,101428
2004-4	0,47	0,120144	0,023764	10,73333	0,257095	0,017246	0,290297	0,543103	0,120144	-0,08357	0,4629	0,214276	0,149761
2005-1	0,4784	0,086454	0,01600854	5,233333	0,257095	-0,00117	0,296422	0,536487	0,086454	-0,03632	0,47	0,2209	0,204761
2005-2	0,4875	0,05001	0,02888655	3,85	0,257095	-0,03124	0,301087	0,531812	0,05001	-0,00961	0,4784	0,228867	0,218595
2005-3	0,51	-0,04001	0,08192956	0,6	0,257095	-0,05814	0,303805	0,529287	-0,04001	0,07593	0,4875	0,237656	0,251095
2005-4	0,517	-0,06803	0,01391838	2,033333	0,257095	0,054601	0,313037	0,521784	-0,06803	-0,00641	0,51	0,2601	0,236761
2006-1	0,5143	-0,05722	-0,0067473	2,866667	0,257095	0,026355	0,304135	0,52899	-0,05722	-0,03541	0,517	0,267289	0,228428
2006-2	0,513	-0,05201	-0,0728508	3,3	0,257095	0,094979	0,301179	0,531725	-0,05201	-0,10585	0,5143	0,264504	0,224095
2006-3	0,5053	-0,0212	-0,0126326	5,766667	0,257095	0,065323	0,294273	0,538765	-0,0212	-0,0703	0,513	0,263169	0,199428
2006-4	0,4928	0,028802	-0,0197032	5,666667	0,257095	0,084021	0,297717	0,53515	0,028802	-0,07637	0,5053	0,255328	0,200428
2007-1	0,5108	-0,04321	-0,0080919	3,9	0,257095	-0,01379	0,297123	0,535759	-0,04321	-0,04709	0,4928	0,242852	0,218095

2007-2	0,4911	0,035604	-0,0452632	3,866667	0,257095	0,072685	0,300009	0,532856	0,035604	-0,08393	0,5108	0,260917	0,218428
2007-3	0,5073	-0,0292	-0,005237	1,6	0,257095	0,043739	0,296387	0,536523	-0,0292	-0,02124	0,4911	0,241179	0,241095
2007-4	0,5093	-0,0372	0,02687725	0,9	0,257095	0,027994	0,302614	0,530374	-0,0372	0,017877	0,5073	0,257353	0,248095
2008-1	0,5137	-0,05481	0,03291959	0,289167	0,180059	-0,03878	0,306676	0,526783	-0,05481	0,030028	0,5093	0,259386	0,177167
2008-2	0,5208	-0,08325	0,02507837	0,17	0,08193	0,054059	0,307972	0,525706	-0,08325	0,023378	0,5137	0,263888	0,08023
2008-3	0,5331	-0,13259	0,01962283	0,553333	0,08193	0,008014	0,307261	0,526293	-0,13259	0,01409	0,5208	0,271233	0,076396
2008-4	0,521	-0,08405	0,00499875	1,08	0,08193	0,065762	0,306276	0,527122	-0,08405	-0,0058	0,5331	0,284196	0,07113
2009-1	0,5198	-0,07924	0,00920169	0,186667	0,08193	0,009098	0,304198	0,528934	-0,07924	0,007335	0,521	0,271441	0,080063
2009-2	0,5356	-0,14264	0,00961065	0,606667	0,08193	-0,03209	0,305566	0,527732	-0,14264	0,003544	0,5198	0,270192	0,075863
2009-3	0,5378	-0,15149	0,01440078	0,693333	0,08193	0,051501	0,305169	0,528076	-0,15149	0,007467	0,5356	0,286867	0,074996
2009-4	0,5468	-0,18775	0,0166025	0,723333	0,08193	0,039833	0,30558	0,52772	-0,18775	0,009369	0,5378	0,289229	0,074696
2010-1	0,5479	-0,19219	-0,0655621	0,23	0,08193	0,165026	0,305779	0,527547	-0,19219	-0,06786	0,5468	0,29899	0,07963
2010-2	0,548	-0,19259	0,00861196	0,483333	0,08193	0,124692	0,297956	0,534906	-0,19259	0,003779	0,5479	0,300194	0,077096
2010-3	0,553	-0,2128	0,00200904	-0,06333	0,08193	0,104214	0,305194	0,528055	-0,2128	0,002642	0,548	0,300304	0,082563
2010-4	0,5554	-0,22251	0,00401003	0,956667	0,03292	0,048978	0,305075	0,528158	-0,22251	-0,00556	0,553	0,305809	0,023353
2011-1	0,5635	-0,25538	0,00449326	0,116667	0,03292	0,018088	0,304224	0,528911	-0,25538	0,003327	0,5554	0,308469	0,031753
2011-2	0,5649	-0,26107	0,00149105	0,16	0,03292	0,010273	0,305147	0,528096	-0,26107	-0,00011	0,5635	0,317532	0,03132
2011-3	0,5697	-0,28063	0,01116625	0,036667	0,03292	-0,01864	0,304789	0,52841	-0,28063	0,0108	0,5649	0,319112	0,032553
2011-4	0,5745	-0,30024	0,00638037	0,173333	0,03292	0,023926	0,305929	0,527418	-0,30024	0,004647	0,5697	0,324558	0,031186
2012-1	0,5756	-0,30474	0,01389905	0,073333	0,03292	-0,01932	0,305284	0,527976	-0,30474	0,013166	0,5745	0,33005	0,032186
2012-2	0,5766	-0,30883	0,00986051	0,216667	0,03292	0,06364	0,306179	0,527205	-0,30883	0,007694	0,5756	0,331315	0,030753
2012-3	0,5648	-0,26067	0,0064301	0,343333	0,03292	-0,00282	0,305603	0,527699	-0,26067	0,002997	0,5766	0,332468	0,029486
2012-4	0,5579	-0,23264	0,00709891	0,15	0,03292	0,023579	0,305112	0,528126	-0,23264	0,005599	0,5648	0,318999	0,03142
2013-1	0,5511	-0,20512	0,00892857	0,41	0,03292	-0,03132	0,305384	0,527889	-0,20512	0,004829	0,5579	0,311252	0,02882
2013-2	0,5698	-0,28104	0,01816488	1,703333	0,025078	-0,04838	0,305303	0,527959	-0,28104	0,001132	0,5511	0,303711	0,008045
2013-3	0,5603	-0,24238	0,00091491	-0,13667	0,019623	0,015794	0,304918	0,528296	-0,24238	0,002282	0,5698	0,324672	0,02099
2013-4	0,5609	-0,24482	0,00297075	-0,04333	0,018165	-0,00647	0,305038	0,528191	-0,24482	0,003404	0,5603	0,313936	0,018598
2014-1	0,5651	-0,26189	0,01412622	0,486667	0,018165	-0,05757	0,305155	0,528089	-0,26189	0,00926	0,5609	0,314609	0,013298
2014-2	0,5775	-0,31252	0,01842283	2,76	0,018165	-0,03045	0,305768	0,527557	-0,31252	-0,00918	0,5651	0,319338	-0,00944
2014-3	0,568	-0,2737	0,00352967	1,703333	0,018423	0,033149	0,30385	0,529246	-0,2737	-0,0135	0,5775	0,333506	0,001389
2014-4	0,5491	-0,19703	0,02681908	1,903333	0,018423	0,012231	0,303405	0,529649	-0,19703	0,007786	0,568	0,322624	-0,00061

Продовження Додатку У.3

ГОНДУРАС

	dt	ln (1-dt)/dt	et=Et/Et-1-1	irt	emaxit(5)	mt=Mt/Mt-1-1 d*-	ln (1-dt)/dt	et-irt	dit-1	dit-1 ^2	emaxt-irt	
2000-1	0,2733	0,977944	0,04404613	9,94	0,235912	0,047011	0,226107	0,977944	-0,055354	0,2733	0,074693	0,136512
2000-2	0,2759	0,964891	0,00944032	8,406667	0,235912	-0,15776	0,226107	0,964891	-0,074626	0,2733	0,074693	0,151845
2000-3	0,2851	0,919303	0,01202405	7,806667	0,235912	-0,0255	0,214783	0,919303	-0,066043	0,2759	0,076121	0,157845
2000-4	0,2866	0,911955	0,01056106	7,463333	0,235912	0,144601	0,219792	0,911955	-0,064072	0,2851	0,081282	0,161278
2001-1	0,2896	0,897328	0,00783801	7,473333	0,235912	-0,07999	0,22095	0,897328	-0,066895	0,2866	0,08214	0,161178
2001-2	0,2924	0,883756	0,01231367	7,966667	0,235912	-0,05655	0,219292	0,883756	-0,067353	0,2896	0,083868	0,156245
2001-3	0,32	0,753772	0,00960307	8,283333	0,235912	-0,07367	0,219024	0,753772	-0,07323	0,2924	0,085498	0,153078
2001-4	0,304	0,828322	0,04629042	8,74	0,235912	0,121791	0,215594	0,828322	-0,04111	0,32	0,1024	0,148512
2002-1	0,311	0,795448	-0,0109091	9,536667	0,110905	0,006099	0,234642	0,795448	-0,106276	0,304	0,092416	0,015538
2002-2	0,3294	0,7109	0,01531863	10,04	0,110905	0,031548	0,196851	0,7109	-0,085081	0,311	0,096721	0,010505
2002-3	0,3203	0,752393	0,01508751	9,8	0,110905	-0,17491	0,208761	0,752393	-0,082912	0,3294	0,108504	0,012905
2002-4	0,3103	0,798717	0,05231867	9,403427	0,110905	0,232931	0,210003	0,798717	-0,041716	0,3203	0,102592	0,01687
2003-1	0,313	0,786131	-0,0225989	9,067565	0,061872	-0,1206	0,234276	0,786131	-0,113275	0,3103	0,096286	-0,0288
2003-2	0,3167	0,768979	0,01098266	8,670587	0,061872	0,021526	0,193014	0,768979	-0,075723	0,313	0,097969	-0,02483
2003-3	0,3262	0,725423	0,01372213	8,488888	0,061872	-0,07865	0,214147	0,725423	-0,071167	0,3167	0,100299	-0,02302
2003-4	0,3112	0,794515	0,01128032	8,511481	0,061872	0,249873	0,216795	0,794515	-0,073834	0,3262	0,106406	-0,02324
2004-1	0,3231	0,739562	0,01171221	8,617016	0,061872	-0,07103	0,215243	0,739562	-0,074458	0,3112	0,096845	-0,0243
2004-2	0,3226	0,741849	0,01323043	8,581521	0,061872	0,059352	0,214881	0,741849	-0,072585	0,3231	0,104394	-0,02394
2004-3	0,3198	0,754691	0,01305767	8,446667	0,061872	-0,03482	0,215969	0,754691	-0,071409	0,3226	0,104071	-0,02259
2004-4	0,3256	0,728154	0,01020408	8,373983	0,061872	0,232983	0,216654	0,728154	-0,073536	0,3198	0,102272	-0,02187
2005-1	0,3328	0,695548	0,01010101	8,393333	0,052319	-0,03165	0,215416	0,695548	-0,073832	0,3256	0,106015	-0,03161
2005-2	0,3423	0,653061	-0,0005263	8,413333	0,052319	-0,01587	0,215244	0,653061	-0,08466	0,3328	0,110756	-0,03181
2005-3	0,3265	0,724058	0,00579252	8,273333	0,052319	0,021951	0,209002	0,724058	-0,076941	0,3423	0,117169	-0,03041
2005-4	0,309	0,804799	0,0104712	8,053333	0,052319	0,137363	0,213442	0,804799	-0,070062	0,3265	0,106602	-0,02821
2006-1	0,3014	0,84064	0	7,69	0,052319	-0,04439	0,21744	0,84064	-0,0769	0,309	0,095481	-0,02458
2006-2	0,2984	0,854929	0	6,436667	0,052319	0,004553	0,213466	0,854929	-0,064367	0,3014	0,090842	-0,01205
2006-3	0,3049	0,824072	0	5,33	0,052319	0,017503	0,220777	0,824072	-0,0533	0,2984	0,089043	-0,00098
2006-4	0,2899	0,89587	0	4,463333	0,052319	0,228219	0,227329	0,89587	-0,044633	0,3049	0,092964	0,007685
2007-1	0,2854	0,917831	0	4,076667	0,052319	-0,03049	0,232519	0,917831	-0,040767	0,2899	0,084042	0,011552

2007-2	0,2799	0,944958	0	3,693333	0,052319	0,238785	0,234849	0,944958	-0,036933	0,2854	0,081453	0,015385
2007-3	0,274	0,974422	0	3,713333	0,052319	-0,03002	0,237168	0,974422	-0,037133	0,2799	0,078344	0,015185
2007-4	0,279	0,949427	0	3,88	0,052319	0,147206	0,237047	0,949427	-0,0388	0,274	0,075076	0,013519
2008-1	0,2826	0,931601	0	4	0,013722	0,016687	0,236038	0,931601	-0,04	0,279	0,077841	-0,02628
2008-2	0,2897	0,896842	0	4,84	0,013722	0,064245	0,235312	0,896842	-0,0484	0,2826	0,079863	-0,03468
2008-3	0,2982	0,855884	0	4,91	0,013722	-0,05564	0,230257	0,855884	-0,0491	0,2897	0,083926	-0,03538
2008-4	0,29	0,895384	0	6,32	0,01323	0,120741	0,229838	0,895384	-0,0632	0,2982	0,088923	-0,04997
2009-1	0,2745	0,97191	0	7,17	0,01323	0,120647	0,221464	0,97191	-0,0717	0,29	0,0841	-0,05847
2009-2	0,2739	0,974925	0	5,806667	0,01323	-0,00751	0,216484	0,974925	-0,058067	0,2745	0,07535	-0,04484
2009-3	0,299	0,852064	0	5,27	0,013058	-0,2519	0,224497	0,852064	-0,0527	0,2739	0,075021	-0,03964
2009-4	0,2938	0,876999	0	5,926667	0,010471	0,132902	0,227687	0,876999	-0,059267	0,299	0,089401	-0,0488
2010-1	0,2964	0,8645	0	6,266667	0,010471	0,020305	0,223786	0,8645	-0,062667	0,2938	0,086318	-0,0522
2010-2	0,282	0,934562	0	5,963333	0,010471	-0,13873	0,221778	0,934562	-0,059633	0,2964	0,087853	-0,04916
2010-3	0,2847	0,921266	0	5,443823	0,010471	-0,06585	0,223569	0,921266	-0,054438	0,282	0,079524	-0,04397
2010-4	0,2717	0,986015	0	5,0889	0,010471	0,369526	0,226652	0,986015	-0,050889	0,2847	0,081054	-0,04042
2011-1	0,2613	1,039223	0	4,99766	0	-0,14383	0,228768	1,039223	-0,049977	0,2717	0,073821	-0,04998
2011-2	0,268	1,004794	0	4,741677	0	0,026138	0,229314	1,004794	-0,047417	0,2613	0,068278	-0,04742
2011-3	0,2755	0,966894	0,01554404	4,328213	0	-0,06203	0,230847	0,966894	-0,027738	0,268	0,071824	-0,04328
2011-4	0,2677	1,006323	-0,0234694	4,287787	0,015544	0,292327	0,242765	1,006323	-0,066347	0,2755	0,0759	-0,02733
2012-1	0,2723	0,982984	0,01201672	4,463333	0,015544	-0,01706	0,219614	0,982984	-0,032617	0,2677	0,071663	-0,02909
2012-2	0,2781	0,953906	0,01135777	4,67626	0,015544	-0,02884	0,23979	0,953906	-0,035405	0,2723	0,074147	-0,03122
2012-3	0,299	0,852064	0,01225115	5,271733	0,015544	-0,1331	0,238095	0,852064	-0,040466	0,2781	0,07734	-0,03717
2012-4	0,288	0,905117	0,03883006	6,16662	0,015544	0,212456	0,235031	0,905117	-0,022836	0,299	0,089401	-0,04612
2013-1	0,2953	0,86978	-0,015534	7,207813	0,03883	0,042439	0,245767	0,86978	-0,087612	0,288	0,082944	-0,03325
2013-2	0,2968	0,862583	0,01183432	7,73139	0,03883	-0,13763	0,207317	0,862583	-0,06548	0,2953	0,087202	-0,03848
2013-3	0,2996	0,849203	0,00730994	7,49217	0,03883	-0,10596	0,220123	0,849203	-0,067612	0,2968	0,08809	-0,03609
2013-4	0,296	0,866419	0,00338655	7,224343	0,03883	0,325526	0,218872	0,866419	-0,068857	0,2996	0,08976	-0,03341
2014-1	0,2924	0,883756	0,00675024	7,04904	0,03883	-0,10682	0,218144	0,883756	-0,06374	0,296	0,087616	-0,03166
2014-2	0,294	0,876035	0,03448276	6,88555	0,03883	0,003556	0,221146	0,876035	-0,034373	0,2924	0,085498	-0,03003
2014-3	0,304	0,828322	-0,012963	6,573863	0,03883	-0,04832	0,238722	0,828322	-0,078702	0,294	0,086436	-0,02691
2014-4	0,3087	0,806204	0,01454034	6,452387	0,03883	0,287119	0,212425	0,806204	-0,049984	0,304	0,092416	-0,02569

Продовження Додатку У.3

НИКАРАГУА

	dt	ln (1-dt)/dt	et=Et/Et-1-1	irt	emaxit(5)	mt=Mt/Mt-1-1 d*-	ln (1-dt)/dt	et-irt	dit-1	dit-1 ^2	emaxt-irt	
2000-1	0,6756	-0,73362	0,07410646	-0,19667	0,120007	-0,04812	0,778888	-0,73362	0,076073	0,6788	0,460769	0,121973
2000-2	0,6863	-0,78288	0,01443464	2,593333	0,120007	-0,00024	0,778888	-0,78288	-0,0115	0,6756	0,456435	0,094073
2000-3	0,6944	-0,82077	0,01501976	2,85	0,120007	0,011011	0,737257	-0,82077	-0,01348	0,6863	0,471008	0,091507
2000-4	0,7027	-0,86019	0,03582555	2,490853	0,120007	-0,0237	0,736301	-0,86019	0,010917	0,6944	0,482191	0,095098
2001-1	0,6851	-0,77731	-0,0067669	2,225044	0,120007	-0,00239	0,748053	-0,77731	-0,02902	0,7027	0,493787	0,097756
2001-2	0,6838	-0,77129	0,01514005	3,073408	0,120007	0,004223	0,728808	-0,77129	-0,01559	0,6851	0,469362	0,089273
2001-3	0,7055	-0,87363	0,01491424	2,562588	0,120007	-0,0206	0,735282	-0,87363	-0,01071	0,6838	0,467582	0,094381
2001-4	0,7103	-0,89684	0,01469508	2,336149	0,120007	0,186844	0,737637	-0,89684	-0,00867	0,7055	0,49773	0,096645
2002-1	0,7232	-0,96039	0,02099928	1,418839	0,120007	-0,06854	0,738623	-0,96039	0,006811	0,7103	0,504526	0,105818
2002-2	0,7208	-0,94843	0,00780142	0,618019	0,120007	-0,0765	0,746079	-0,94843	0,001621	0,7232	0,523018	0,113827
2002-3	0,7216	-0,95241	0,01477833	0,799472	0,120007	0,082258	0,743581	-0,95241	0,006784	0,7208	0,519553	0,112012
2002-4	0,7254	-0,97141	0,01525659	0,575007	0,120007	0,090668	0,746066	-0,97141	0,009507	0,7216	0,520707	0,114257
2003-1	0,7218	-0,95341	0,01434426	0,919287	0,115984	-0,10686	0,747375	-0,95341	0,005151	0,7254	0,526205	0,106791
2003-2	0,7138	-0,91391	0,05723906	0,273908	0,115984	0,153693	0,74528	-0,91391	0,0545	0,7218	0,520995	0,113245
2003-3	0,7044	-0,86834	-0,0261146	0,170239	0,115984	-0,05792	0,768815	-0,86834	-0,02782	0,7138	0,50951	0,114282
2003-4	0,6974	-0,83495	0,01438849	0,527639	0,115984	0,206607	0,729387	-0,83495	0,009112	0,7044	0,496179	0,110708
2004-1	0,6905	-0,80246	0,01289491	0,703423	0,074106	-0,04667	0,747185	-0,80246	0,005861	0,6974	0,486367	0,067072
2004-2	0,6833	-0,76898	0,01209421	0,614967	0,074106	-0,02016	0,745622	-0,76898	0,005945	0,6905	0,47679	0,067957
2004-3	0,6822	-0,7639	0,01257862	0,962665	0,074106	0,045707	0,745662	-0,7639	0,002952	0,6833	0,466899	0,06448
2004-4	0,6893	-0,79685	0,01242236	0,929834	0,074106	0,158591	0,744222	-0,79685	0,003124	0,6822	0,465397	0,064808
2005-1	0,6779	-0,74414	0,01165644	0,564387	0,074106	-0,02019	0,744304	-0,74414	0,006013	0,6893	0,475134	0,068463
2005-2	0,6741	-0,72679	0,01273499	0,871028	0,057239	0,016025	0,745695	-0,72679	0,004025	0,6779	0,459548	0,048529
2005-3	0,6761	-0,73591	0,01197605	0,557427	0,057239	-0,04956	0,744738	-0,73591	0,006402	0,6741	0,454411	0,051665
2005-4	0,6809	-0,75791	0,01242604	0,578341	0,057239	0,193646	0,745882	-0,75791	0,006643	0,6761	0,457111	0,051456
2006-1	0,6764	-0,73728	0,01227352	0,574431	0,057239	-0,00095	0,745998	-0,73728	0,006529	0,6809	0,463625	0,051495
2006-2	0,6769	-0,73956	0,01212471	0,676302	0,057239	0,031459	0,745943	-0,73956	0,005362	0,6764	0,457517	0,050476
2006-3	0,6714	-0,71452	0,01254991	0,680873	0,057239	0,018242	0,745381	-0,71452	0,005741	0,6769	0,458194	0,05043
2006-4	0,6558	-0,64463	0,01239437	0,67252	0,057239	0,163221	0,745564	-0,64463	0,005669	0,6714	0,450778	0,050514
2007-1	0,646	-0,6015	0,01168614	0,567507	0,057239	-0,02989	0,745529	-0,6015	0,006011	0,6558	0,430074	0,051564

2007-2	0,659	-0,65884	0,01265127	0,616313	0,057239	-0,02565	0,745694	-0,65884	0,006488	0,646	0,417316	0,051076
2007-3	0,6529	-0,63181	0,01249321	1,09537	0,057239	0,03029	0,745923	-0,63181	0,00154	0,659	0,434281	0,046285
2007-4	0,6624	-0,67401	0,01233906	0,945356	0,057239	0,185478	0,743541	-0,67401	0,002885	0,6529	0,426278	0,047785
2008-1	0,6616	-0,67043	0,0127186	0,90242	0,057239	-0,06766	0,74419	-0,67043	0,003694	0,6624	0,438774	0,048215
2008-2	0,6819	-0,76252	0,0115123	0,626172	0,057239	-0,03617	0,744579	-0,76252	0,005251	0,6616	0,437715	0,050977
2008-3	0,6882	-0,79172	0,01241593	0,655504	0,014388	0,029478	0,745328	-0,79172	0,005861	0,6819	0,464988	0,007833
2008-4	0,685	-0,77685	0,01226367	1,027491	0,014388	0,084034	0,745622	-0,77685	0,001989	0,6882	0,473619	0,004114
2009-1	0,6659	-0,6897	0,03483089	0,531228	0,012895	-0,13188	0,743758	-0,6897	0,029519	0,685	0,469225	0,007583
2009-2	0,6864	-0,78334	-0,0102439	1,355936	0,034831	0,013405	0,756966	-0,78334	-0,0238	0,6659	0,443423	0,021272
2009-3	0,6659	-0,6897	0,01281419	1,130676	0,034831	-0,02693	0,731322	-0,6897	0,001507	0,6864	0,471145	0,023524
2009-4	0,6864	-0,78334	0,01216545	1,726578	0,034831	0,333102	0,743526	-0,78334	-0,0051	0,6659	0,443423	0,017565
2010-1	0,7123	-0,90658	0,03365385	0,702695	0,034831	-0,04577	0,740342	-0,90658	0,026627	0,6864	0,471145	0,027804
2010-2	0,732	-1,00479	-0,0088372	0,507289	0,034831	-0,07398	0,755584	-1,00479	-0,01391	0,7123	0,507371	0,029758
2010-3	0,7347	-1,0186	0,01220084	0,590408	0,034831	0,039005	0,736094	-1,0186	0,006297	0,732	0,535824	0,028927
2010-4	0,734	-1,01501	0,01251739	0,273122	0,034831	0,214669	0,745831	-1,01501	0,009786	0,7347	0,539784	0,0321
2011-1	0,7251	-0,9699	0,01190476	-0,0502	0,034831	-0,09877	0,74751	-0,9699	0,012407	0,734	0,538756	0,035333
2011-2	0,7324	-1,00683	0,01266968	0,274635	0,034831	0,01033	0,748769	-1,00683	0,009923	0,7251	0,52577	0,032085
2011-3	0,7264	-0,97643	0,01206434	0,421655	0,034831	0,030788	0,747575	-0,97643	0,007848	0,7324	0,53641	0,030614
2011-4	0,6982	-0,83874	0,01236203	0,04537	0,034831	0,274873	0,746578	-0,83874	0,011908	0,7264	0,527657	0,034377
2012-1	0,7009	-0,85159	0,01221108	0,122833	0,034831	-0,06277	0,748529	-0,85159	0,010983	0,6982	0,487483	0,033603
2012-2	0,7171	-0,93012	0,01249461	0,155542	0,034831	-0,05979	0,748085	-0,93012	0,010939	0,7009	0,491261	0,033275
2012-3	0,7224	-0,9564	0,01234043	0,122851	0,034831	-0,06804	0,748064	-0,9564	0,011112	0,7171	0,514232	0,033602
2012-4	0,743	-1,06162	0,04245481	0,218458	0,034831	0,216394	0,748147	-1,06162	0,04027	0,7224	0,521862	0,032646
2013-1	0,7315	-1,00225	-0,0173387	0,162216	0,042455	-0,11308	0,762086	-1,00225	-0,01896	0,743	0,552049	0,040833
2013-2	0,7311	-1,00021	0,01231022	0,013195	0,042455	-0,00311	0,733658	-1,00021	0,012178	0,7315	0,535092	0,042323
2013-3	0,7401	-1,04649	0,01216052	-0,08064	0,042455	0,014657	0,748659	-1,04649	0,012967	0,7311	0,534507	0,043261
2013-4	0,7378	-1,03457	0,0124149	-0,26558	0,042455	0,133138	0,749038	-1,03457	0,015071	0,7401	0,547748	0,045111
2014-1	0,7263	-0,97593	0,01226266	-0,30036	0,042455	-0,02952	0,750048	-0,97593	0,015266	0,7378	0,544349	0,045458
2014-2	0,7323	-1,00632	0,01211411	-0,15538	0,042455	0,009769	0,750142	-1,00632	0,013668	0,7263	0,527512	0,044009
2014-3	0,746	-1,07739	0,01235521	-0,16099	0,042455	-0,05982	0,749375	-1,07739	0,013965	0,7323	0,536263	0,044065
2014-4	0,7563	-1,1325	0,01258581	-0,13383	0,042455	0,18701	0,749517	-1,1325	0,013924	0,746	0,556516	0,043793

Продовження Додатку У.3

ПАРАГВАЙ

	dt	ln (1-dt)/dt	et=Et/Et-1-1	irt	emaxit(5)	mt=Mt/Mt-1-1	d*-	d*+	ln (1-dt)/dt	et-irt	dit-1	dit-1 ^2	emaxt-irt
2000-1	0,6207	-0,49252	0,11775292	11,49	0,251911	-0,18719	0,417041	0,812515	-0,49252	0,002853	0,6238	0,389126	0,137011
2000-2	0,6006	-0,40797	0	11,48333	0,251911	0,009464	0,417041	0,812515	-0,40797	-0,11483	0,6207	0,385268	0,137078
2000-3	0,5988	-0,40047	-0,0048578	10,46	0,251911	-0,05027	0,448565	0,828089	-0,40047	-0,10946	0,6006	0,36072	0,147311
2000-4	0,5865	-0,34952	0,01274946	11,2	0,251911	0,207786	0,44691	0,827532	-0,34952	-0,09925	0,5988	0,358561	0,139911
2001-1	0,6197	-0,48828	0,07289688	11,26333	0,251911	-0,22133	0,443828	0,826446	-0,48828	-0,03974	0,5865	0,343982	0,139278
2001-2	0,6172	-0,47768	0,05816596	9,433333	0,251911	-0,02619	0,42738	0,81912	-0,47768	-0,03617	0,6197	0,384028	0,157578
2001-3	0,6382	-0,56756	0,11198522	14,01333	0,251911	-0,1003	0,42647	0,818616	-0,56756	-0,02815	0,6172	0,380936	0,111778
2001-4	0,6393	-0,57233	0,05154408	16,35	0,251911	0,163109	0,424456	0,817452	-0,57233	-0,11196	0,6382	0,407299	0,088411
2002-1	0,6501	-0,61948	0,03188808	19,93333	0,143989	-0,20929	0,447676	0,827792	-0,61948	-0,16745	0,6393	0,408704	-0,05534
2002-2	0,6353	-0,55502	0,23376731	19,12667	0,143989	-0,18762	0,466038	0,833097	-0,55502	0,042501	0,6501	0,42263	-0,04728
2002-3	0,6542	-0,63755	0,00907612	23,62	0,233767	-0,03644	0,408349	0,805037	-0,63755	-0,22712	0,6353	0,403606	-0,00243
2002-4	0,672	-0,71724	0,18101849	22,13333	0,233767	0,225048	0,488937	0,838339	-0,71724	-0,04031	0,6542	0,427978	0,012434
2003-1	0,667	-0,69465	-0,0355524	24,07333	0,233767	-0,08625	0,427528	0,819201	-0,69465	-0,27629	0,672	0,451584	-0,00697
2003-2	0,6383	-0,56799	-0,091354	17,80333	0,233767	0,402769	0,510597	0,84288	-0,56799	-0,26939	0,667	0,444889	0,055734
2003-3	0,6392	-0,57189	-0,0011405	9,476667	0,233767	0,038226	0,507393	0,842211	-0,57189	-0,09591	0,6383	0,407427	0,139001
2003-4	0,5969	-0,39256	-0,037859	6,896667	0,233767	0,199054	0,442836	0,826081	-0,39256	-0,10683	0,6392	0,408577	0,164801
2004-1	0,5899	-0,36355	-0,0011466	6,856667	0,233767	0,069111	0,446107	0,827256	-0,36355	-0,06971	0,5969	0,35629	0,165201
2004-2	0,5849	-0,34292	-0,0077395	4,206667	0,233767	-0,0103	0,435352	0,823045	-0,34292	-0,04981	0,5899	0,347982	0,191701
2004-3	0,5704	-0,28348	-0,0008348	3,083333	0,233767	0,061653	0,42999	0,820498	-0,28348	-0,03167	0,5849	0,342108	0,202934
2004-4	0,5414	-0,16598	0,04577524	3,586667	0,233767	0,023128	0,425335	0,817968	-0,16598	0,009909	0,5704	0,325356	0,197901
2005-1	0,5395	-0,15833	0,01384809	1,67	0,233767	-0,08144	0,415432	0,811285	-0,15833	-0,00285	0,5414	0,293114	0,217067
2005-2	0,5446	-0,17888	-0,0228923	0,96	0,233767	-0,02431	0,418363	0,813479	-0,17888	-0,03249	0,5395	0,29106	0,224167
2005-3	0,5359	-0,14385	-0,0025742	0,416667	0,233767	0,010258	0,425542	0,818088	-0,14385	-0,00674	0,5446	0,296589	0,229601
2005-4	0,5134	-0,05361	-0,0001143	-1,1	0,233767	0,172693	0,419275	0,814121	-0,05361	0,010886	0,5359	0,287189	0,244767
2006-1	0,5149	-0,05962	-0,0365233	1,973333	0,233767	-0,05788	0,415211	0,811112	-0,05962	-0,05626	0,5134	0,26358	0,214034
2006-2	0,5135	-0,05401	-0,0448359	3,57	0,233767	0,066625	0,431698	0,821348	-0,05401	-0,08054	0,5149	0,265122	0,198067
2006-3	0,5034	-0,0136	-0,0391245	6,38	0,233767	0,053861	0,438384	0,824339	-0,0136	-0,10292	0,5135	0,263682	0,169967
2006-4	0,4768	0,092867	-0,0166454	7,726667	0,233767	0,253201	0,444928	0,826842	0,092867	-0,09391	0,5034	0,253412	0,156501
2007-1	0,453	0,188557	-0,0420361	7,48	0,233767	0,131833	0,442248	0,825861	0,188557	-0,11684	0,4768	0,227338	0,158967

2007-2	0,4478	0,209564	-0,0011375	3,443333	0,233767	-0,0186	0,449188	0,828294	0,209564	-0,03557	0,453	0,205209	0,199334
2007-3	0,4453	0,219679	-0,0137182	-0,47667	0,181018	0,02728	0,426319	0,818531	0,219679	-0,00895	0,4478	0,200525	0,185785
2007-4	0,4248	0,303099	-0,0580625	2,896667	0,181018	0,271813	0,419797	0,814481	0,303099	-0,08703	0,4453	0,198292	0,152052
2008-1	0,4245	0,304327	-0,0433247	2,26	0,045775	0,12663	0,440243	0,825088	0,304327	-0,06592	0,4248	0,180455	0,023175
2008-2	0,3825	0,47895	-0,1210195	0,81	0,045775	0,156876	0,434311	0,822577	0,47895	-0,12912	0,4245	0,1802	0,037675
2008-3	0,3812	0,484458	0,00422731	0,406667	0,045775	-0,03875	0,453078	0,82952	0,484458	0,000161	0,3825	0,146306	0,041709
2008-4	0,4386	0,246846	0,22426302	3,836667	0,045775	-0,07587	0,417663	0,812973	0,246846	0,185896	0,3812	0,145313	0,007409
2009-1	0,4533	0,187346	0,04966883	-1,25	0,224263	0,052666	0,382807	0,763367	0,187346	0,062169	0,4386	0,19237	0,236763
2009-2	0,4565	0,174441	-0,0216563	0,31	0,224263	0,144373	0,404337	0,800774	0,174441	-0,02476	0,4533	0,205481	0,221163
2009-3	0,447	0,212799	-0,0186262	1,726667	0,224263	-0,06588	0,423617	0,816946	0,212799	-0,03589	0,4565	0,208392	0,206996
2009-4	0,3978	0,41464	0,00449087	-0,33667	0,224263	0,261675	0,4264	0,818577	0,41464	0,007858	0,447	0,199809	0,22763
2010-1	0,4095	0,366033	-0,051188	-0,78	0,224263	-0,13534	0,415897	0,811647	0,366033	-0,04339	0,3978	0,158245	0,232063
2010-2	0,4155	0,341274	0,01235461	0,65	0,224263	0,026812	0,428319	0,819627	0,341274	0,005855	0,4095	0,16769	0,217763
2010-3	0,4199	0,323184	0,00675889	-0,39333	0,224263	-0,02162	0,416353	0,811997	0,323184	0,010692	0,4155	0,17264	0,228196
2010-4	0,4212	0,317849	-0,0448646	0,386667	0,224263	0,172359	0,415255	0,811146	0,317849	-0,04873	0,4199	0,176316	0,220396
2011-1	0,4219	0,314979	-0,058756	0,446667	0,224263	0,001224	0,429708	0,820354	0,314979	-0,06322	0,4212	0,177409	0,219796
2011-2	0,4097	0,365206	-0,0718797	2,62	0,224263	0,05345	0,433574	0,822239	0,365206	-0,09808	0,4219	0,178	0,198063
2011-3	0,408	0,372239	0,00543822	4,383333	0,224263	-0,00853	0,44348	0,826319	0,372239	-0,0384	0,4097	0,167854	0,18043
2011-4	0,3915	0,441011	0,105137	3,11	0,224263	0,113967	0,427037	0,818931	0,441011	0,074037	0,408	0,166464	0,193163
2012-1	0,4014	0,399635	-0,0329331	2,943333	0,224263	-0,06373	0,402005	0,798005	0,399635	-0,06237	0,3915	0,153272	0,19483
2012-2	0,4119	0,356116	0,05688813	1,403333	0,224263	-0,03944	0,433342	0,822131	0,356116	0,042855	0,4014	0,161122	0,21023
2012-3	0,3987	0,410885	-0,0249804	3,096667	0,224263	-0,0046	0,408276	0,804964	0,410885	-0,05595	0,4119	0,169662	0,193296
2012-4	0,3854	0,46669	-0,0306966	2,756667	0,224263	0,351238	0,431615	0,821308	0,46669	-0,05826	0,3987	0,158962	0,196696
2013-1	0,3819	0,481491	-0,0669586	2,57	0,224263	-0,07905	0,432235	0,821607	0,481491	-0,09266	0,3854	0,148533	0,198563
2013-2	0,4082	0,371411	0,10063475	2,976667	0,224263	-0,15349	0,441881	0,825722	0,371411	0,070868	0,3819	0,145848	0,194496
2013-3	0,4147	0,344569	0,00956338	1,2	0,224263	0,01886	0,402621	0,798759	0,344569	-0,00244	0,4082	0,166627	0,212263
2013-4	0,4038	0,389656	0,01744774	1,256667	0,224263	0,15389	0,418266	0,813409	0,389656	0,004881	0,4147	0,171976	0,211696
2014-1	0,4277	0,291241	-0,022153	3,763333	0,105137	-0,04989	0,416576	0,812165	0,291241	-0,05979	0,4038	0,163054	0,067504
2014-2	0,4357	0,258632	-0,0042972	1,786667	0,105137	-0,00458	0,432644	0,821803	0,258632	-0,02216	0,4277	0,182927	0,08727
2014-3	0,435	0,26148	-0,0159804	1,92	0,105137	0,004114	0,42298	0,816555	0,26148	-0,03518	0,4357	0,189834	0,085937
2014-4	0,4369	0,253753	0,0672576	3,24	0,105137	0,156732	0,42622	0,818475	0,253753	0,034858	0,435	0,189225	0,072737

Продовження Додатку У.3

ЦЕРУ

	dt	ln (1-dt)/dt	et=Et/Et-1-1	irt	emaxit(5)	mt=Mt/Mt-1-1	d*-	d*+	ln (1-dt)/dt	et-irt	dit-1	dit-1 ^2	emaxt-irt
2000-1	0,7339	-1,0145	0,03152709	5,696667	0,154721	-0,15465	0,545064	0,860811	-1,0145	-0,02544	0,733	0,537289	0,097755
2000-2	0,7416	-1,0543	0,01453488	5,28	0,154721	-3,5E-05	0,545064	0,860811	-1,0543	-0,03827	0,7339	0,538609	0,101921
2000-3	0,733	-1,0099	0	4,826667	0,154721	-0,02209	0,575617	0,869565	-1,0099	-0,04827	0,7416	0,549971	0,106455
2000-4	0,7383	-1,03715	0,00859599	4,676667	0,154721	0,155382	0,600792	0,876085	-1,03715	-0,03817	0,733	0,537289	0,107955
2001-1	0,7449	-1,07159	0	4,553333	0,154721	-0,11967	0,575385	0,869503	-1,07159	-0,04553	0,7383	0,545087	0,109188
2001-2	0,7445	-1,06949	0,00284091	4,69	0,154721	0,015263	0,593792	0,87433	-1,06949	-0,04406	0,7449	0,554876	0,107821
2001-3	0,7409	-1,05065	-0,0113314	4,353333	0,154721	0,025753	0,590054	0,873375	-1,05065	-0,05486	0,7445	0,55428	0,111188
2001-4	0,7201	-0,94496	-0,0143266	3,553333	0,154721	0,204854	0,618069	0,880242	-0,94496	-0,04986	0,7409	0,548933	0,119188
2002-1	0,707	-0,88086	0,00581395	2,4	0,154721	-0,05392	0,604915	0,877099	-0,88086	-0,01819	0,7201	0,518544	0,130721
2002-2	0,7127	-0,90853	0,00578035	1,6	0,154721	0,00296	0,528615	0,855661	-0,90853	-0,01022	0,707	0,499849	0,138721
2002-3	0,7257	-0,97291	0,04022989	1,685524	0,154721	-0,01144	0,51122	0,849835	-0,97291	0,023375	0,7127	0,507941	0,137866
2002-4	0,7164	-0,92667	-0,0276243	2,332841	0,04023	0,160121	0,445137	0,823272	-0,92667	-0,05095	0,7257	0,52664	0,016901
2003-1	0,7064	-0,87796	-0,0113636	2,268729	0,04023	-0,09443	0,607761	0,877791	-0,87796	-0,03405	0,7164	0,513229	0,017543
2003-2	0,71	-0,89538	0	2,15134	0,04023	0,037559	0,565367	0,866738	-0,89538	-0,02151	0,7064	0,499001	0,018716
2003-3	0,6976	-0,8359	0	1,974566	0,04023	0,01748	0,536087	0,858041	-0,8359	-0,01975	0,71	0,5041	0,020484
2003-4	0,6948	-0,82266	-0,0028736	1,718895	0,04023	0,168442	0,532102	0,85678	-0,82266	-0,02006	0,6976	0,486646	0,023041
2004-1	0,6818	-0,76206	0	1,425935	0,04023	-0,051	0,532814	0,857007	-0,76206	-0,01426	0,6948	0,482747	0,025971
2004-2	0,6932	-0,81512	0,00288184	1,347465	0,04023	0,056294	0,519954	0,852812	-0,81512	-0,01059	0,6818	0,464851	0,026755
2004-3	0,6807	-0,75699	-0,0344828	1,309161	0,04023	0,07227	0,512019	0,850112	-0,75699	-0,04757	0,6932	0,480526	0,027138
2004-4	0,6669	-0,6942	-0,0238095	1,245323	0,04023	0,230756	0,599011	0,875642	-0,6942	-0,03626	0,6807	0,463352	0,027777
2005-1	0,6337	-0,54812	-0,0060976	1,147345	0,04023	-0,04341	0,570721	0,868228	-0,54812	-0,01757	0,6669	0,444756	0,028756
2005-2	0,6422	-0,58493	-0,0030675	1,153889	0,04023	0,082114	0,527248	0,855217	-0,58493	-0,01461	0,6337	0,401576	0,028691
2005-3	0,6481	-0,6107	0,01846154	1,003333	0,04023	0,033085	0,520713	0,853065	-0,6107	0,008428	0,6422	0,412421	0,030197
2005-4	0,665	-0,68566	0,03625378	0,773333	0,04023	0,124613	0,473133	0,835495	-0,68566	0,02852	0,6481	0,420034	0,032497
2006-1	0,6499	-0,6186	-0,0262391	0,9	0,04023	-0,04144	0,435995	0,81891	-0,6186	-0,03524	0,665	0,442225	0,03123
2006-2	0,6502	-0,61992	-0,0239521	2,308557	0,04023	0,039458	0,568236	0,86754	-0,61992	-0,04704	0,6499	0,42237	0,017144
2006-3	0,6381	-0,56713	-0,0030675	2,177516	0,04023	0,046936	0,597633	0,875298	-0,56713	-0,02484	0,6502	0,42276	0,018455
2006-4	0,6264	-0,5168	-0,0123077	1,12	0,04023	0,216537	0,543688	0,860393	-0,5168	-0,02351	0,6381	0,407172	0,02903
2007-1	0,6011	-0,41005	-0,0062305	1,02	0,04023	-0,03738	0,540625	0,859454	-0,41005	-0,01643	0,6264	0,392377	0,03003

2007-2	0,5933	-0,37762	-0,0062696	0,876667	0,04023	0,059228	0,524722	0,854392	-0,37762	-0,01504	0,6011	0,361321	0,031463
2007-3	0,5902	-0,36479	-0,0094637	0,881847	0,04023	0,069929	0,521655	0,853379	-0,36479	-0,01828	0,5933	0,352005	0,031411
2007-4	0,5795	-0,32072	-0,0509554	0,87106	0,036254	0,252911	0,528829	0,85573	-0,32072	-0,05967	0,5902	0,348336	0,027543
2008-1	0,4763	0,094871	-0,057047	0,632542	0,036254	0,116331	0,630984	0,883195	0,094871	-0,06337	0,5795	0,33582	0,029928
2008-2	0,4857	0,057216	0,02846975	0,756067	0,036254	0,071016	0,641154	0,885434	0,057216	0,020909	0,4763	0,226862	0,028693
2008-3	0,5324	-0,12978	0,02768166	1,288995	0,036254	-0,04609	0,449606	0,825334	-0,12978	0,014792	0,4857	0,235904	0,023364
2008-4	0,5634	-0,25497	0,05050505	1,898197	0,036254	0,050341	0,460947	0,830372	-0,25497	0,031523	0,5324	0,28345	0,017272
2009-1	0,5747	-0,30105	0,01923077	2,38234	0,050505	-0,13199	0,430774	0,816328	-0,30105	-0,00459	0,5634	0,31742	0,026682
2009-2	0,5594	-0,23873	-0,0597484	1,960853	0,050505	0,053716	0,499345	0,845613	-0,23873	-0,07936	0,5747	0,33028	0,030897
2009-3	0,5528	-0,21199	-0,0267559	1,146937	0,050505	0,083364	0,68707	0,894691	-0,21199	-0,03823	0,5594	0,312928	0,039036
2009-4	0,5436	-0,17484	-0,0103093	0,7606	0,050505	0,157575	0,575519	0,869539	-0,17484	-0,01792	0,5528	0,305588	0,042899
2010-1	0,5077	-0,0308	-0,0138889	0,614147	0,050505	-0,02083	0,528013	0,855466	-0,0308	-0,02003	0,5436	0,295501	0,044364
2010-2	0,521	-0,08405	0	0,600007	0,050505	0,048467	0,532742	0,856984	-0,08405	-0,006	0,5077	0,257759	0,044505
2010-3	0,4934	0,026402	-0,0176056	0,691833	0,050505	0,101622	0,502283	0,846678	0,026402	-0,02452	0,521	0,271441	0,043587
2010-4	0,4803	0,078841	0,00716846	1,065667	0,050505	0,32245	0,542955	0,860169	0,078841	-0,00349	0,4934	0,243444	0,039848
2011-1	0,485	0,060018	-0,0106762	1,139267	0,050505	-0,11781	0,497053	0,844774	0,060018	-0,02207	0,4803	0,230688	0,039112
2011-2	0,5006	-0,0024	-0,0071942	1,6453	0,050505	0,102548	0,537347	0,858436	-0,0024	-0,02365	0,485	0,235225	0,034052
2011-3	0,4815	0,074034	-0,0036232	1,810667	0,050505	0,043979	0,540944	0,859552	0,074034	-0,02173	0,5006	0,2506	0,032398
2011-4	0,4767	0,093268	-0,0181818	1,876667	0,050505	0,197644	0,536578	0,858195	0,093268	-0,03695	0,4815	0,231842	0,031738
2012-1	0,4459	0,21725	-0,0111111	1,696367	0,050505	0,008915	0,572392	0,868687	0,21725	-0,02807	0,4767	0,227243	0,033541
2012-2	0,4474	0,211181	0	1,534333	0,050505	0,019405	0,551186	0,862646	0,211181	-0,01534	0,4459	0,198827	0,035162
2012-3	0,4312	0,276957	-0,0262172	1,745833	0,050505	0,199331	0,522328	0,853602	0,276957	-0,04368	0,4474	0,200167	0,033047
2012-4	0,4222	0,313749	-0,0115385	1,5339	0,050505	0,13128	0,589086	0,873125	0,313749	-0,02688	0,4312	0,185933	0,035166
2013-1	0,3972	0,417146	0,0077821	1,222567	0,050505	0,012811	0,548395	0,861815	0,417146	-0,00444	0,4222	0,178253	0,038279
2013-2	0,4271	0,293693	0,06177606	1,684233	0,050505	-0,09871	0,499035	0,8455	0,293693	0,044934	0,3972	0,157768	0,033663
2013-3	0,4636	0,145858	0,01090909	1,853567	0,061776	-0,04822	0,408455	0,804462	0,145858	-0,00763	0,4271	0,182414	0,04324
2013-4	0,4771	0,091664	0,00359712	1,9078	0,061776	0,033248	0,505706	0,847901	0,091664	-0,01548	0,4636	0,214925	0,042698
2014-1	0,4947	0,021201	0,00716846	1,925	0,061776	-0,10798	0,522631	0,853703	0,021201	-0,01208	0,4771	0,227624	0,042526
2014-2	0,4788	0,084851	-0,0071174	1,992167	0,061776	0,023698	0,515224	0,851213	0,084851	-0,02704	0,4947	0,244728	0,041854
2014-3	0,486	0,056015	0,02867384	1,994567	0,061776	-0,04256	0,548771	0,861927	0,056015	0,008728	0,4788	0,229249	0,04183
2014-4	0,4721	0,111716	0,03135889	1,934533	0,061776	0,112627	0,472549	0,835256	0,111716	0,012014	0,486	0,236196	0,042431

Продовження Додатку У.3

УРУГВАЙ

	dt	ln (1-dt)/dt	et=Et/Et-1-1	irt	emaxit(5)	mt=Mt/Mt-1-1	d*-	d*+	ln (1-dt)/dt	et-irt	dit-1	dit-1 ^2	emaxt-irt
2000-1	0,8694	-1,89566	0,06704926	14,04321	0,258744	-0,16854	0,746115	0,951153	-1,89566	-0,07338	0,868	0,753424	0,118312
2000-2	0,8759	-1,95416	0,05663567	12,4913	0,258744	0,025732	0,746115	0,951153	-1,95416	-0,06828	0,8694	0,755856	0,133831
2000-3	0,8791	-1,98393	-0,0104	11,18035	0,258744	-0,15717	0,745372	0,950973	-1,98393	-0,1222	0,8759	0,767201	0,146941
2000-4	0,8777	-1,97083	0,00646726	12,12609	0,258744	0,192467	0,753758	0,952791	-1,97083	-0,11479	0,8791	0,772817	0,137483
2001-1	0,8813	-2,0048	0,02811245	11,32297	0,255605	-0,14872	0,752531	0,95255	-2,0048	-0,08512	0,8777	0,770357	0,142375
2001-2	0,8883	-2,07349	0,04453125	13,25031	0,255605	-0,02693	0,747861	0,951558	-2,07349	-0,08797	0,8813	0,77669	0,123101
2001-3	0,895	-2,14286	0,01645475	21,5257	0,255605	-0,03753	0,748295	0,951656	-2,14286	-0,1988	0,8883	0,789077	0,040348
2001-4	0,9079	-2,28826	0,0522443	21,17819	0,255605	0,060951	0,768072	0,955138	-2,28826	-0,15954	0,895	0,801025	0,043823
2002-1	0,9013	-2,21175	0,06433566	38,07503	0,184399	-0,17618	0,760341	0,953965	-2,21175	-0,31641	0,9079	0,824282	-0,19635
2002-2	0,9009	-2,20726	0,17017083	57,59628	0,184399	-0,21055	0,797497	0,958318	-2,20726	-0,40579	0,9013	0,812342	-0,39156
2002-3	0,9169	-2,40095	0,62605278	71,16776	0,170171	-0,16596	0,828134	0,960389	-2,40095	-0,08562	0,9009	0,811621	-0,54151
2002-4	0,9148	-2,3737	-0,059047	69,01484	0,626053	0,197106	0,747938	0,951576	-2,3737	-0,7492	0,9169	0,840706	-0,0641
2003-1	0,9077	-2,28587	0,05431193	53,46461	0,626053	-0,07948	1,061894	0,965227	-2,28587	-0,48033	0,9148	0,836859	0,091407
2003-2	0,9023	-2,22305	-0,0703098	34,78627	0,626053	0,152157	0,860954	0,961856	-2,22305	-0,41817	0,9077	0,823919	0,27819
2003-3	0,9036	-2,23788	0,04305504	13,69639	0,626053	-0,03106	0,833082	0,96065	-2,23788	-0,09391	0,9023	0,814145	0,489089
2003-4	0,9034	-2,23559	0,04953338	7,155039	0,626053	0,080045	0,749206	0,951857	-2,23559	-0,02202	0,9036	0,816493	0,554502
2004-1	0,9024	-2,22418	0,01470588	4,921349	0,626053	-0,07567	0,739061	0,94927	-2,22418	-0,03451	0,9034	0,816132	0,576839
2004-2	0,9063	-2,26927	0,00202224	4,617529	0,626053	-0,07481	0,740694	0,949745	-2,26927	-0,04415	0,9024	0,814326	0,579877
2004-3	0,901	-2,20839	-0,0602085	6,169601	0,626053	0,047877	0,74199	0,950104	-2,20839	-0,1219	0,9063	0,82138	0,564357
2004-4	0,8881	-2,07148	-0,0493916	4,954041	0,626053	0,372316	0,753708	0,952781	-2,07148	-0,09893	0,901	0,811801	0,576512
2005-1	0,8739	-1,93589	-0,0391566	3,05553	0,626053	0,189038	0,749989	0,952026	-1,93589	-0,06971	0,8881	0,788722	0,595497
2005-2	0,8739	-1,93589	-0,0497649	2,245498	0,626053	0,08988	0,74558	0,951024	-1,93589	-0,07222	0,8739	0,763701	0,603598
2005-3	0,8687	-1,88951	0,02268041	0,545672	0,626053	-0,03348	0,745945	0,951112	-1,88951	0,017224	0,8739	0,763701	0,620596
2005-4	0,8544	-1,76954	-0,0467742	0,403543	0,626053	0,355999	0,734236	0,947688	-1,76954	-0,05081	0,8687	0,75464	0,622017
2006-1	0,8458	-1,70203	0,02664975	0,264987	0,626053	-0,05446	0,742902	0,950348	-1,70203	0,024	0,8544	0,729999	0,623403
2006-2	0,8432	-1,68223	-0,0168933	0,163458	0,626053	0,067669	0,733446	0,9474	-1,68223	-0,01853	0,8458	0,715378	0,624418
2006-3	0,8405	-1,66195	0,00251467	-0,03337	0,626053	-0,11553	0,738614	0,949135	-1,66195	0,002848	0,8432	0,710986	0,626386
2006-4	0,835	-1,62149	0,02132107	0,004844	0,626053	0,219675	0,735953	0,948284	-1,62149	0,021273	0,8405	0,70644	0,626004
2007-1	0,8162	-1,49081	-0,0057307	-0,06777	0,626053	0,043431	0,733763	0,947516	-1,49081	-0,00505	0,835	0,697225	0,62673

2007-2	0,8246	-1,54783	-0,0148209	0,133101	0,626053	-0,05002	0,736921	0,948603	-1,54783	-0,01615	0,8162	0,666182	0,624722
2007-3	0,8159	-1,48881	-0,0284162	0,679059	0,626053	0,17233	0,738312	0,949042	-1,48881	-0,03521	0,8246	0,679965	0,619262
2007-4	0,7822	-1,27853	-0,0670968	1,205596	0,054312	0,136079	0,740787	0,949772	-1,27853	-0,07915	0,8159	0,665693	0,042256
2008-1	0,7683	-1,19874	-0,0488704	1,537329	0,054312	0,079026	0,746967	0,951353	-1,19874	-0,06424	0,7822	0,611837	0,038939
2008-2	0,7647	-1,17862	-0,0557441	1,882385	0,049533	0,191279	0,744792	0,950831	-1,17862	-0,07457	0,7683	0,590285	0,03071
2008-3	0,7814	-1,27384	0,04825462	1,804008	0,049533	-0,1417	0,746289	0,951194	-1,27384	0,030215	0,7647	0,584766	0,031493
2008-4	0,8069	-1,42999	0,19147894	3,016041	0,049533	0,037118	0,732732	0,947131	-1,42999	0,161319	0,7814	0,610586	0,019373
2009-1	0,8147	-1,48084	-0,0147965	2,871706	0,191479	0,021862	0,719534	0,94015	-1,48084	-0,04351	0,8069	0,651088	0,162762
2009-2	0,8147	-1,48084	-0,0254485	2,828188	0,191479	-0,02784	0,741903	0,950081	-1,48084	-0,05373	0,8147	0,663736	0,163197
2009-3	0,8033	-1,40705	-0,0616438	3,146572	0,191479	0,128224	0,743308	0,950454	-1,40705	-0,09311	0,8147	0,663736	0,160013
2009-4	0,7683	-1,19874	-0,1012774	3,791815	0,191479	0,178523	0,749082	0,95183	-1,19874	-0,1392	0,8033	0,645291	0,153561
2010-1	0,7618	-1,16257	-0,0045685	3,664785	0,191479	0,047867	0,756668	0,953333	-1,16257	-0,04122	0,7683	0,590285	0,154831
2010-2	0,7745	-1,2339	0,04283529	3,852594	0,191479	-0,1483	0,741592	0,949996	-1,2339	0,004309	0,7618	0,580339	0,152953
2010-3	0,7698	-1,20718	0,00488998	3,723388	0,191479	0,151981	0,735776	0,948225	-1,20718	-0,03234	0,7745	0,59985	0,154245
2010-4	0,7428	-1,06057	-0,0277372	3,749577	0,191479	0,10442	0,740408	0,949664	-1,06057	-0,06523	0,7698	0,592592	0,153983
2011-1	0,7393	-1,04233	-0,0325325	4,064897	0,191479	-0,05931	0,744933	0,950866	-1,04233	-0,07318	0,7428	0,551752	0,15083
2011-2	0,7322	-1,00581	-0,0419038	4,4596	0,191479	0,111979	0,746086	0,951146	-1,00581	-0,0865	0,7393	0,546564	0,146883
2011-3	0,7446	-1,07002	0,05615551	4,088204	0,191479	-0,13983	0,748071	0,951605	-1,07002	0,015273	0,7322	0,536117	0,150597
2011-4	0,7229	-0,95889	0,0204499	4,49168	0,191479	0,174686	0,734466	0,94777	-0,95889	-0,02447	0,7446	0,554429	0,146562
2012-1	0,718	-0,93456	-0,0215431	4,258405	0,191479	0,304783	0,739378	0,949364	-0,93456	-0,06413	0,7229	0,522584	0,148895
2012-2	0,7456	-1,07528	0,11059908	4,325746	0,191479	-0,25237	0,744775	0,950827	-1,07528	0,067342	0,718	0,515524	0,148221
2012-3	0,7495	-1,09595	-0,02213	4,448958	0,191479	-0,01205	0,728655	0,945428	-1,09595	-0,06662	0,7456	0,555919	0,146989
2012-4	0,7207	-0,94794	-0,0900519	3,870567	0,191479	0,262497	0,745133	0,950915	-0,94794	-0,12876	0,7495	0,56175	0,152773
2013-1	0,7135	-0,91244	-0,015544	4,082484	0,191479	0,114248	0,754864	0,953001	-0,91244	-0,05637	0,7207	0,519408	0,150654
2013-2	0,7341	-1,01552	0,08736842	4,246554	0,191479	-0,06279	0,743676	0,950549	-1,01552	0,044903	0,7135	0,509082	0,149013
2013-3	0,7583	-1,14338	0,07066796	4,541307	0,191479	-0,14831	0,731081	0,946478	-1,14338	0,025255	0,7341	0,538903	0,146066
2013-4	0,7366	-1,02837	-0,0357143	4,941796	0,191479	0,222179	0,733301	0,947346	-1,02837	-0,08513	0,7583	0,575019	0,142061
2014-1	0,7572	-1,13739	0,05954055	4,80204	0,110599	-0,10745	0,747864	0,951559	-1,13739	0,01152	0,7366	0,54258	0,062579
2014-2	0,7642	-1,17585	0,01371681	4,603141	0,110599	0,020207	0,734911	0,947927	-1,17585	-0,03231	0,7572	0,573352	0,064568
2014-3	0,7819	-1,27677	0,05979921	4,366233	0,110599	-0,08967	0,740404	0,949663	-1,27677	0,016137	0,7642	0,584002	0,066937
2014-4	0,7661	-1,18642	0,01729819	4,853288	0,110599	0,17633	0,734364	0,947734	-1,18642	-0,03123	0,7819	0,611368	0,062066

Продовження Додатку У.3

ЧИЛІ

	dt	ln (1-dt)/dt	et=Et/Et-1-1	irt	emaxit(5)	mt=Mt/Mt-1-1	d*- d*+	ln (1-dt)/dt	et-irt	dit-1	dit-1 ^2	emaxt-irt	
2000-1			0,06055866	4,710368	0,105345	-0,88349	0,118677	0,157982	-0,26311	0,013455	0,5592	0,312705	0,058242
2000-2			0,05027955	4,577555	0,105345	-0,08629	0,118677	0,157982	-0,27125	0,004504	0	0	0,05957
2000-3			0,06824102	1,708039	0,105345	-0,01981	0,120743	0,155677	-0,31539	0,051161	0	0	0,088265
2000-4			0,0154447	3,884654	0,105345	0,045979	0,110466	0,167212	-0,35901	-0,0234	0	0	0,066499
2001-1			0,02290169	0,217	0,105345	-0,01489	0,127483	0,148198	-0,44731	0,020732	0	0	0,103175
2001-2			0,04811242	3,871397	0,105345	-0,07518	0,117031	0,159824	-0,47683	0,009398	0	0	0,066631
2001-3			0,10578343	2,234289	0,105345	-0,07311	0,119607	0,156943	-0,60719	0,083441	0	0	0,083002
2001-4			-0,0177617	4,390277	0,105345	0,124265	0,104044	0,17452	-0,80574	-0,06166	0	0	0,061443
2002-1			-0,0087874	3,738907	0,105345	-0,02325	0,137488	0,137198	4,615525	-0,04618	0	0	0,067956
2002-2			0,01584597	2,44585	0,105345	-0,05361	0,133329	0,141757	3,580748	-0,00861	0	0	0,080887
2002-3			0,07897354	1,348637	0,105345	-0,02481	0,123854	0,152217	3,299161	0,065487	0	0	0,091859
2002-4			-0,0344301	1,30185	0,105345	0,08229	0,107549	0,170522	3,281825	-0,04745	0	0	0,092327
2003-1	0,1045	2,148195	0,05887884	1,321223	0,105345	-0,01554	0,133665	0,141388	2,148195	0,045667	0	0	0,092133
2003-2	0,1045	2,148195	-0,0458777	1,436559	0,105345	0,041287	0,111614	0,165915	2,148195	-0,06024	0,1045	0,01092	0,09098
2003-3	0,1045	2,148195	-0,0475761	1,467276	0,105345	0,048152	0,1371	0,137623	2,148195	-0,06225	0,1045	0,01092	0,090673
2003-4	0,1045	2,148195	-0,1073967	1,159892	0,105345	0,186982	0,137647	0,137023	2,148195	-0,119	0,1045	0,01092	0,093746
2004-1	0,104	2,15355	0,00167524	0,198392	0,105345	-0,03105	0,154222	0,119011	2,15355	-0,00031	0,1045	0,01092	0,103361
2004-2	0,1128	2,062454	0,06555613	0,313639	0,105345	-0,00037	0,121873	0,154419	2,062454	0,06242	0,104	0,010816	0,102209
2004-3	0,1025	2,16975	-0,0418803	0,268302	0,105345	0,07768	0,108164	0,169822	2,16975	-0,04456	0,1128	0,012724	0,102662
2004-4	0,0968	2,233297	-0,0654935	0,446114	0,105345	0,168837	0,132905	0,142223	2,233297	-0,06995	0,1025	0,010506	0,100884
2005-1	0,0945	2,259887	0,01789402	0,608367	0,105783	-0,01318	0,139775	0,134697	2,259887	0,01181	0,0968	0,00937	0,0997
2005-2	0,0938	2,268095	-0,0017221	1,122524	0,105783	0,089889	0,119053	0,157562	2,268095	-0,01295	0,0945	0,00893	0,094558
2005-3	0,1026	2,168664	-0,0833006	0,825022	0,105783	0,043239	0,124904	0,151052	2,168664	-0,09155	0,0938	0,008798	0,097533
2005-4	0,1119	2,071479	-0,0416806	1,395074	0,105783	0,193327	0,145942	0,12798	2,071479	-0,05563	0,1026	0,010527	0,091833
2006-1	0,1031	2,163245	0,02807536	0,9169	0,105783	-0,03178	0,13585	0,138991	2,163245	0,018906	0,1119	0,012522	0,096614
2006-2	0,1188	2,003843	0,02589027	0,649189	0,105783	-0,03124	0,117441	0,159365	2,003843	0,019398	0,1031	0,01063	0,099292
2006-3	0,111	2,080567	-0,0070236	0,62189	0,105783	0,054477	0,11733	0,159488	2,080567	-0,01324	0,1188	0,014113	0,099565
2006-4	0,1012	2,183962	-0,0205514	0,71909	0,078974	0,169108	0,124976	0,150973	2,183962	-0,02774	0,111	0,012321	0,071783
2007-1	0,097	2,231012	0,02067933	0,461403	0,078974	-0,01988	0,128573	0,146994	2,231012	0,016065	0,1012	0,010241	0,07436

2007-2	0,0964	2,237881	-0,0218574	0,493938	0,078974	0,081671	0,118083	0,158646	2,237881	-0,0268	0,097	0,009409	0,074034
2007-3	0,0991	2,207265	-0,0186247	0,579526	0,078974	0,157829	0,128335	0,147257	2,207265	-0,02442	0,0964	0,009293	0,073178
2007-4	0,109	2,100997	-0,0353446	1,31271	0,065556	-0,0866	0,127738	0,147916	2,100997	-0,04847	0,0991	0,009821	0,052429
2008-1	0,0954	2,249414	-0,1117038	3,035422	0,065556	0,211159	0,133936	0,14109	2,249414	-0,14206	0,109	0,011881	0,035202
2008-2	0,1318	1,885136	0,11439473	3,336736	0,065556	-0,14876	0,161575	0,111088	1,885136	0,081027	0,0954	0,009101	0,032189
2008-3	0,1397	1,817784	0,07406657	3,936216	0,114395	-0,05749	0,104506	0,173992	1,817784	0,034704	0,1318	0,017371	0,075033
2008-4	0,1446	1,777598	0,22473923	5,831749	0,114395	-0,04592	0,113953	0,163278	1,777598	0,166422	0,1397	0,019516	0,056077
2009-1	0,1429	1,79141	-0,0868447	4,155482	0,224739	0,063342	0,089906	0,190996	1,79141	-0,1284	0,1446	0,020909	0,183184
2009-2	0,1224	1,969897	-0,0672086	0,814398	0,224739	0,15555	0,157176	0,115823	1,969897	-0,07535	0,1429	0,02042	0,216595
2009-3	0,136	1,848918	-0,0072503	-0,55468	0,224739	-0,0031	0,141289	0,133046	1,848918	-0,0017	0,1224	0,014982	0,230286
2009-4	0,132	1,88339	-0,0867285	-0,5681	0,224739	0,119997	0,122203	0,154052	1,88339	-0,08105	0,136	0,018496	0,23042
2010-1	0,1326	1,878163	0,04329445	-0,08501	0,224739	0,029487	0,142905	0,131284	1,878163	0,044145	0,132	0,017424	0,225589
2010-2	0,1362	1,847217	0,02582384	0,159423	0,224739	0,005851	0,111935	0,165553	1,847217	0,02423	0,1362	0,017583	0,223145
2010-3	0,153	1,711263	-0,0796393	0,858719	0,224739	0,120924	0,11625	0,160698	1,711263	-0,08823	0,1362	0,01855	0,216152
2010-4	0,1535	1,70741	-0,0387707	2,808289	0,224739	0,10068	0,144973	0,129034	1,70741	-0,06685	0,153	0,023409	0,196656
2011-1	0,156	1,688296	0,01025738	3,174732	0,224739	-0,02502	0,138914	0,135638	1,688296	-0,02149	0,1535	0,023562	0,192992
2011-2	0,1382	1,830321	-0,0213489	4,478493	0,224739	0,062862	0,127007	0,148725	1,830321	-0,06613	0,156	0,024336	0,179954
2011-3	0,1316	1,886885	0,03042117	5,088149	0,224739	-0,06961	0,138716	0,135855	1,886885	-0,02046	0,1382	0,019099	0,173858
2011-4	0,1278	1,920552	0,06921789	5,042646	0,224739	0,118854	0,126751	0,149007	1,920552	0,018791	0,1316	0,017319	0,174313
2012-1	0,127	1,927748	-0,0614305	4,673197	0,224739	0,021408	0,117467	0,159336	1,927748	-0,10816	0,127	0,016333	0,178007
2012-2	0,1212	1,981115	0,04167697	5,047857	0,224739	0,001154	0,150894	0,12261	1,981115	-0,0088	0,127	0,016129	0,174261
2012-3	0,1197	1,995274	-0,0606372	5,240581	0,224739	0,131399	0,1239	0,152167	1,995274	-0,11304	0,1212	0,014689	0,172333
2012-4	0,1267	1,930457	0,00454766	5,29457	0,224739	0,073474	0,152383	0,120998	1,930457	-0,0484	0,1197	0,014328	0,171794
2013-1	0,1281	1,917864	-0,0097458	5,017052	0,224739	-0,0033	0,133917	0,141112	1,917864	-0,05992	0,1267	0,016053	0,174569
2013-2	0,1328	1,876425	0,06436251	4,819189	0,224739	-0,0448	0,137011	0,13772	1,876425	0,016171	0,1281	0,01641	0,176547
2013-3	0,1365	1,844669	-0,0604705	5,050467	0,224739	0,016743	0,118059	0,158673	1,844669	-0,11098	0,1328	0,017636	0,174235
2013-4	0,1397	1,817784	0,12057653	4,512098	0,224739	0,022539	0,15175	0,121683	1,817784	0,075456	0,1365	0,018632	0,179618
2014-1	0,1439	1,783269	0,0649542	3,932214	0,120577	-0,07979	0,105582	0,172762	1,783269	0,025632	0,1397	0,019516	0,081254
2014-2	0,1549	1,696675	-0,0191189	3,734311	0,120577	0,014458	0,115939	0,161047	1,696675	-0,05646	0,1439	0,020707	0,083233
2014-3	0,179	1,523137	0,07306621	3,376238	0,120577	-0,08034	0,136074	0,138746	1,523137	0,039304	0,1549	0,023994	0,086814
2014-4	0,166	1,614246	0,03277335	3,250697	0,120577	0,055083	0,112963	0,164392	1,614246	0,000266	0,179	0,032041	0,08807

Продовження Додатку У.3

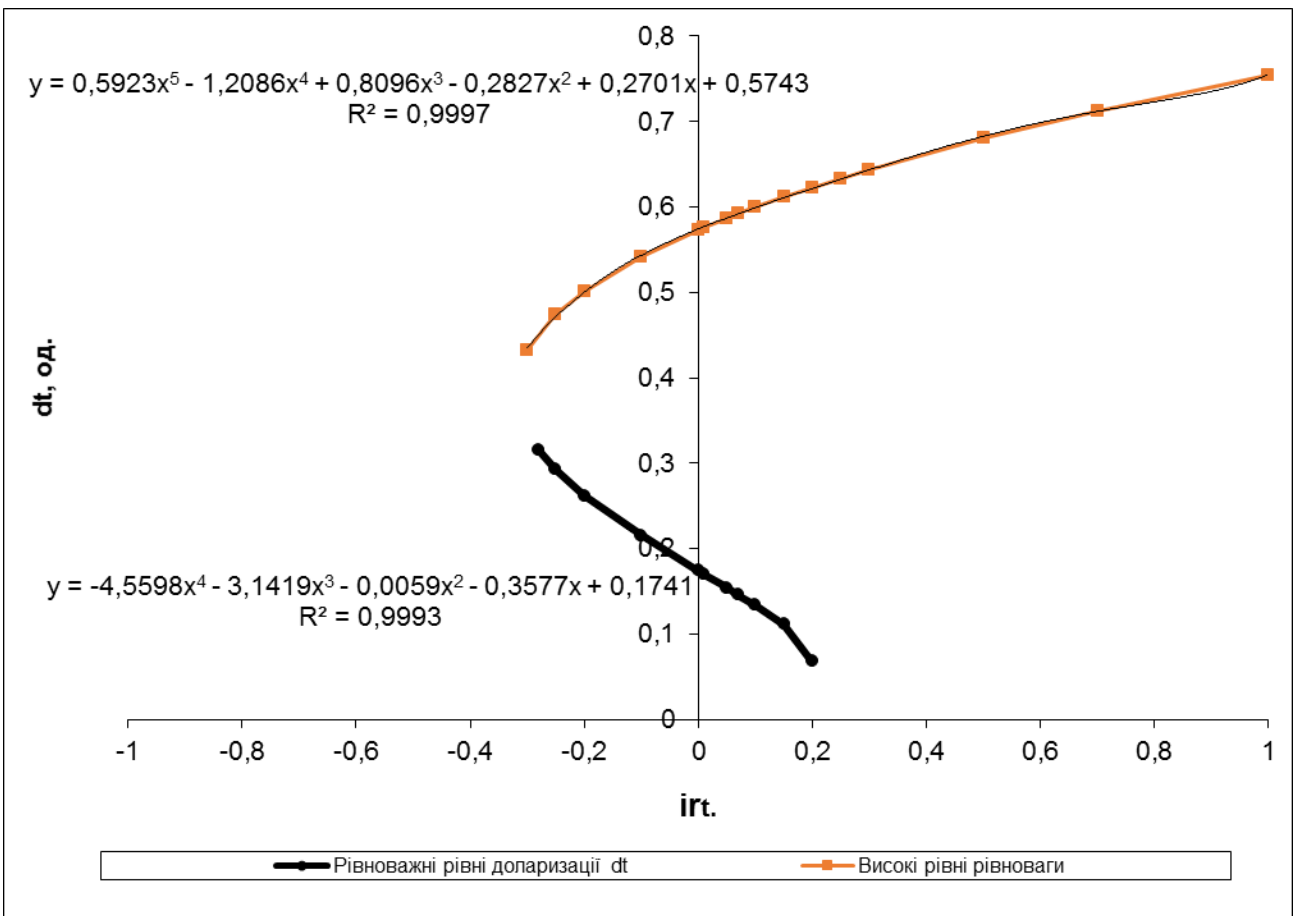
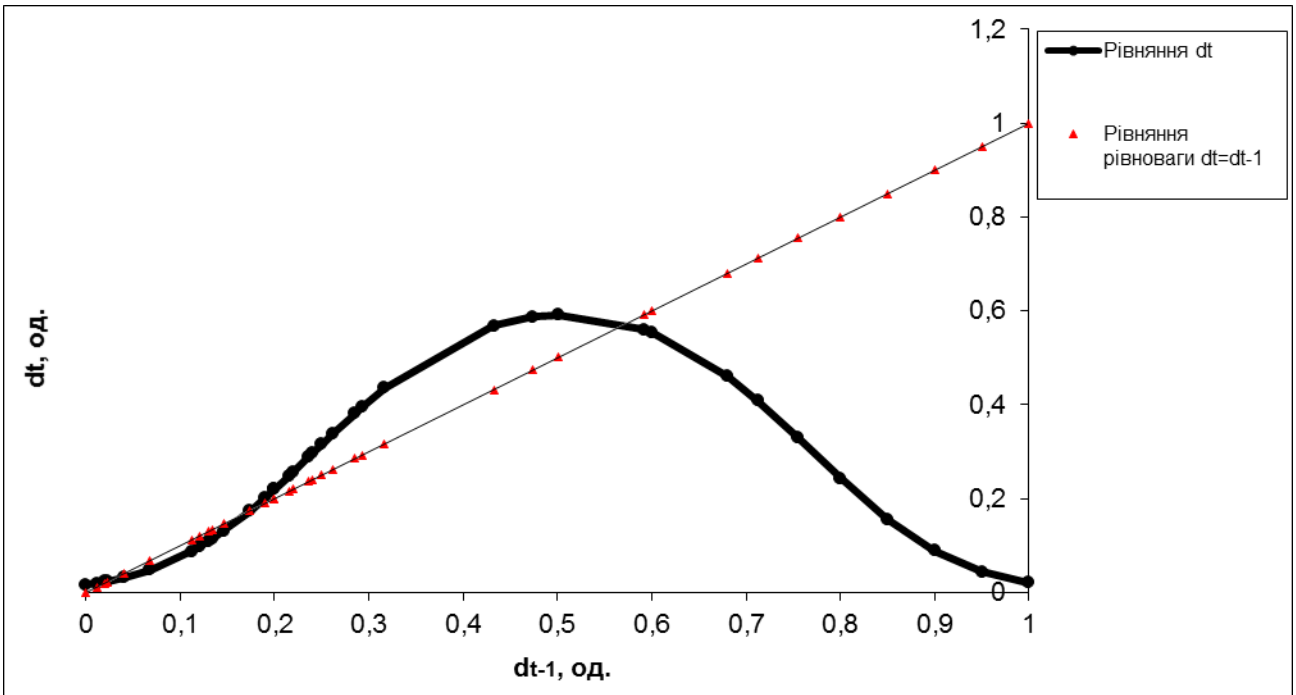
УКРАЇНА

	dt	ln (1-dt)/dt	et=Et/Et-1-1	irt	emaxit(5)	mt=Mt/Mt-1-1	d*-	d*+	ln (1-dt)/dt	et-irt	dit-1	dit-1 ^2	emaxt-irt
2001-1	0,3203	0,752393	-0,0028153	4,560067	0,004454	0	0,175082	0,655261	0,752393	-0,04842	0,3203	0,102592	-0,04115
2000-2	0,3203	0,752393	-0,0067169	5,4731	0,004454	0	0,175082	0,655261	0,752393	-0,06145	0,3203	0,102592	-0,05028
2000-3	0,3203	0,752393	-0,0096047	5,938967	0,004454	0	0,166933	0,702438	0,752393	-0,06899	0,3203	0,102592	-0,05494
2000-4	0,3203	0,752393	-0,0061151	5,5657	0,004454	0	0,162454	0,726664	0,752393	-0,06177	0,3203	0,102592	-0,0512
2001-1	0,3203	0,752393	0,00445409	2,450333	0,004454	0	0,166737	0,703524	0,752393	-0,02005	0,3203	0,102592	-0,02005
2001-2	0,3203	0,752393	0,0012589	1,781633	0,004454	0	0,194706	0,526211	0,752393	-0,01656	0,3203	0,102592	-0,01336
2001-3	0,3203	0,752393	0,00013136	2,030267	0,004454	0	0,197306	0,507556	0,752393	-0,02017	0,3203	0,102592	-0,01585
2001-4	0,3203	0,752393	0,00054414	1,094867	0,004454	0	0,194616	0,526851	0,752393	-0,0104	0,3203	0,102592	-0,00649
2002-1	0,3188	0,759292	0,00039382	1,322767	0,004454	0,012431	0,201987	0,473077	0,759292	-0,01283	0,3203	0,102592	-0,00877
2002-2	0,3188	0,759292	-0,0003187	0,5804	0,004454	0,127819	0,200124	0,486939	0,759292	-0,00612	0,3188	0,101633	-0,00135
2002-3	0,3188	0,759292	-0,0002438	1,001267	0,004454	0,080814	0,205322	0,447836	0,759292	-0,01026	0,3188	0,101633	-0,00556
2002-4	0,3188	0,759292	0	1,261233	0,004454	0,054413	0,202102	0,472221	0,759292	-0,01261	0,3188	0,101633	-0,00816
2003-1	0,364	0,558045	-0,0004126	1,708	0,004454	0,033632	0,200293	0,485688	0,558045	-0,01749	0,3188	0,101633	-0,01263
2003-2	0,364	0,558045	-0,0016137	2,2218	0,004454	0,139583	0,196606	0,512616	0,558045	-0,02383	0,364	0,132496	-0,01776
2003-3	0,364	0,558045	-0,0024433	1,4118	0,004454	0,173053	0,191937	0,545695	0,558045	-0,01656	0,364	0,132496	-0,00966
2003-4	0,364	0,558045	-0,0004333	0,757333	0,004454	-0,02943	0,197303	0,507577	0,558045	-0,00801	0,364	0,132496	-0,00312
2004-1	0,3431	0,64951	-0,0046368	2,135	0,004454	0,121528	0,203847	0,45907	0,64951	-0,02599	0,364	0,132496	-0,0169
2004-2	0,3431	0,64951	-0,0427587	1,939667	0,004454	0,086425	0,19038	0,556467	0,64951	-0,06216	0,3431	0,117718	-0,01494
2004-3	0,3431	0,64951	-0,0009891	1,751933	0,004454	0,075755	0,166506	0,704802	0,64951	-0,01851	0,3431	0,117718	-0,01307
2004-4	0,3431	0,64951	0	1,172233	0,004454	0,174386	0,195848	0,518059	0,64951	-0,01172	0,3431	0,117718	-0,00727
2005-1	0,3848	0,469224	0	1,073967	0,004454	-0,08778	0,200974	0,480637	0,469224	-0,01074	0,3431	0,117718	-0,00629
2005-2	0,3991	0,409217	0	2,1151	0,004454	0,062161	0,201729	0,475009	0,409217	-0,02115	0,3848	0,148071	-0,0167
2005-3	0,4043	0,38758	0	1,880567	0,004454	0,057233	0,193895	0,531963	0,38758	-0,01881	0,3991	0,159281	-0,01435
2005-4	0,3902	0,446472	0	1,7614	0,004454	0,1467	0,195627	0,519641	0,446472	-0,01761	0,4043	0,163458	-0,01316
2006-1	0,3955	0,424251	0	2,0679	0,004454	-0,00812	0,196515	0,513269	0,424251	-0,02068	0,3902	0,152256	-0,01622
2006-2	0,3765	0,504431	0	1,949533	0,001259	0,151546	0,194242	0,529506	0,504431	-0,0195	0,3955	0,15642	-0,01824
2006-3	0,3559	0,593204	0	2,533033	0,000544	0,149877	0,195116	0,523295	0,593204	-0,02533	0,3765	0,141752	-0,02479
2006-4	0,3373	0,67535	0	2,562467	0,000544	0,111384	0,190852	0,553211	0,67535	-0,02562	0,3559	0,126665	-0,02508
2007-1	0,3503	0,617721	0	2,940867	0	-0,03859	0,19064	0,554673	0,617721	-0,02941	0,3373	0,113771	-0,02941

2007-2	0,3505	0,616842	-0,0398218	5,597567	0	0,13046	0,18794	0,57309	0,616842	-0,0958	0,3503	0,12271	-0,05598
2007-3	0,3448	0,641976	0,00249541	3,7653	0	0,107708	0,147927	0,796452	0,641976	-0,03516	0,3505	0,12285	-0,03765
2007-4	0,4718	0,11292	0,58403621	3,869733	0,002495	0,092696	0,183927	0,599722	0,11292	0,545339	0,3448	0,118887	-0,0362
2008-1	0,4782	0,087255	0	7,464833	0,584036	-0,06375	1,350754	-28,5486	0,087255	-0,07465	0,4718	0,222595	0,509388
2008-2	0,4775	0,090061	-0,0090519	4,2257	0,584036	0,079968	0,159212	0,743425	0,090061	-0,05131	0,4782	0,228675	0,541779
2008-3	0,5168	-0,06723	0,04976213	3,1159	0,584036	-0,02715	0,173227	0,666344	-0,06723	0,018603	0,4775	0,228006	0,552877
2008-4	0,5068	-0,0272	-0,0031211	4,3165	0,584036	0,061764	0,225833	0,280487	-0,0272	-0,04629	0,5168	0,267082	0,540871
2009-1	0,4904	0,038405	-0,0075141	3,754033	0,584036	0,008612	0,176465	0,64687	0,038405	-0,04505	0,5068	0,256846	0,546496
2009-2	0,454	0,184522	-0,0022713	3,430067	0,584036	0,116364	0,177272	0,641927	0,184522	-0,03657	0,4904	0,240492	0,549736
2009-3	0,4456	0,218465	0,00082206	1,9079	0,584036	-0,01275	0,182957	0,606031	0,218465	-0,01826	0,454	0,206116	0,564957
2009-4	0,4387	0,24644	0,00609086	1,730433	0,584036	0,041366	0,196036	0,516716	0,24644	-0,01121	0,4456	0,198559	0,566732
2010-1	0,4308	0,278588	-0,0002135	1,426133	0,584036	-0,00964	0,201365	0,477729	0,278588	-0,01447	0,4387	0,192458	0,569775
2010-2	0,4298	0,282667	0,00154523	0,8653	0,584036	0,0207	0,198876	0,496118	0,282667	-0,00711	0,4308	0,185589	0,575383
2010-3	0,441	0,237105	5,0174E-05	1,597333	0,584036	0,027205	0,204549	0,453735	0,237105	-0,01592	0,4298	0,184728	0,568063
2010-4	0,4378	0,250095	0,00214482	5,8272	0,584036	0,023615	0,197783	0,504097	0,250095	-0,05613	0,441	0,194481	0,525764
2011-1	0,4364	0,255786	0	4,6232	0,584036	-0,02817	0,170196	0,68402	0,255786	-0,04623	0,4378	0,191669	0,537804
2011-2	0,4332	0,268807	0	5,0493	0,584036	0,043303	0,176501	0,646654	0,268807	-0,05049	0,4364	0,190445	0,533543
2011-3	0,4455	0,21887	0	7,7831	0,584036	0,019328	0,173748	0,663254	0,21887	-0,07783	0,4332	0,187662	0,506205
2011-4	0,4516	0,194208	0	11,2986	0,584036	0,029682	0,15743	0,752357	0,194208	-0,11299	0,4455	0,19847	0,47105
2012-1	0,432	0,273696	0	5,5158	0,584036	0,003382	0,139699	0,829576	0,273696	-0,05516	0,4516	0,203943	0,528878
2012-2	0,4142	0,346629	0	4,8786	0,584036	0,07651	0,1708	0,680541	0,346629	-0,04879	0,432	0,186624	0,53525
2012-3	0,4047	0,385919	0	4,214867	0,584036	0,099732	0,174844	0,656698	0,385919	-0,04215	0,4142	0,171562	0,541888
2012-4	0,3815	0,483186	0	5,0365	0,584036	0,012841	0,179193	0,629999	0,483186	-0,05036	0,4047	0,163782	0,533671
2013-1	0,4458	0,217655	0,37107312	6,678	0,049762	0	0,17383	0,662767	0,217655	0,304293	0,3815	0,145542	-0,01702
2013-2	0,4363	0,256192	0,07930422	6,2563	0,371073	0	0,649119	-6,65306	0,256192	0,016741	0,4458	0,198738	0,30851
2013-3	0,4246	0,303918	0,09522169	4,730333	0,371073	0	0,224212	0,294444	0,303918	0,047918	0,4363	0,190358	0,32377
2013-4	0,4692	0,123356	0,21772575	3,856567	0,371073	0	0,253027	0,028271	0,123356	0,17916	0,4246	0,180285	0,332507
2014-1	0,5461	-0,18493	0,4866691	3,3549	0,371073	0	0,417378	-2,12292	-0,18493	0,45312	0,4692	0,220149	0,337524
2014-2	0,494	0,024001	-0,1035408	7,917767	0,486669	0	1,038462	-17,4396	0,024001	-0,18272	0,5461	0,298225	0,407491
2014-3	0,4805	0,07804	0,02437199	7,567267	0,486669	0	0,114286	0,897131	0,07804	-0,0513	0,494	0,244036	0,410996
2015-4	0,4643	0,143043	0,1148818	6,3631	0,486669	0	0,173233	0,666312	0,143043	0,051251	0,4805	0,23088	0,423038

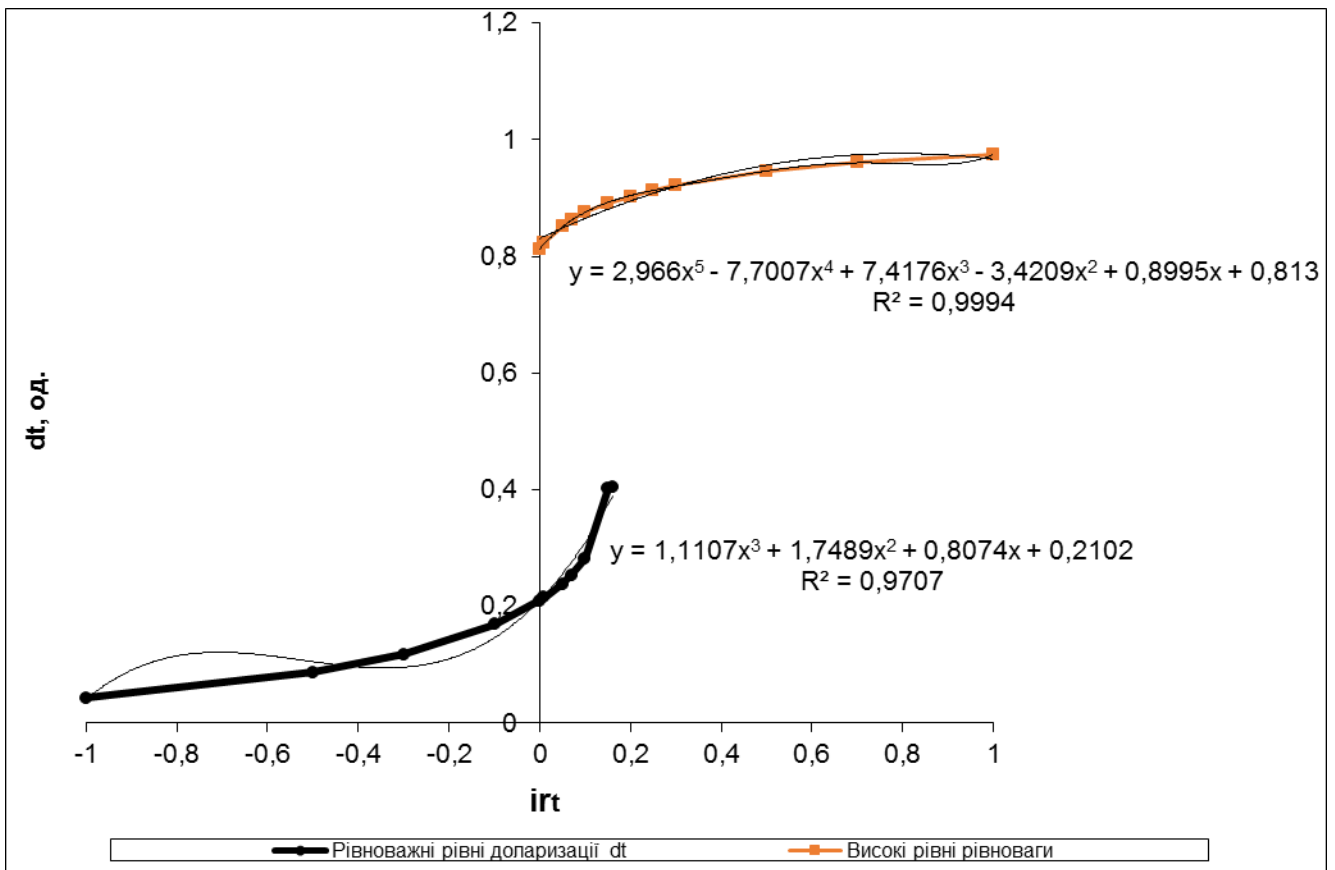
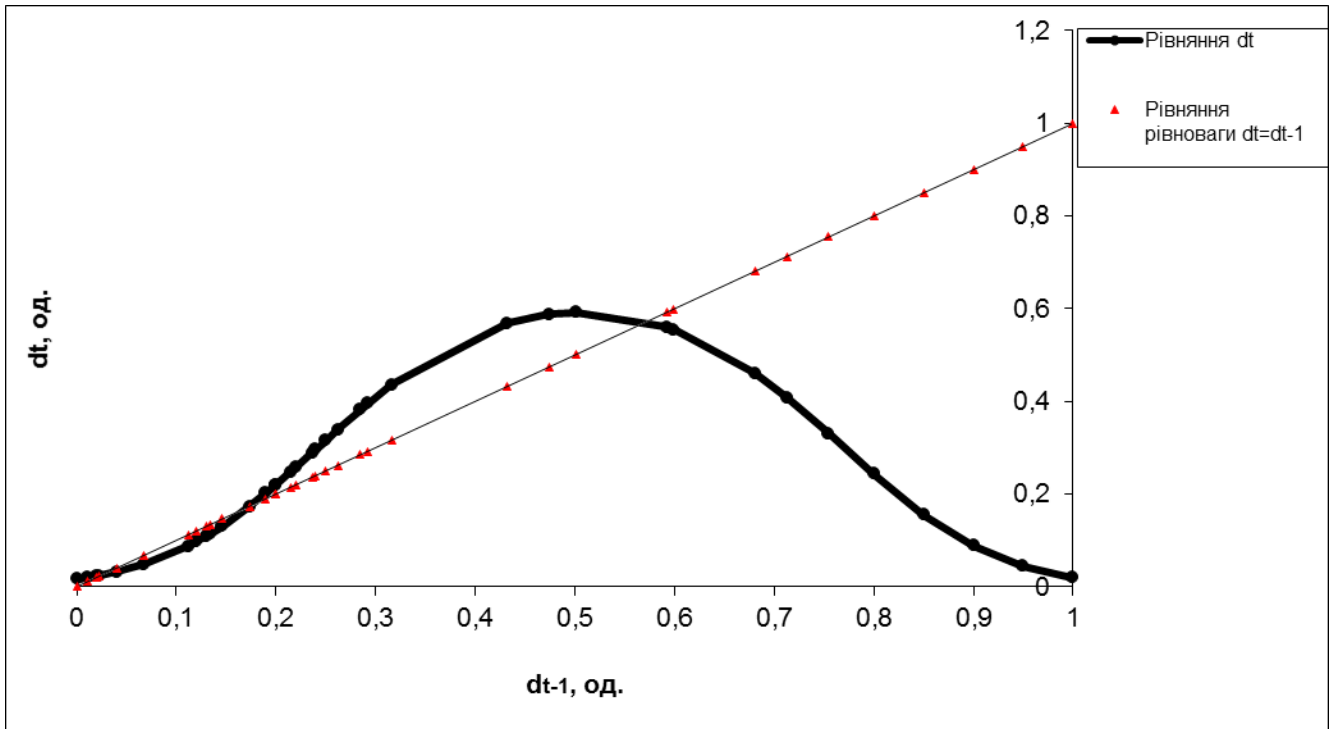
Додаток У.4

Результати емпіричного дослідження: оцінка моделі довгострокової рівноваги та короткострокової моделі депозитної доларизації Аргентини



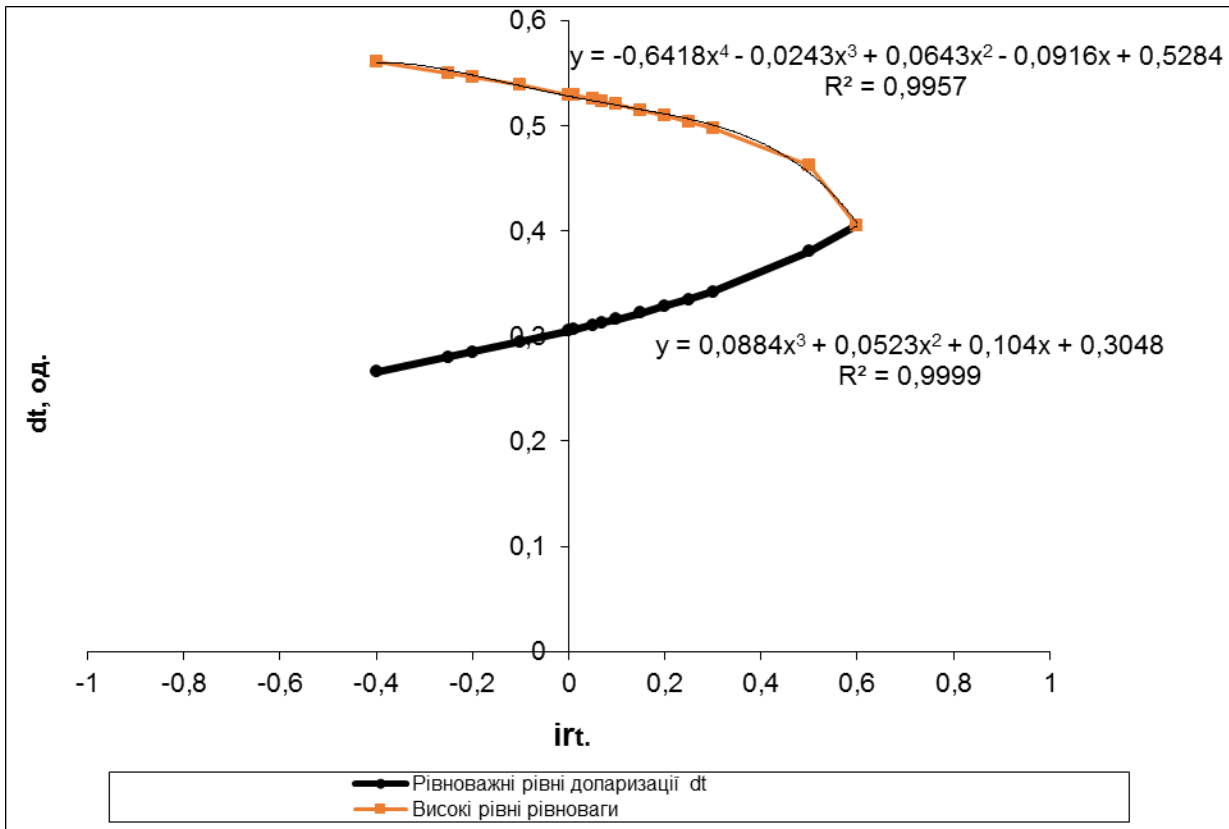
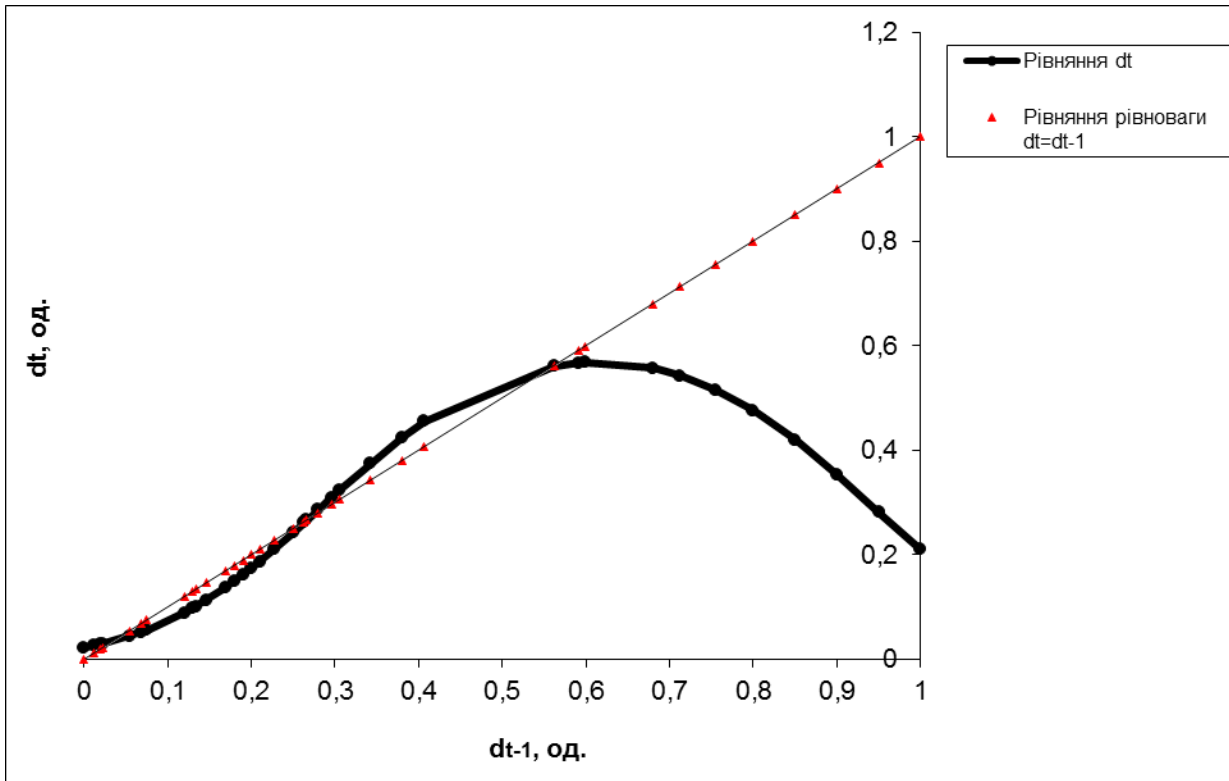
Продовження Додатку У.4

Результати емпіричного дослідження: оцінка моделі довгострокової рівноваги та короткострокової моделі депозитної доларизації Болівії



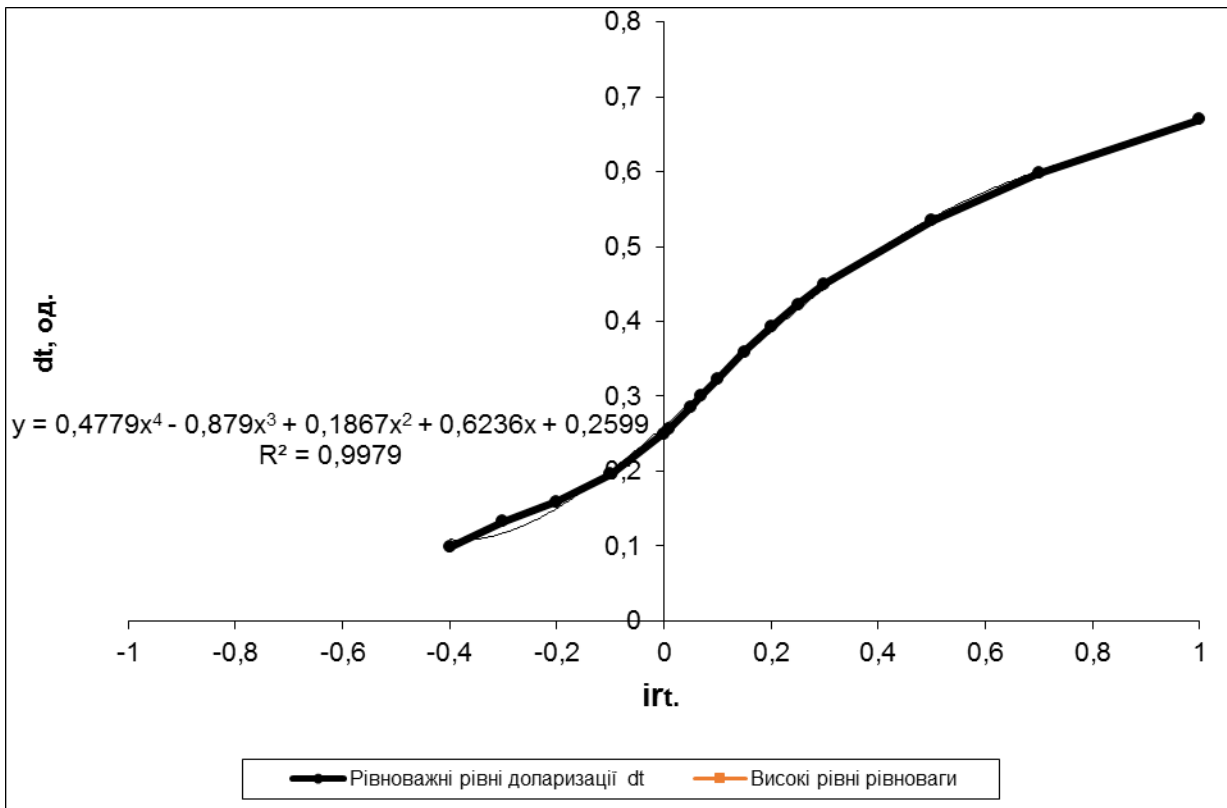
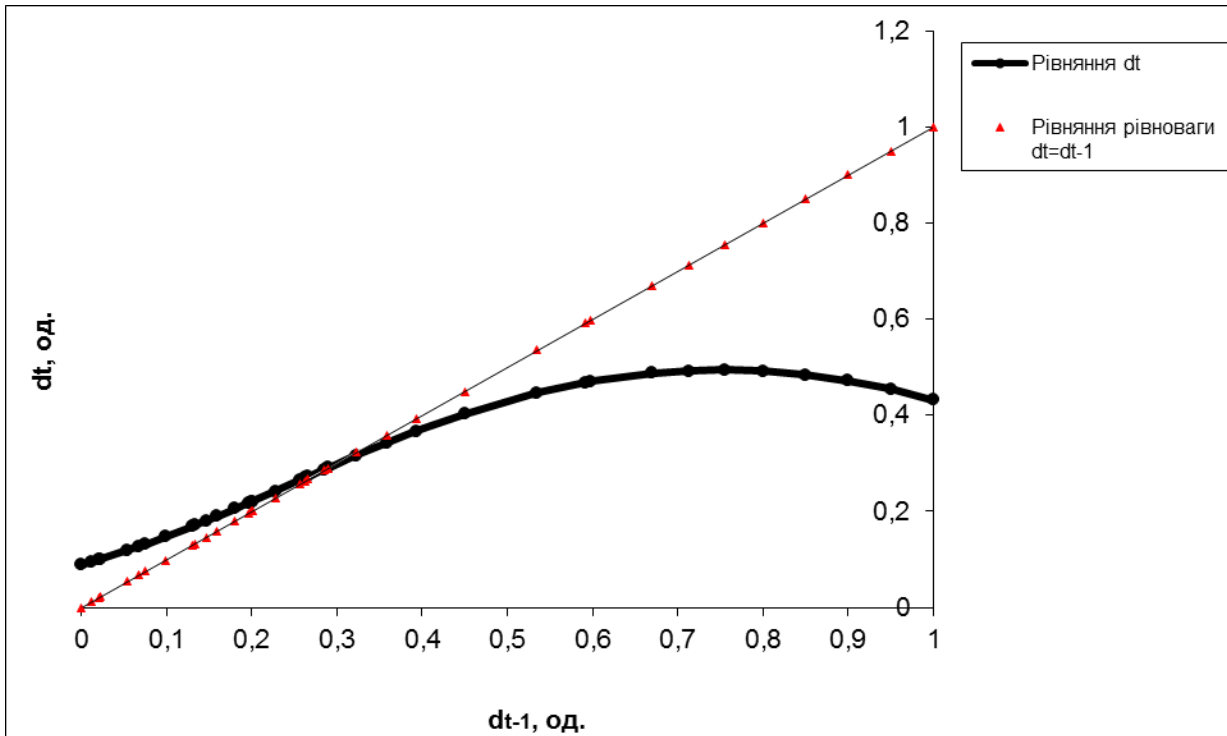
Продовження Додатку У.4

Результати емпіричного дослідження: оцінка моделі довгострокової рівноваги та короткострокової моделі депозитної доларизації Гаїті



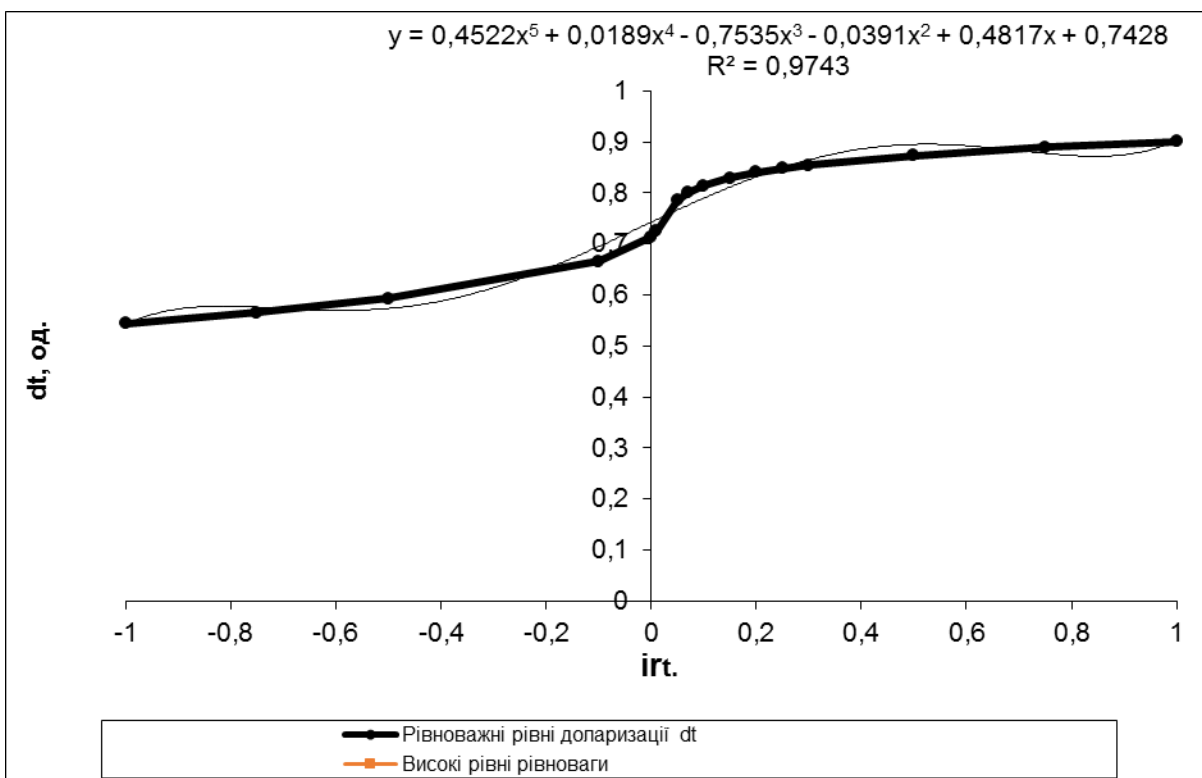
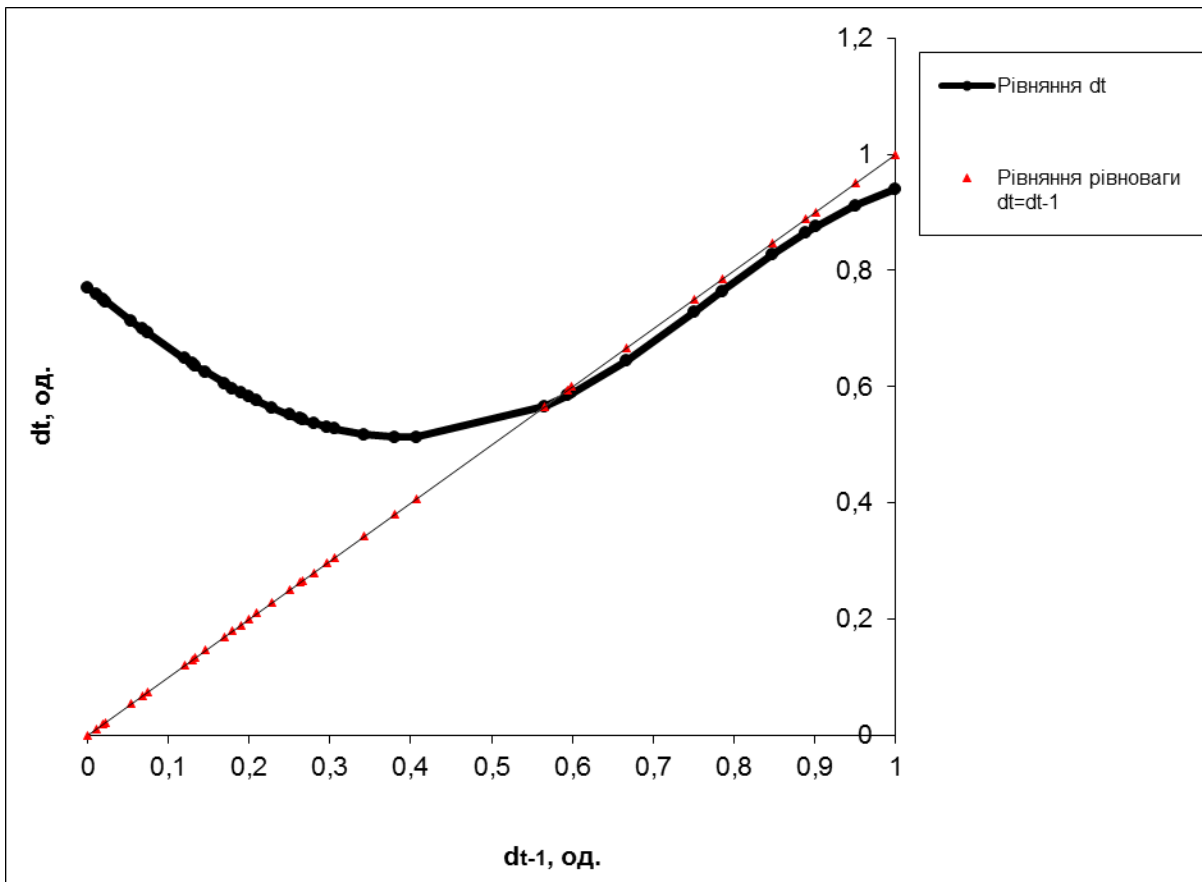
Продовження Додатку У.4

Результати емпіричного дослідження: оцінка моделі довгострокової рівноваги та короткострокової моделі депозитної доларизації Гондурасу



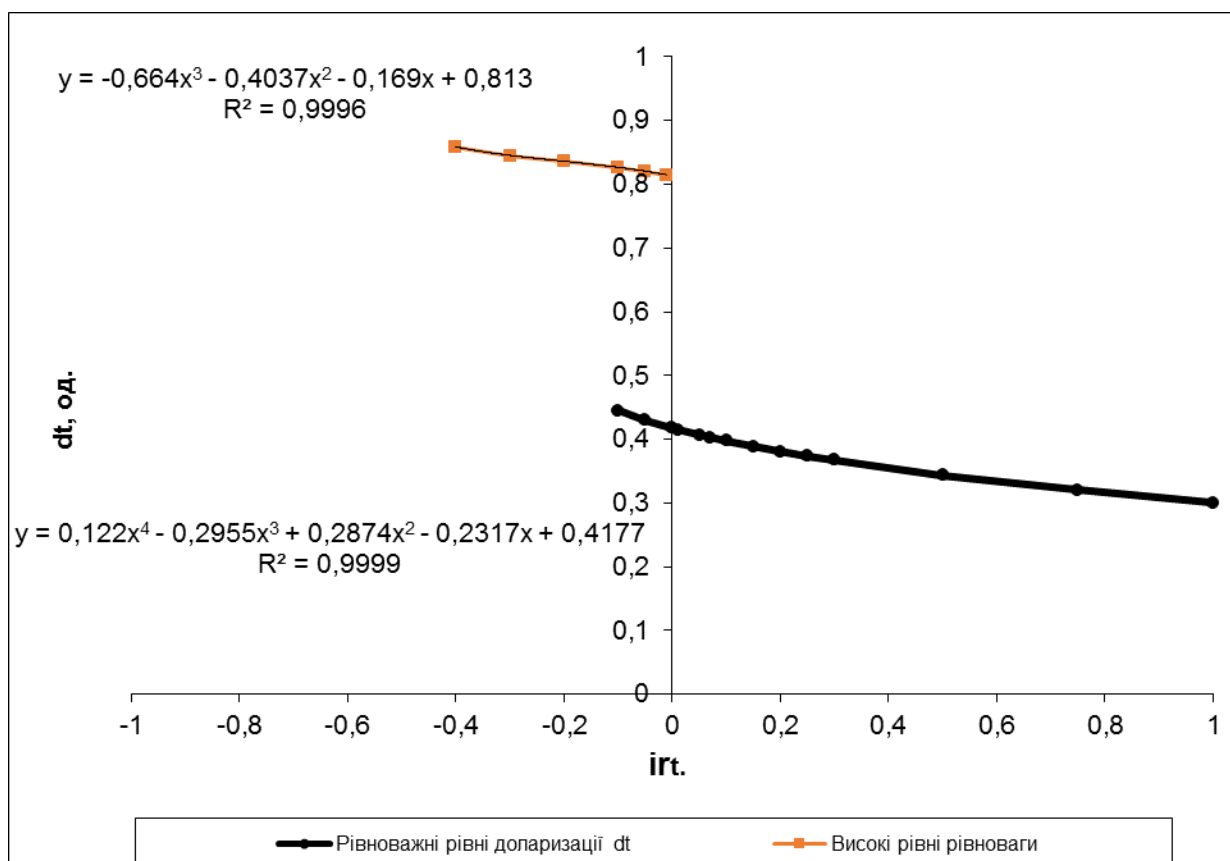
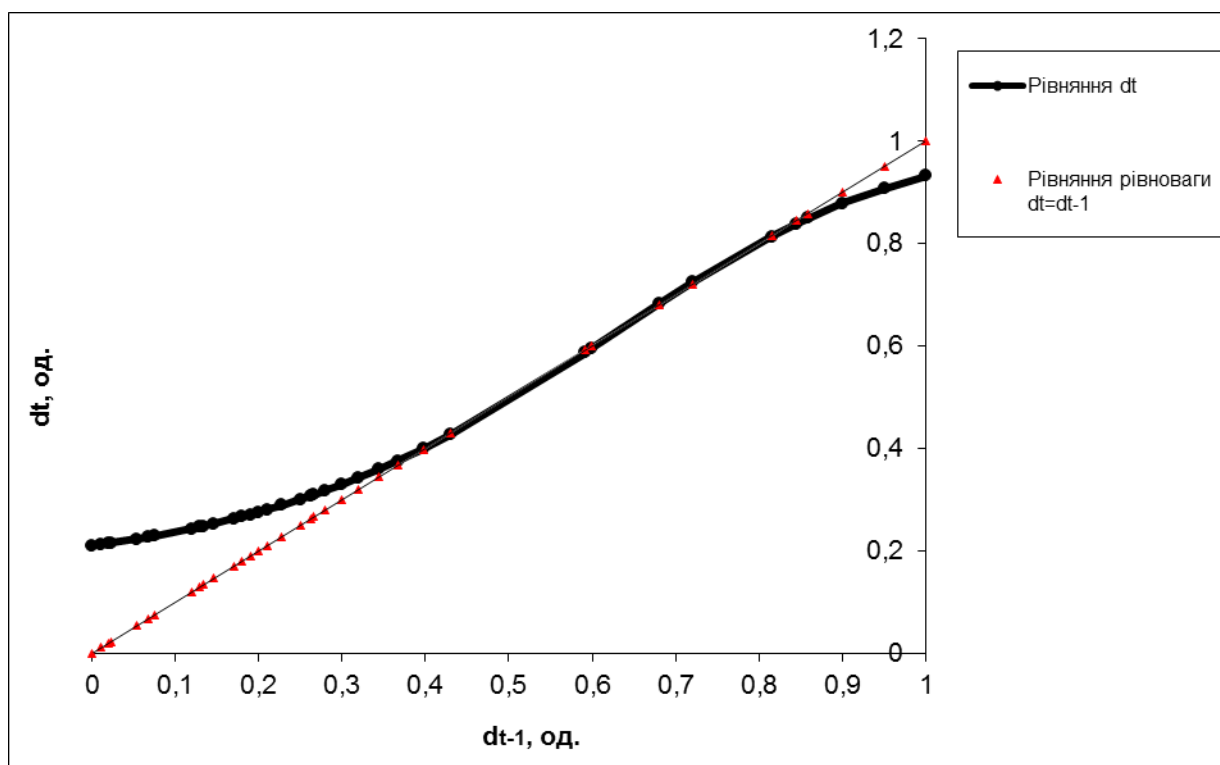
Продовження Додатку У.4

Результати емпіричного дослідження: оцінка моделі довгострокової рівноваги та короткострокової моделі депозитної доларизації Нікарагуа



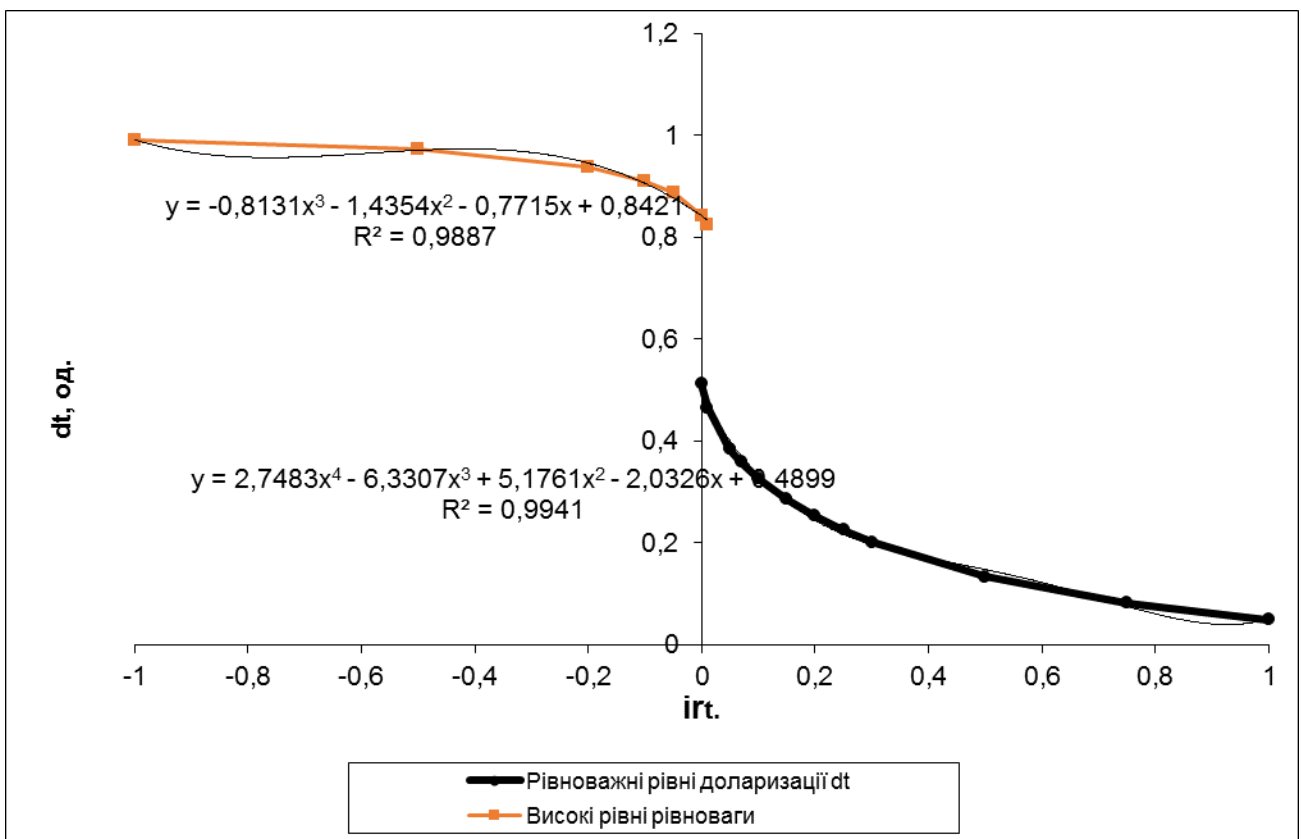
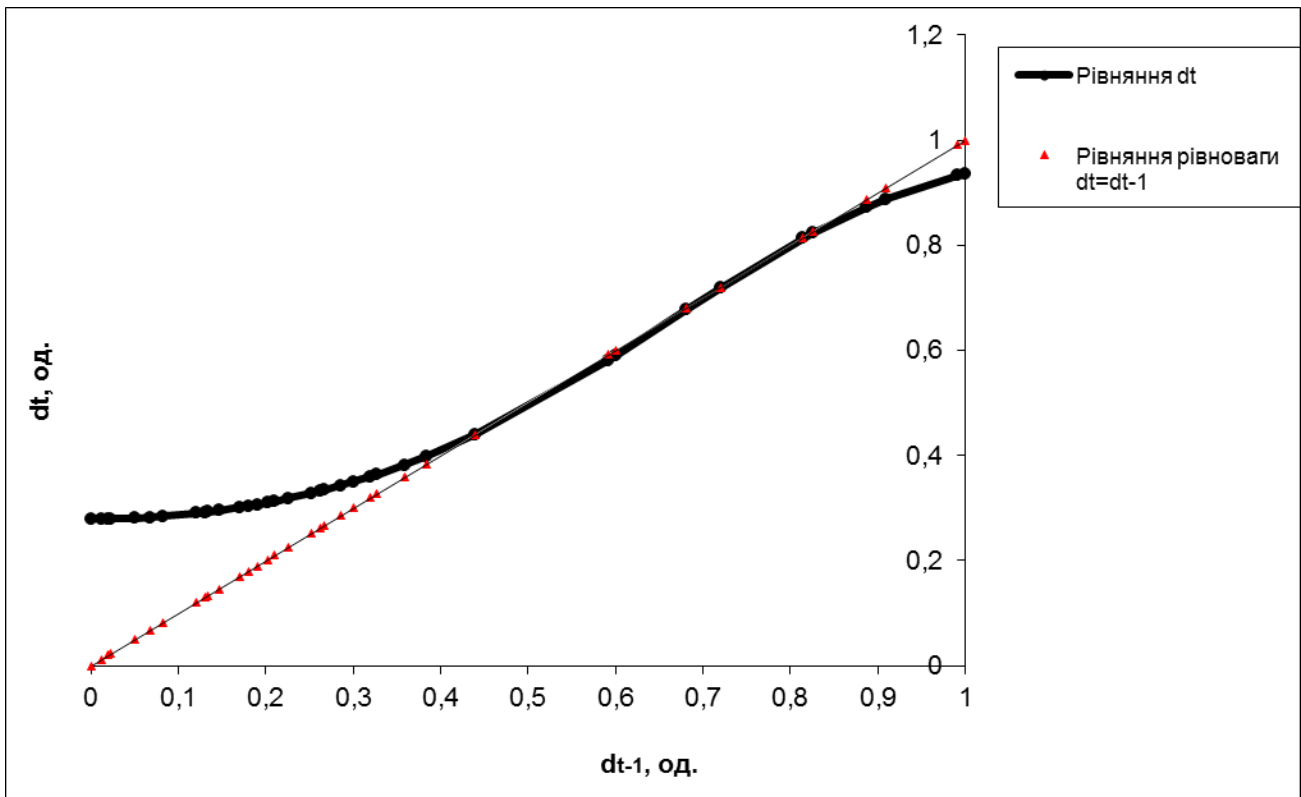
Продовження Додатку У.4

Результати емпіричного дослідження: оцінка моделі довгострокової рівноваги та короткострокової моделі депозитної доларизації Парагваю



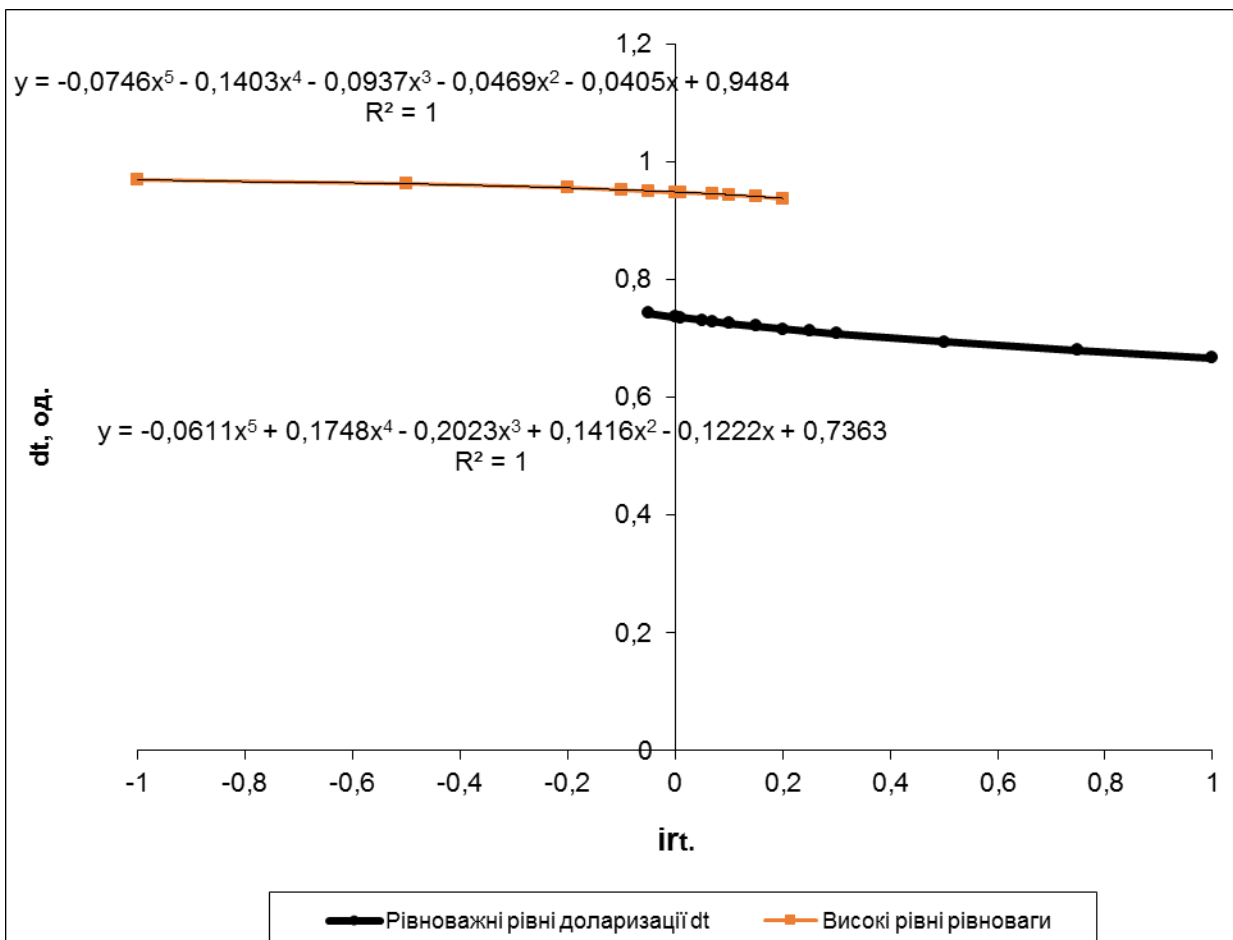
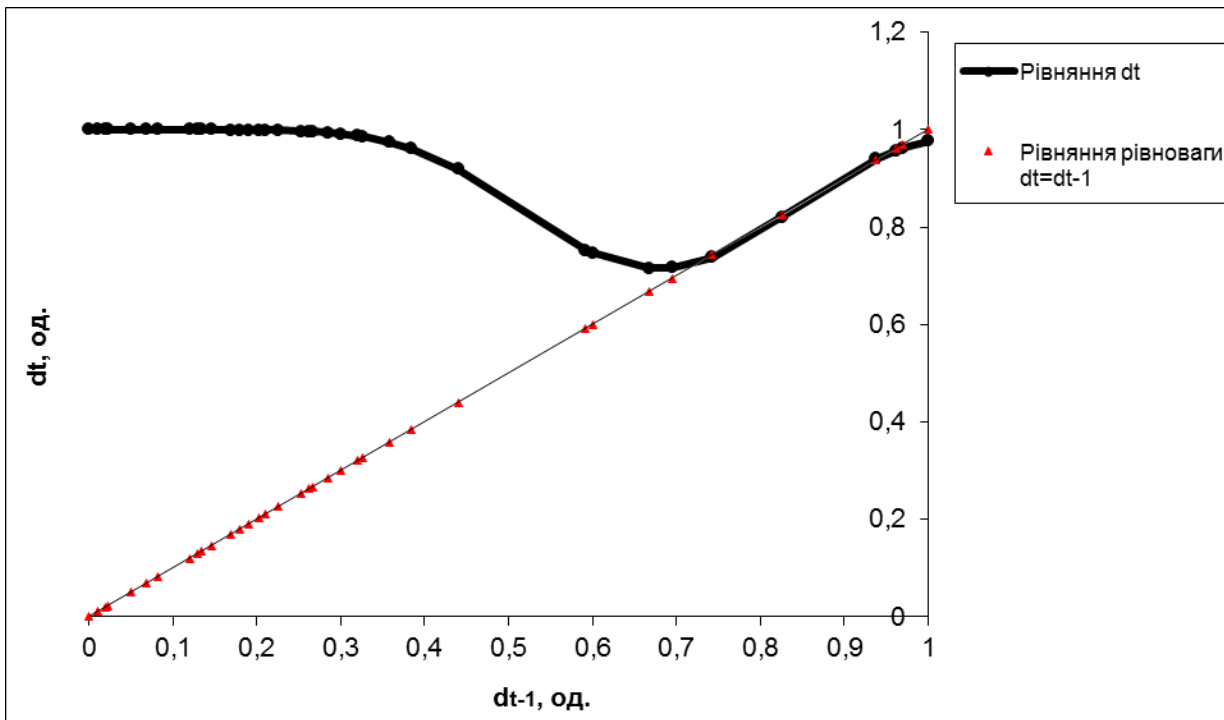
Продовження Додатку У.4

Результати емпіричного дослідження: оцінка моделі довгострокової рівноваги та короткострокової моделі депозитної доларизації Перу



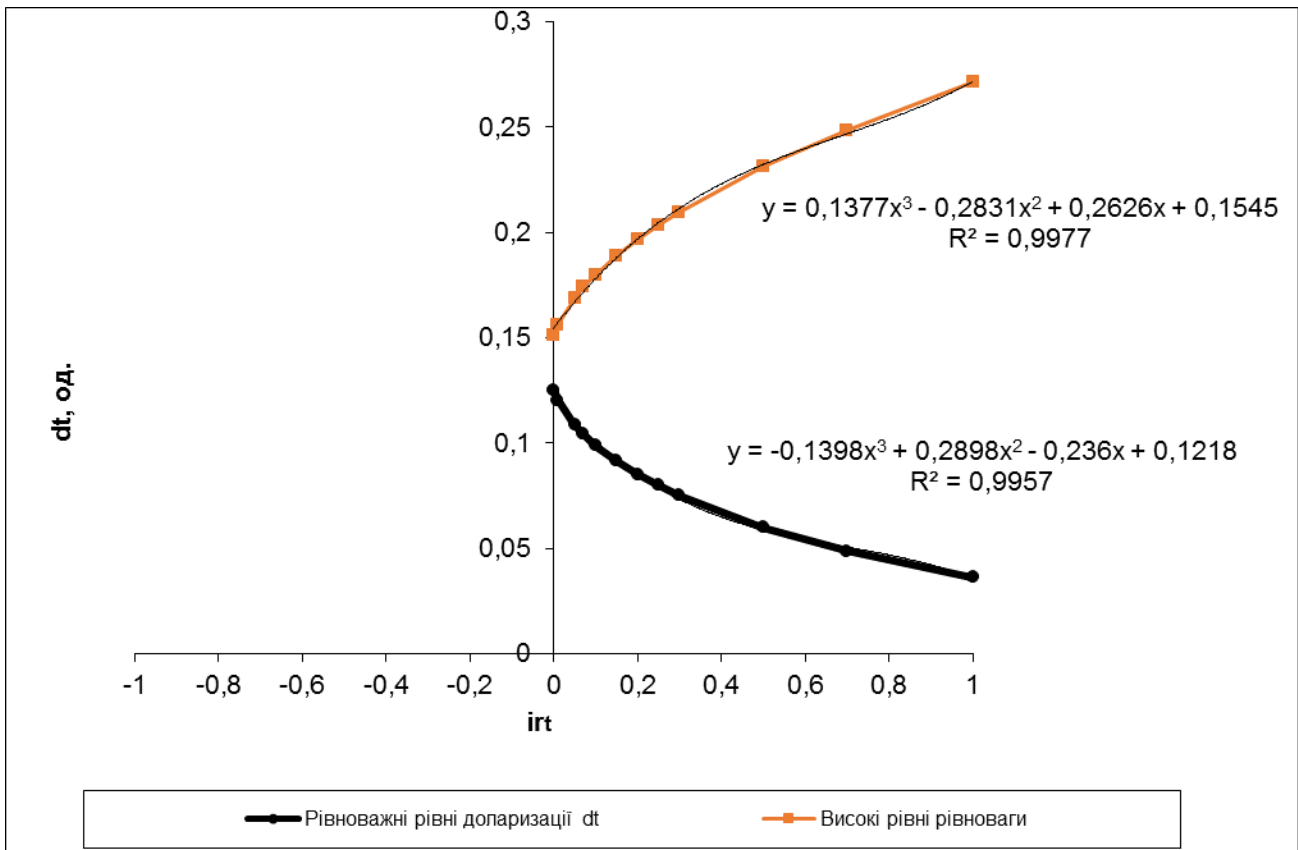
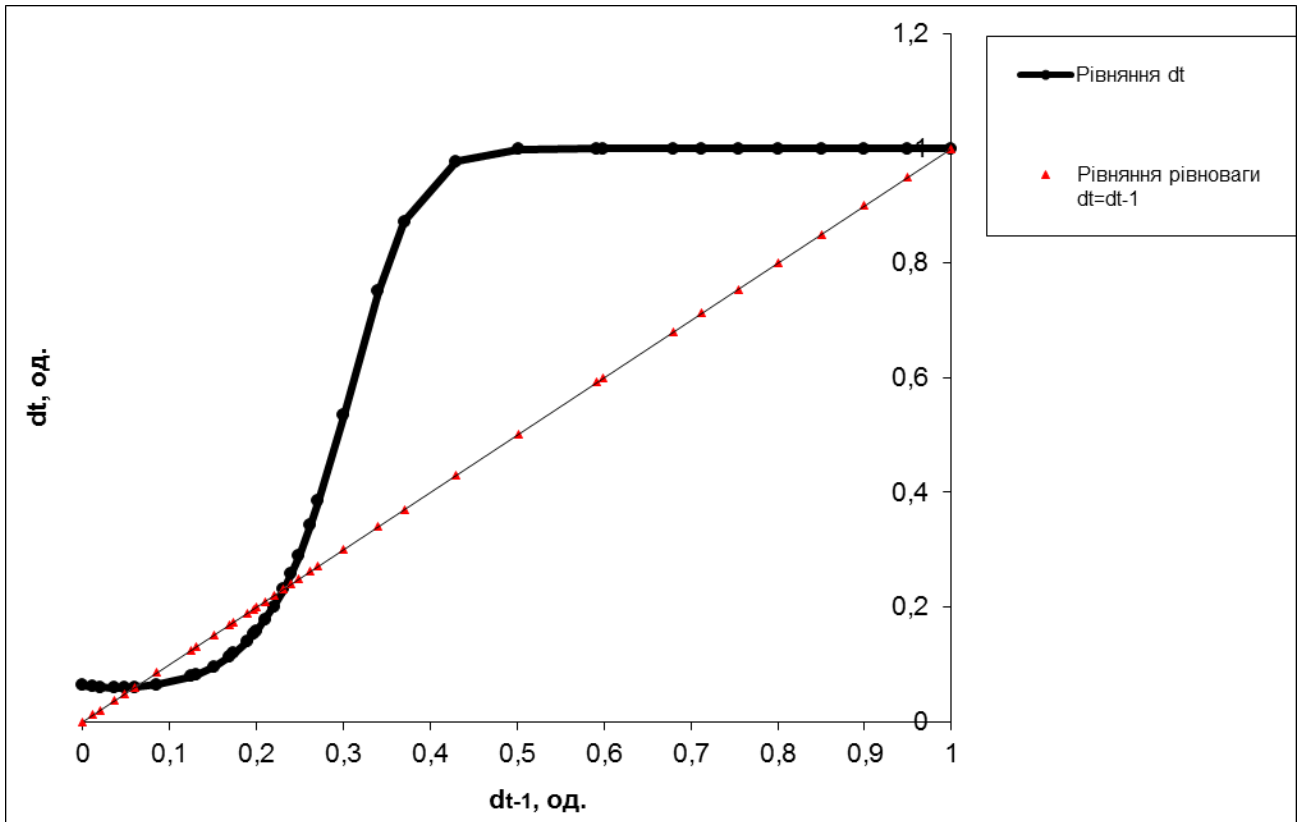
Продовження Додатку У.4

Результати емпіричного дослідження: оцінка моделі довгострокової рівноваги та короткострокової моделі депозитної доларизації Уругваю



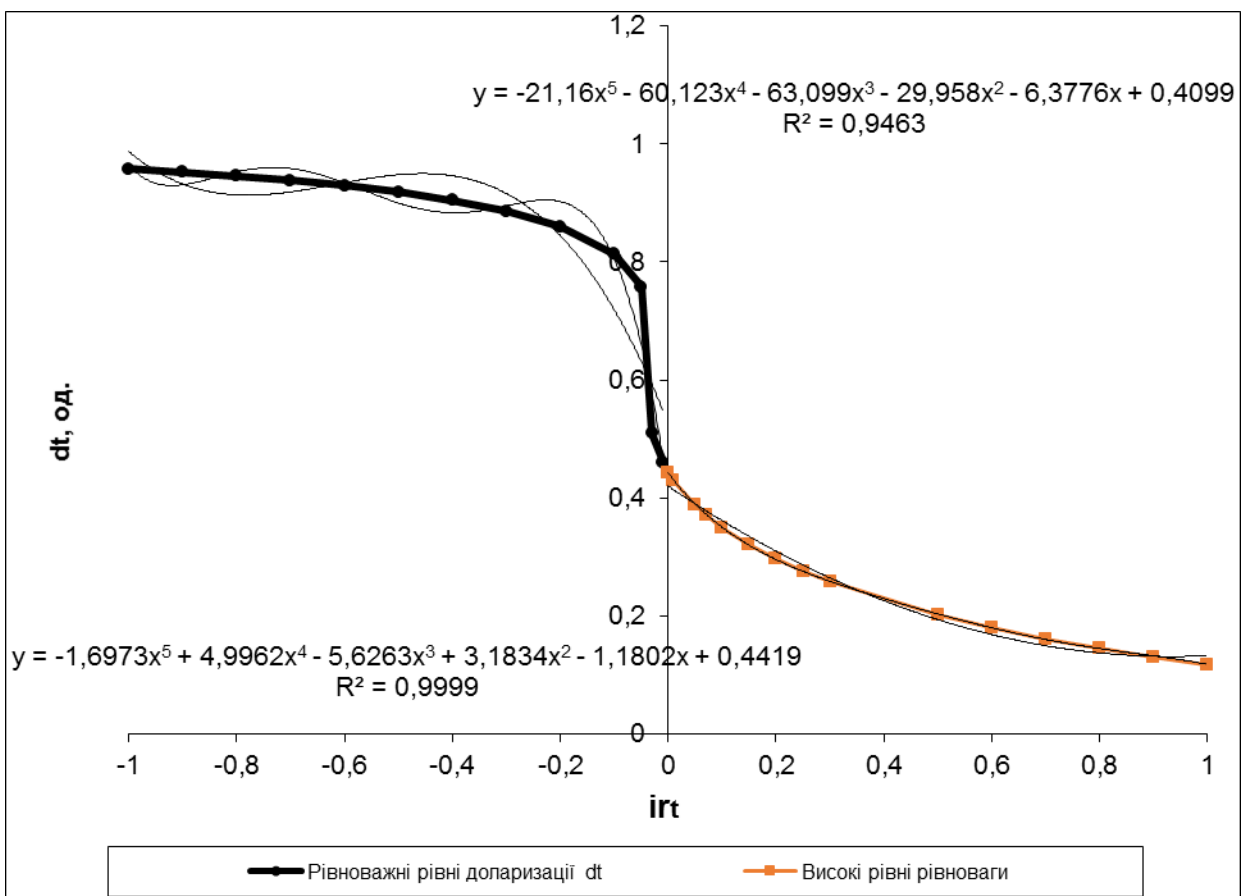
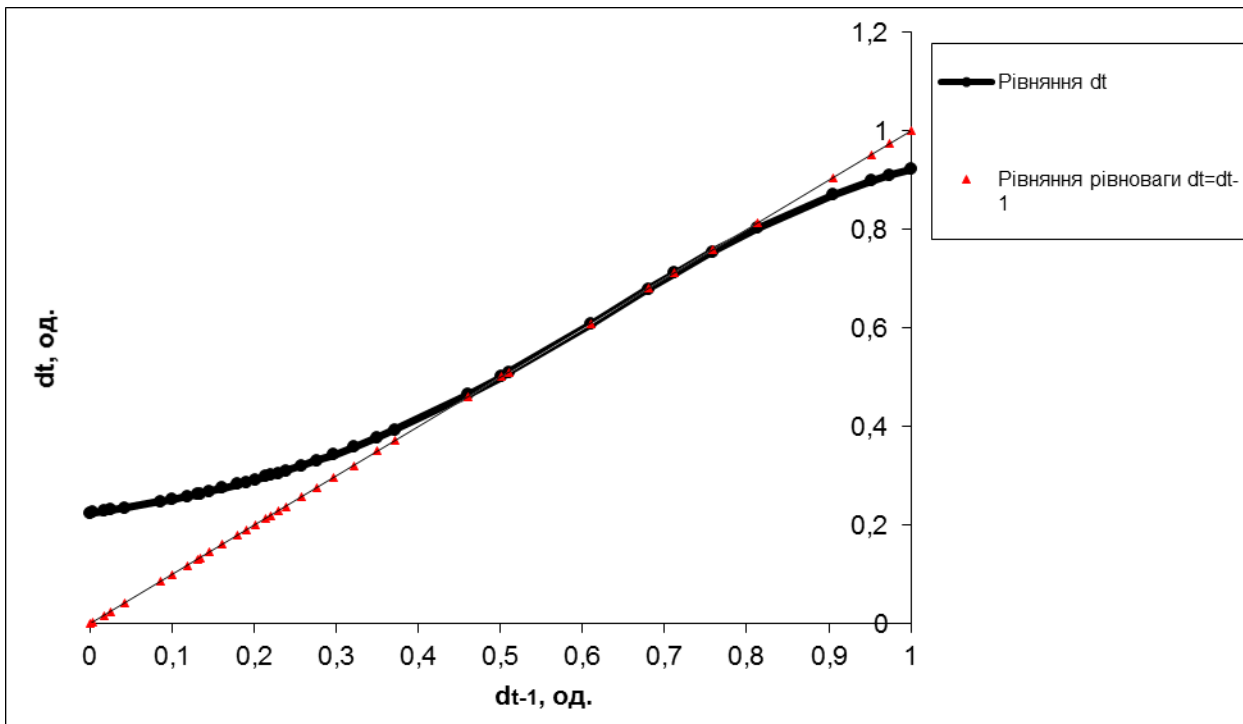
Продовження Додатку У.4

Результати емпіричного дослідження: оцінка моделі довгострокової рівноваги та короткострокової моделі депозитної доларизації Чилі



Продовження Додатку У.4

Результати емпіричного дослідження: оцінка моделі довгострокової рівноваги та короткострокової моделі депозитної доларизації України



Додаток Ф.1

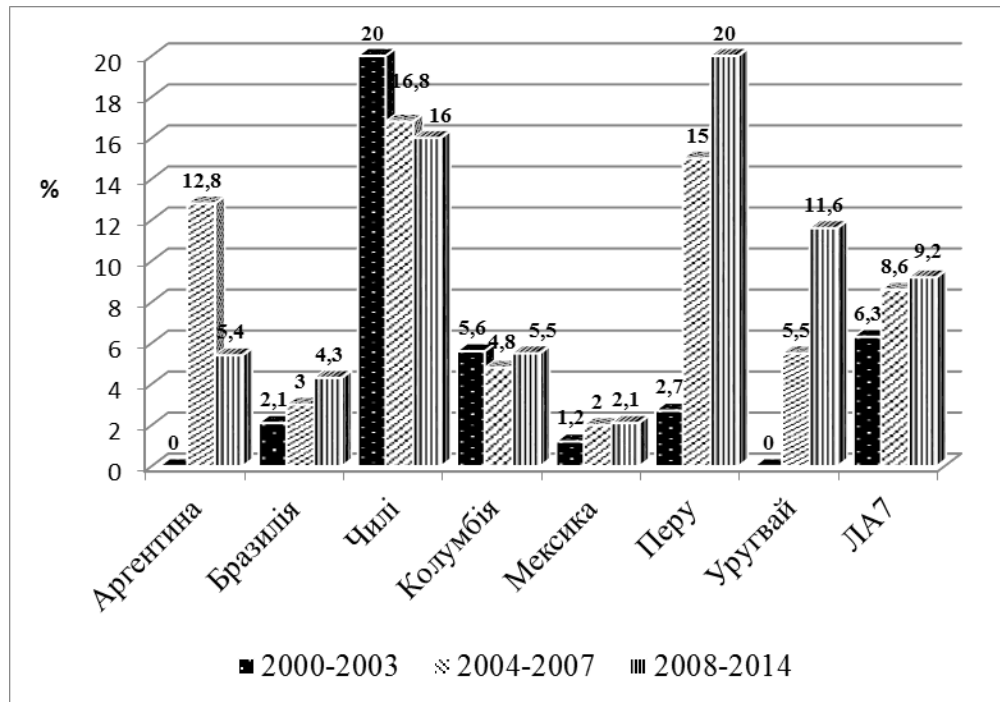


Рис. Ф.1. Обсяг облігацій в іноземній валюті на ринках ЛА7, % від загального обсягу

Джерело: складено автором за даними [330; 333; 335].

Додаток Ф.2

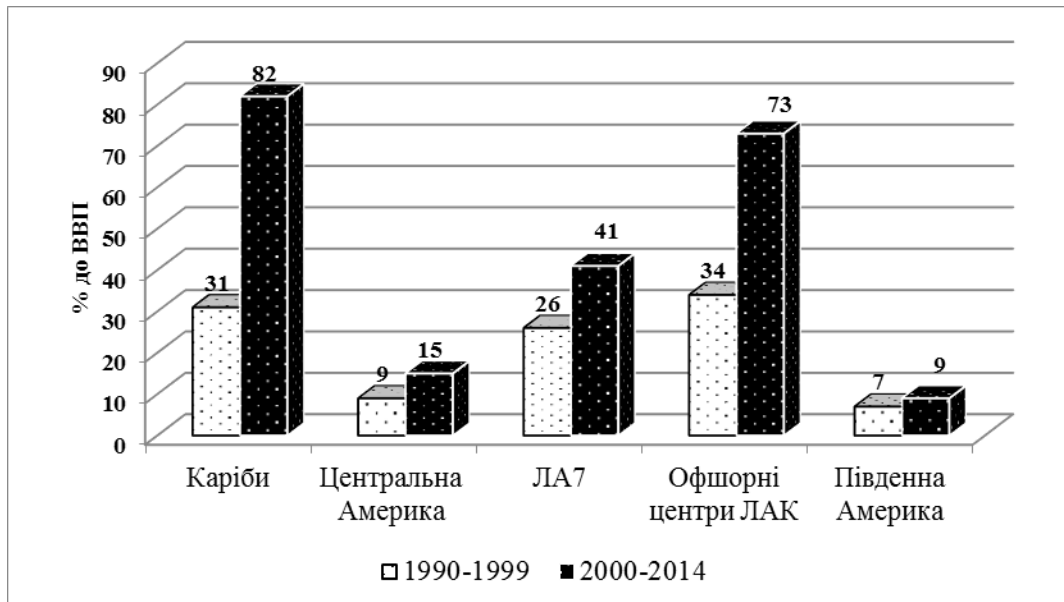


Рис. Ф.2. Капіталізація ринку цінних паперів Латинської Америки, %
Джерело: складено автором за даними [330; 333; 335].

Додаток Ф.3

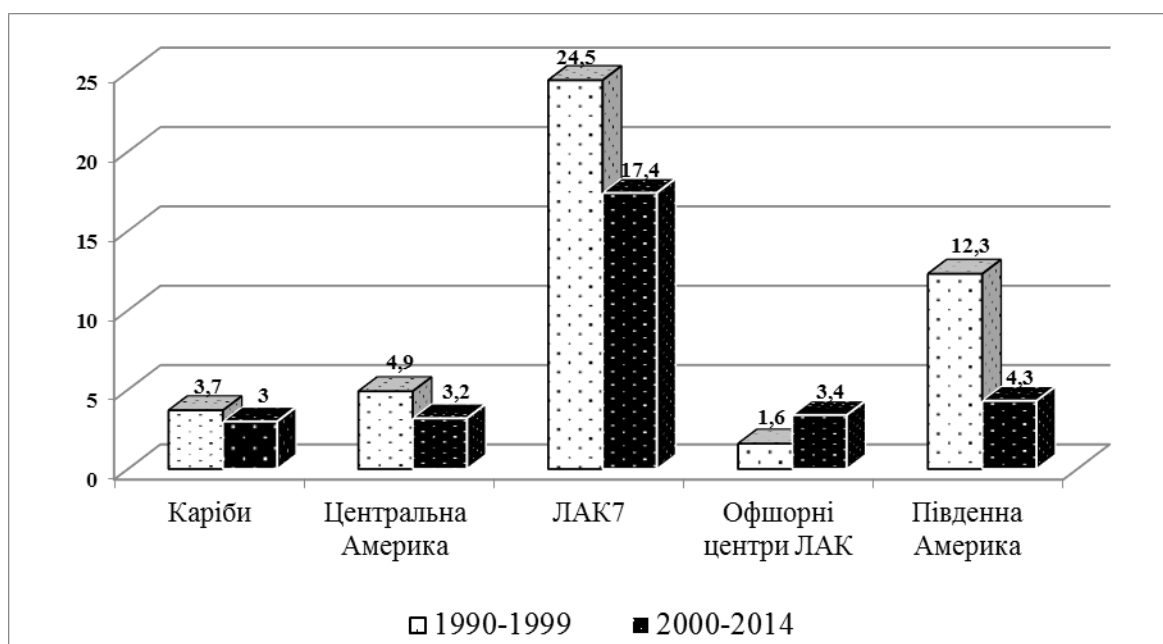


Рис. Ф.3. Обсяг торгів на національних ринках Латинської Америки у розрізі регіонів, %

Джерело: складено автором за даними [330; 333; 335].

Додаток X

Таблиця X.1

Емпіричне дослідження: економіка Еквадору та США

	Еквадор	США
ІСЦ, %		
Середнє змінної (за період)	20,65	2,69
Середнє змінної до доларизації/після доларизації	39,09/5,07	
Z-критерій	29,13	
Стандартне відхилення (за період)	19,07	1,26
Стандартне відхилення до доларизації/після доларизації	12,45/3,22	
F- критерій	14,94	
Кредитна ставка в національній валюті, %		
Середнє змінної (за період)	30,57	6,38
Середнє змінної до доларизації/після доларизації	45/63/13,02	
Z-критерій	28,30	
Стандартне відхилення (за період)	18,67	2,23
Стандартне відхилення до доларизації/після доларизації	12,20/3,01	
F- критерій	16,45	
Зростання ВВП, %		
Середнє змінної (за період)	3,90	2,47
Середнє змінної до доларизації/після доларизації	2,79/4,49	
Z-критерій	3,54	
Стандартне відхилення (за період)	2,46	1,88
Стандартне відхилення до доларизації/після доларизації	1,65/2,61	
F- критерій	2,49	

Джерело: розрахунки автора.

Додаток Ц.1 **Таблиця Ц.1**
Заходи ЦБ країн ЛА у боротьбі з глобальною фінансовою кризою

	Бразилія	Чилі	Колумбія	Мексика	Перу
Управління ліквідністю в національній валюті	Заходи зі скорочення резервних вимог	- Розширений строк репо до 28 днів. - Введені забезпечені кредитні лінії для строку більше 28 днів. - Введений кредитний інструмент (FLAP) на 90 та 180 днів під 0,5 відсотка (2009 р.).	Скорочення резервних вимог		- Реалізація операцій репо на срок до 1 року - Використання валютних свопів для підтримання ліквідності соль. - Скорочення резервних вимог.
Доларовий спот ринок	Продаж 14,3 млрд. дол. протягом жовтня 2008-січня 2009 рр.	Призупинена купівля доларів США (програма накопичення резервів), вересень 2008 р.	Припинено щоденні купівлі 20 млн. дол. США	- Продажі через щоденні аукціони (15,5 млрд. дол. США протягом жовтня 2008-липня 2009), додаткові аукціони (11 млрд. дол. США у жовтні 2008), напряму (1.8 млрд. дол. у лютому 2009)	- Чисті продажі 6,8 млрд дол. протягом вересня 2008-лютого 2009 рр., з яких 4,6 млрд дол. – у вересні-жовтні 2008 р.
Інші заходи, пов'язані з валютним ринком	-Надання кредиту в 9,7 млрд. дол. через свопи на валютному ринку (2008-2009) -Аукціон з кредитування торгівлі на суму 10,6 млрд дол. (2008-2009) -Створення сумісно з ФРС валютної своп лінії на суму 30 млрд. дол. США (2008)	- Введені свопи валютного ринку, спочатку з 28-денним, потім 180-денним строком. - Дозвіл на виконання доларових резервних вимог за допомогою песо.	- Обмеження на неоплачувані резервні вимоги до зовнішнього боргу та попереднє фінансування експорту. - Запит на гнучку кредитну лінію (FCL) від МВФ на суму 10,4 млрд. дол. (квітень 2009).	- Створення валютної своп лінії на суму 30 млрд. дол. сумісно з ФРС (жовтень 2008). - Запит на гнучку кредитну лінію (FCL) від МВФ на суму 47 млрд. дол. (квітень 2009)	- Були створені (але не використовувались) доларові свопи - Продаж сертифікатів, індексованих до долара, але встановлених в соль.

Джерело: складено автором за [325; 327; 328; 329; 336].

Додаток Ц.2

Таблиця Ц.2

Інструменти макропруденційної політики країн ЛА

Інструмент політики	Країна	Мета застосування інструменту
Вимоги до капіталу	Бразилія (2010)	Уповільнення зростання кредитування
Вимоги до ліквідності	Колумбія (2008) Перу (1997)	Управління ризиком ліквідності
Резервні вимоги по банківським депозитам	Перу (2011) Бразилія (2010) Уругвай (2009-2011)	Обмеження зростання кредитування, управління ліквідністю, досягнення макропруденційних цілей монетарної політики
Резервні вимоги до короткострокових зовнішніх зобов'язань банківських установ	Перу (2010-2011)	Збільшення вартості банківського фінансування з метою зміни характеру структури фінансування на довгостроковий
Інструменти для управління валютним кредитним ризиком	Перу (2010) Уругвай (2010)	Допомога фінансовим інститутам в інтерналізації валютних кредитних ризиків, пов'язаних з кредитуванням нехеджованих позичальників
Встановлення лімітів по відкритим валютним позиціям	Бразилія (резервні вимоги по коротким доларовим позиціям спот, 2011) Перу (встановлення лімітів по чистим валютним позиціям похідних інструментів, 2010-2011)	Кількісні заходи з управління валютним ризиком по балансовим та позабалансовим валютним активам та зобов'язанням
Інші інструменти	Перу (встановлення обмежень на зовнішнє інвестування національними пенсійними фондами, 2010)	Захід з полегшення відтоку капіталу та послаблення тиску на валюту, внутрішній попит та споживчі ціни

Джерело: складено автором за [325; 327; 328; 329; 336].

Додаток Ц.3

Таблиця Ц.3

Макропруденційні заходи, прийняті протягом 2013-2014 рр.

Аргентина	<p>У грудні 2013 року Центральний банк випустив короткострокові доларові облігації для фермерів. Податок на купівлю кредитних і дебетових карт за кордоном був збільшений з 20% до 35%.</p> <p>У січні 2014 року уряд зняв заборону на купівлю доларів для заощаджень. З дозволу податкової інспекції населенню дозволили купувати долари на суму, що максимально складає одну п'яту щомісячного доходу за офіційним курсом обміну валюти.</p> <p>У лютому 2014 року центральний банк встановив ліміт на валютні авуари приватних банків на рівні 30% від загального обсягу ліквідних активів.</p>
Болівія	<p>Центральний банк збільшив резервні вимоги до валютних депозитів, які в даний час складають 38%, і очікується, що даний показник буде піднято до 66,5% у 2016 році.</p> <p>З травня 2014 року банківське кредитування виробничого сектора більше не звільняється від обов'язкового резервування у 12% для депозитів в національній валюті.</p>
Бразилія	<p>У грудні 2013 року центральний банк замінив щотижневі доларові аукціони РЕПО на іншу аукціонну програму своп контрактів.</p> <p>У той же час він знизив добову стелю аукціону з 500 млн дол на \$ 200 млн. дол.</p> <p>У січні 2014 року уряд скасував 6% податок на фінансові операції, який застосовувався до валютних позик з терміном погашення від 6 місяців до 1 року.</p>
Перу	<p>Центральний банк неодноразово знижував норму обов'язкового резервування для депозитів в національній валюті – з 16% у 2013 році до 11,5% в 2014 році.</p>
Тринідад і Тобаго	<p>Центральний банк реалізував новий механізм розподілу для продажів іноземної валюти, в результаті чого комерційні банки та небанківські кредитно-фінансові установи отримують доступ до іноземної валюти на конкурсній основі аукціону.</p>
Венесуела	<p>В березні 2014 року Центральний банк підвищив норми обов'язкового резервування з 19% до 21,5% для існуючих чистих зобов'язань та отриманих інвестицій, а також з 22% до 31% - для нових інвестицій.</p> <p>У січні 2014 року було оголошено, що офіційний курс для покриття витрат, таких як поїздки, авіаквитки і грошові перекази (що становив 6,3 болівара за долар), буде змінено на курс 10 боліварів за долар за Комплементарну валютну систему Адміністрації (SICAD). Обсяг пропозиції на щотижневому аукціоні був розширений з 100 млн. дол. США до 220 млн. дол. США.</p> <p>В березні 2014 року вступила в силу система SICAD II, за якою встановлювався офіційний курс 6,3 болівара за долар для імпорту основних товарів, таких як продукти харчування та медикаменти. Ставка системи SICAD діяла для усіх інших товарних груп, а SICAD II слугувала платформою для запиту доларів без обмежень на їх використання.</p>

Джерело: складено автором за [330].

Додаток Ц.4

Таблиця Ц.4

Композитний показник якості уряду (GovQual)

Змінна показника	Ранжування змінної	Характеристика змінної
Якість бюрократії	від 0 до 4	Вимірює інституційний потенціал та якість бюрократії, а також незалежність від політичного тиску. Вищий показник демонструє, що за умов зміни уряду бюрократія має можливість працювати без різких змін у політиці. Якісна, стійка до політичного впливу бюрократія може обмежити проведення недалекоглядної політики.
Показник корупції	від 0 до 6	Вимірює в політичній системі міру, до якої урядовці здатні взяти на себе владні позиції та відповідальність за протекцію бюджетної політики.
Верховенство закону і стан правового порядку	від 0 до 6	Оцінює ступінь міцності та неупередженості судової системи та дотримання закону. Вищий показник цієї змінної також показує ступінь якості функціонування політичних інститутів.

Примітка: показник включено до переліку Міжнародного керівництва з ризиків країни.
Джерело: складено автором за [338].

Додаток Ш

Таблиця Ш.1

Режим інфляційного таргетування в країнах Латинської Америки

Країна	“Якірна база”	Орган, який встановлює цільове значення інфляції	Орган підзвітності і комунікації	Таргет
Бразилія	Долар США, євро	Уряд, ЦБ Бразилії	Комітет з монетарної політики	4,5 (+/-2)
Мексика	Долар США	Банк Мексики	Рада директорів Банку Мексики	3 (+/-1)
Колумбія	Долар США	Банк Республіки	Рада директорів Банку Республіки	3 (+/-1)
Перу	Долар США	Центральний резервний банк Перу	Рада директорів Центрального резервного банку Перу	2 (+/-1)
Чилі	Долар США, євро	ЦБ Чилі	Рада директорів ЦБ Чилі	3 (+/-1)
Парагвай	Долар США, євро	ЦБ Парагваю	Спеціальна група ЦБ Парагваю	3 (+/-1)
Уругвай	Долар США	ЦБ Уругваю	Комітет з монетарної політики	3-7
Гватемала	Долар США	Банк Гватемали	Підрозділ Банку Гватемали	4 (+/-1)
Домініканська Республіка	Долар США	ЦБ Домініканської Республіки	Рада з монетарної політики	4,5 (+/-1)

Джерело: складено автором за [330;337;338].

Додаток Ш

Таблиця Ш.1

Заходи політики дедоларизації країн Латинської Америки

Сфера політики дедоларизації	Країни (роки)	Тип інструменту	Тип доларизації	Заходи політики
Макроекономічна політика та управління державним боргом	Болівія (2006)	Фіскальна політика (оподаткування)	Депозитна доларизація	Звільнення депозитів в національній валюті від оподаткування (незмінне оподаткування депозитів в іноземній валюті)
	Перу (1988-1989)	Фіскальна політика (оподаткування)	Трансакційна доларизація	2% податок на чекові платежі в іноземній валюті
	Болівія (з 2003)	Управління державним боргом	Доларизація державного боргу	Анулювання індексації державного боргу до долара
	Чилі (1984-1986)	Управління державним боргом	Доларизація державного боргу	Перехід від боргу в іноземній валюті до боргу, індексованого за інфляцією
	Мексика (1982), Перу (1985-1987)	Управління державним боргом	Доларизація державного боргу	Перехід до облігацій в національній валюті для фінансування дефіциту бюджету
Фінансова політика	Болівія (2003), Чилі (1989-1997), Мексика (1995-2002), Уругвай (2001)	Альтернативні фінансові інструменти	Фінансова доларизація	Субститутути, індексовані за інфляцією
	Колумбія (1970-і), Перу (1985-1987, 2002)	Альтернативні фінансові інструменти	Фінансова доларизація	Фінансові інструменти, індексовані за відсотковою ставкою Розвиток ринків деривативів Перу: У 2002 році СРВР почав випускати облігації, індексовані за валютним курсом і деноміновані у національній валюті, як механізм виходу на валютний ринок та як інструмент хеджування для форвардних продажів доларів.
	Перу (1985-1987)	Розвиток національних фінансових ринків	Фінансова доларизація	Розвиток ринків в національній валюті
	Чилі (з 2006),	Встановлення стелі	Фінансова доларизація	Встановлення стелі для пенсійних

Пруденційне регулювання	Колумбія (з 2006)			фондів на ризик потенційних втрат від зміни валютного курсу. Чилі: в залежності від типу пенсійного фонду, нехеджовані валютні активи аранжувались від 10 до 40 відсотків загальної кількості ресурсів, а з 2008 року – від 10 до 45 відсотків. Колумбія: коротка позиція обмежується 30 відсотками (у 2006 р. – 20%)
	Мексика (з 1998), до 183 %	Встановлення стелі	Доларизація зобов'язань	Встановлення стелі на зобов'язання в іноземній валюті до основного акціонерного капіталу
	Уругвай (з 1999), Болівія (2001), Парагвай (з 2004), Перу (1996-2007)	Резервні вимоги	Депозитна доларизація	Більш привабливі резервні умови для зобов'язань в національній валюті Уругвай: спеціальні резервні вимоги до депозитів в іноземній валюті Болівія: 2% норма обов'язкових резервів була введена для строкових депозитів в національній валюті, зі строком погашення до 60 днів, а для депозитів в іноземній валюті – зі строком погашення до 360 днів. Парагвай: резервні вимоги в розмірі 26,5 відсотків для депозитів в іноземній валюті та 15 відсотків – в національній (строк погашення до 360 днів). Перу: ставка обов'язкового резервування для депозитів в іноземній валюті на 34% вища, за ставку для депозитів в національній валюті.
	Болівія (з 2005),	Вимоги ліквідності до активів	Доларизація зобов'язань	Вимоги ліквідності до активів в

Пруденційне регулювання	Мексика (з 1998), Перу (з 1998), Уругвай (з 2008)			іноземній валюті Болівія: Вимога граничної ліквідності по активам була збільшена до 7,5 відсотків і застосована по відношенню до вкладів в іноземній валюті, що перевищують 80 відсотків (60 відсотків – у 2007 році) від загального обсягу іноземної валюти та депозитів у національній валюті станом на 31 березня 2005 року. Мексика: Банки повинні інвестувати в ліквідні активи - сума, обчислена за структурою погашення своїх зобов'язань, які підлягають погашенню в іноземній валюті. Перу: Вимога ліквідності становить щонайменше 20 відсотків короткострокових зобов'язань в іноземній валюті. Для зобов'язань в національній валюті вимога ліквідності становить лише 8 відсотків.
Примусова дедоларизація	Перу (1985-1987), Домініканська Республіка (2008)	Обмеження на кредити в іноземній валюті	Доларизація активів – надання домогосподарствам та фірмам кредитів в іноземній валюті	Обмежене валютне кредитування нехеджованих позичальників
	Аргентина (2002-2006)	Обмеження на кредити в іноземній валюті	Доларизація активів – надання домогосподарствам та фірмам кредитів в іноземній валюті	Надання валютних кредитів лише експортерам-резидентам
	Бразилія (2008)	Обмеження на кредити в іноземній валюті	Доларизація активів – надання домогосподарствам та фірмам кредитів в іноземній валюті	Заборона кредитування в іноземній валюті

Примусова дедоларизація	Аргентина (з 2006), Домініканська Республіка (1998- 2000), Парагвай (2007-2009)	Норми регулювання, що дискримінують рахунки в іноземній валюті	Депозитна доларизація	Вимога адміністративного погодження відкриття національних рахунків в іноземній валюті Парагвай: заборона на відкриття резидентами валютних рахунків
	Аргентина (2001- 2001)	Норми регулювання, що дискримінують використання іноземної валюти в якості засобу платежу	Трансакційна доларизація	Ліміт на зняття готівки Аргентина: до 2002 року – ліміт на зняття готівки з рахунків в національній валюті, замороження до 2003 року депозитів в іноземній валюті
	Перу (2000-2005), Бразилія (з 2003)	Норми регулювання, що дискримінують використання іноземної валюти в якості засобу платежу	Трансакційна доларизація	Вимога встановлення цін в національній валюті
	Аргентина (2001- 2002), Мексика (1982), Перу (1985- 1987)	Обов'язкова конвертація	Фінансова доларизація	Конвертація депозитів та активів в іноземній валюті

Джерело: складено автором за [71;175;231;239;240;330;335;337;338].

**Товариство з обмеженою відповідальністю
 «Компанія з управління активами «БОНУМ ГРУП»
 Код ЄДРПОУ 33889111**

**04112, Україна, м. Київ, вул. Дегтярівська, 52
 Тел./факс (044) 483-25-74/ 483-25-93**

Вих. №16/09-15
 від «16» вересня 2015 року

**ДОВІДКА ПРО ВПРОВАДЖЕННЯ
 результатів дисертаційного дослідження «Трансформація доларизації в країнах Латинської
 Америки в умовах глобалізації»
 аспірантки Інституту міжнародних відносин
 Київського національного університету імені Тараса Шевченка
 Зикової Ольги Ігорівни
 (спеціальність 08.00.02 – світове господарство і міжнародні економічні відносини)**

ТОВ КУА «БОНУМ ГРУП» розглянуло пропозиції Зикової О.І., отримані за результатами дисертаційного дослідження «Трансформація доларизації в країнах Латинської Америки в умовах глобалізації». Результати дослідження та рекомендації, які містяться в кандидатській дисертації, мають практичний характер і можуть бути використані надалі у співпраці з інвесторами при формуванні портфелів фондів. Зокрема, цінним у прикладному сенсі є представлений у дисертаційному дослідженні оптимальний підхід до визначення ефективної валютної диверсифікації активів з метою хеджування ризику коливання інфляції та валютного курсу. Такий портфельний підхід демонструє принципову важливість мікроекономічних мотивацій у збереженні вартості активів та підтриманні стабільності доходів в умовах доларизованої економіки.

На особливу увагу заслуговує проведений аналіз впливу глобальних факторів припливу масштабних потоків капіталу на доларизацію активів і пасивів фінансових установ. В умовах експансії глобальної ліквідності перегрів внутрішнього фінансового ринку, зростання вартості активів, підвищення схильності до ризику, зміщення у бік інвестування в нерухомість та цінні папери, прискорення споживання призвели до надмірної внутрішньої ліквідності, що збільшило вразливість фінансового ринку під час світової фінансової кризи.

Особливо цінними з теоретичної та прикладної точки зору вважаємо окреслені в роботі напрямки політики дедоларизації, такі як: дезінфляція та позитивні зрушення у монетарній стратегії, створення стимулів для розвитку національного фінансового ринку та ліберального середовища для фінансових трансакцій, впровадження системи фінансового регулювання та пруденційного нагляду за вразливістю до валютного ризику фінансових установ.

Враховуючи вищезазначене, наголошуємо, що висновки, пропозиції та рекомендації, які містяться в кандидатській дисертації Зикової О.І., будуть використані в плануванні та реалізації інвестиційної політики інститутів спільного інвестування.

Генеральний директор



О.О. Спасіченко



ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "КОМЕРЦІЙНИЙ БАНК "ХРЕЩАТИК"
PUBLIC JOINT-STOCK COMPANY "COMMERCIAL BANK "KHRESCHATYK"

09.12.2015 № 6453

на № _____ від _____

ДОВІДКА

**про практичне впровадження результатів дисертаційної роботи
«Трансформація доларизації в країнах Латинської Америки в умовах глобалізації»
аспірантки Інституту міжнародних відносин
Київського національного університету імені Тараса Шевченка
Зикової Ольги Ігорівни
(спеціальність 08.00.02 – світове господарство і міжнародні економічні відносини)**

Цим підтверджуємо, що окремі теоретичні положення, методичні підходи, практичні висновки та рекомендації дисертаційного дослідження Зикової О.І. знайшли застосування при розробці політики управління активами та пасивами банку. Зокрема, цінним в аналітичному та прикладному сенсі є представлений у роботі оптимальний підхід до визначення ефективної валютної диверсифікації активів з метою хеджування ризику коливання інфляції та валютного курсу.

Заслуговує на увагу проведене у відповідності з сучасними теоретичними підходами дослідження феномену доларизації, який знаходиться на перетині ефективності монетарної політики, розвитку фінансових ринків, трансформації фінансових систем, інституцій ринкової економіки та фінансової глобалізації.

Важливою з огляду на прикладне застосування є представлена у дисертаційному дослідженні латиноамериканська модель політики, спрямована на дедоларизацію, яка охоплює трансформацію макроекономічної політики, інституційні реформи центробанків, гнучкість валютного курсу та зниження інфляції, створення системи фінансового регулювання на основі пруденційного і регуляторного впливу на операції з іноземною валютою, посилення фінансового сектора на основі стимулів для розвитку внутрішнього ринку в національній валюті та запровадження механізмів хеджування валютних ризиків у поєднанні зі створенням ліберального середовища для фінансових трансакцій та уникненням дискримінації операцій з іноземною валютою.

Практичне значення для банку мають представлені в кандидатській дисертації результати емпіричного дослідження ефекту гістерезису депозитної та кредитної доларизації з урахуванням довгострокової рівноваги та короткострокової динаміки.

Зважаючи на вищезазначене, повідомляємо, що методичні рекомендації та висновки Зикової О.І. носять практичний характер та будуть використані фахівцями банку в подальшій роботі.

**Перший Заступник Голови Правління
ПАТ «КБ «ХРЕЩАТИК»**



Ю.Л. Тур

ВСЕУКРАЇНЬСЬКА
ГРОМАДСЬКА
ОРГАНІЗАЦІЯ
«УКРАЇНЬСЬКА
АСОЦІАЦІЯ
ЕКОНОМІСТІВ-
МІЖНАРОДНИКІВ»



Україна
м. Київ
вул. Червоноармійська 51/3
р/р 26005000638901
у ВАТ "АГРОКОМБАНК"
МФО 322302

Вих. № 6/12
від "15" грудня 2015 року

Довідка

Видана аспірантці кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка Зиковій Ользі Ігорівні в тому, що положення та висновки її кандидатської дисертації на тему «Трансформація доларизації в країнах Латинської Америки в умовах глобалізації» були подані до Всеукраїнської громадської організації «Українська асоціація економістів-міжнародників» та враховані в процесі проведення наступних конференцій, круглих столів та наукових читань.

Президент ВГО «УАЕМ»



д.е.н., проф. Філіпенко А.С.



ПЕНСІЙНИЙ ФОНД УКРАЇНИ

вул. Бастіонна, 9, м. Київ-14, 01601 тел. 284-89-33, факс 284-73-37, E-mail: info@pfu.gov.ua Код ЄДРПОУ 00035323

19.01.2016 № 1788/06-20 На № _____ від _____

ДОВІДКА

**про впровадження результатів дисертаційного дослідження
«Трансформація доларизації в країнах Латинської Америки в умовах глобалізації»
аспірантки Інституту міжнародних відносин
Київського національного університету імені Тараса Шевченка
Зикової Ольги Ігорівни
(спеціальність 08.00.02 – світове господарство і міжнародні економічні відносини)**

Видана аспірантці Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка Зиковій Ользі Ігорівні про те, що окремі теоретичні положення та практичні рекомендації її дисертаційного дослідження «Трансформація доларизації в країнах Латинської Америки в умовах глобалізації» були використані в роботі Пенсійного фонду України при підготовці до впровадження другого та третього рівнів пенсійної реформи (накопичувальної системи загальнообов'язкового державного пенсійного страхування та системи недержавного пенсійного забезпечення). Оскільки завдання підвищення рівня життя пенсіонерів, та збереження вартості їх заощаджень ускладнюються у високоінфляційній економіці, а коливання на ринку капіталів відчутні в накопичувальній системі, доларизація відображає пристосування економічних агентів до провалів у сфері монетарної політики та інституційної недосконалості.

На особливу увагу заслугоує проведений аналіз поглиблення фінансових систем та розширення внутрішніх ринків капіталу у контексті надання можливості довогострокових вкладень пенсійних активів у ліквідні інструменти з надійними кривими дохідності, що не тільки уповільнило б падіння добробуту населення та стало заходом хеджування ризику інфляції, а й забезпечило фінансову стабільність пенсійної системи.

Особливо цінними з теоретичної та прикладної точки зору вважаємо досліджену в роботі модернізацію процесів доларизації в умовах глобальної фінансової інтеграції та можливостей доступу до світових джерел заощаджень та зовнішніх запозичень, як приватних так і державних.

Важливим з огляду на прикладне застосування є дослідження макроекономічних реформ, спрямованих на дезінфляцію, зниження частки зовнішнього боргу, реформ монетарної політики, зокрема, перехід на таргетування інфляції, курсову гнучкість, запровадження регуляторних норм щодо адекватної оцінки валютних ризиків, що призвело додоларизації економіки та мало стабілізаційний ефект.

Таким чином, пропозиції та рекомендації, які містяться в кандидатській дисертації Зикової О.І., будуть використані у діяльності Пенсійного Фонду України.

Голова правління
Пенсійного фонду України



О.Б. Зарудний

ІНСТИТУТ МІЖНАРОДНИХ ВІДНОСИН
КИЇВСЬКОГО НАЦІОНАЛЬНОГО
УНІВЕРСИТЕТУ ІМЕНІ ТАРАСА
ШЕВЧЕНКА

04119, м. Київ, вул. Мельникова, 36/1
Тел: (044) 481-44-37
Факс: (044) 481-45-55
E-mail: office@iir.kiev.ua



INSTITUTE OF
INTERNATIONAL RELATIONS
TARAS SHEVCHENKO NATIONAL
UNIVERSITY OF KYIV

36/1, Melnikova St., Kyiv 04119 Ukraine
Phone: (044) 481-44-37
Fax: (044) 481-45-55
E-mail: office@iir.kiev.ua

11.03.2016р № 048/11-092

на _____ від _____

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження «Трансформація
доларизації в країнах Латинської Америки в умовах глобалізації»

аспіранта Інституту міжнародних відносин

Київського національного університету імені Тараса Шевченка

Зикової Ольги Ігорівни

(спеціальність 08.00.02 – світове господарство і міжнародні економічні відносини)

Видана аспіранту кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка **Зиковій Ользі Ігорівни** про те, що теоретичні положення та практичні рекомендації її дисертаційного дослідження впроваджені у практику науково-педагогічної діяльності кафедри міжнародних фінансів.

Окремі положення дисертації щодо зміни ендогенних та екзогенних факторів доларизації в латиноамериканських країнах, ефективності політики дедоларизації в умовах експансії глобальної ліквідності, а також результати емпіричного аналізу ефекту гістерезису депозитної та кредитної доларизації з урахуванням короткострокової динаміки та довгострокової рівноваги використані при підготовці навчально-методичних матеріалів із дисциплін «Фінансові та банківські системи країн», «Міжнародні фінанси», «Міжнародний кредит» та «Світова економіка».

Директор



В.В. Копійка



МІНІСТЕРСТВО ФІНАНСІВ УКРАЇНИ
(Мінфін)

вул. Грушевського, 12/2, м. Київ, 01008, тел. (044) 206-59-47, 206-59-48, факс 425-90-26
E-mail: infomf@minfin.gov.ua Код ЄДРПОУ 00013480

22.03.2016 № 31-14020-11-17/8113
На № _____ від _____

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
«Трансформація доларизації в країнах Латинської Америки в умовах глобалізації»
аспірантки Інституту міжнародних відносин
Київського національного університету імені Тараса Шевченка
Зикової Ольги Ігорівни
(спеціальність 08.00.02 – світове господарство і міжнародні економічні відносини)

Міністерство фінансів України розглянуло пропозиції Зикової О.І., отримані за результатами дисертаційного дослідження «Трансформація доларизації в країнах Латинської Америки в умовах глобалізації». Висновки та рекомендації, які містяться в кандидатській дисертації, мають практичний характер і можуть бути використані в роботі міністерства при запровадженні структурних реформ публічних фінансів для подолання хронічного бюджетного дефіциту, посилення макроекономічної дисципліни та фіскальної консолідації.

Цінним у прикладному сенсі є представлений у дисертаційному дослідженні досвід латиноамериканських країн у застосуванні ефективних стратегій в управлінні валютним курсом, міжнародними резервами та боргом, проведенні зовнішнього дегірингу, інституційного розвитку органів монетарної влади з метою посилення резистентності країн в умовах коливань глобальної ліквідності та підтримання цінової стабільності.

Практичне значення мають представлені в кандидатській дисертації результати емпіричного дослідження ефекту гістерезису та прогнозних рівноважних рівнів депозитної доларизації в залежності від зміни макроекономічних факторів, очікувань інфляції та суверенного дефолту.

Особливо значимими з теоретичної та прикладної точки зору вважаємо окреслені в роботі напрямки політики дедоларизації, такі як: дезінфляція та позитивні зрушення у монетарній стратегії, створення стимулів для розвитку національного фінансового ринку, впровадження системи фінансового регулювання та нагляду за вразливістю до валютного ризику.

Враховуючи вищезазначене, наголошуємо, що висновки, пропозиції та рекомендації, які містяться в кандидатській дисертації Зикової О.І., будуть використані в роботі міністерства.

195878 *

Заступник Міністра
з питань європейської інтеграції

А. ШЕВАЛЬОВ