

МАКРОЕКОНОМІЧНІ АСПЕКТИ СУЧАСНОЇ ЕКОНОМІКИ

3. Григорків В.С. Фінансова математика [текст] підручник / В.С. Григорків, О.І. Ярошенко, П.О. Нікіфоров. – Чернівці: ЧНУ, 2011. – 488 с.
4. Жебчук Р.Л. Бюджетний потенціал: суть, структура та взаємозв'язок з бюджетним плануванням / Р.Л. Жебчук // Науковий вісник Чернівецького університету: Зб. наук. праць. Вип. 694–695. Економіка. – Чернівці: ЧНУ, 2014. – 180 с.
5. Зенченко С.В. Бюджетный потенциал региона и методические подходы к его оценке / С.В. Зенченко // Региональные проблемы преобразования экономики №1(14). – Махачкала: РАН ИСЭИ ДНЦ, 2008.
6. Кремень В.М. Фінансова статистика [текст] навч. посіб. / В.М. Кремень, О.І. Кремень. – К.: «Центр учебової літератури», 2014. – 368 с.
7. Мироненко С., Терехов А. Методы оценки доходного потенциала бюджетов региона и муниципальных образований // Микроэкономика, 2007. – №5. – С. 31.
8. Про бюджетну класифікацію. Наказ Міністерства фінансів України №11 від 14.01.2011. [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: http://www.mfin.gov.ua/control/uk/publish/article%3Fart_id=356065&cat_id=355990
9. Решина Г., Воциш А. Бюджетний потенціал місцевого самоврядування в реалізації принципів регіональної політики в Латвії // Актуальні проблеми економіки. – 2014. – №3(153). – С. 292–298.

УДК 336.743.4

О.І. ЗИКОВА,

аспірант, Інститут міжнародних відносин, Київський національний університет ім. Тараса Шевченка
Системні ризики фінансової доларизації

У статті проведено аналіз структурних та інституційних складових недосконалості фінансових систем країн з ринками, що формуються, як детермінант макроекономічної нестабільності та фінансової доларизації. В роботі виявлено кореляційну залежність рівня фінансової доларизації з групою системних ризиків та встановлено її пряму залежність від інфляційного ризику, ризику дефолту та суверенного ризику. Також у рамках портфельного підходу до виявлення факторів фінансової доларизації автором проведено дослідження ризику довіри до монетарної політики, кредитного ризику та цінового ризику при формуванні хеджованого портфелю валют MVP.

Ключові слова: фінансова доларизація, гістерезис доларизації, інфляція, державний борг, ризик суверенного дефолту, портфель з мінімальною варіацією.

О.І. ЗИКОВА,

аспирантка, Институт международных отношений, Киевский национальный университет им. Тараса Шевченко

Системные риски финансовой долларизации

В статье проведен анализ структурных и институциональных составляющих несовершенности финансовых систем в странах с формирующимиися рынками как детерминант макроэкономической нестабильности и финансовой долларизации. В работе определена кореляционная зависимость уровня финансовой долларизации с рядом системных рисков и установлена ее прямая зависимость от инфляционного риска, риска дефолта и суверенного риска. Также в рамках портфельного подхода к выявлению детерминант финансовой долларизации автором проведено исследование риска доверия к монетарной политике, кредитного риска и ценового риска при формировании хеджированного портфеля валют MVP.

Ключевые слова: финансовая долларизация, гистерезис долларизации, инфляция, государственный долг, риск суверенного дефолта, портфель с минимальной вариацией.

O. ZYKOVA,

Ph.D. student, Institute of International Relations, Taras Shevchenko Kyiv National University

Systemic risks of financial dollarization

The article is devoted to the analysis of the structural and institutional components of the imperfection of the financial systems of the emerging economies. It refers to the determinant of the macroeconomic instability and financial dollarization. Moreover, the article reflects the correlation between systemic risks and the level of financial dollarization, reveals its direct dependence on the inflation risk, default risk and sovereign risk. Within the portfolio approach in determination of the factors of financial dollarization the author provides analysis of the monetary credibility gap risk, credit risk and price risk that may arise while forming the hedged MVP portfolio.

Keywords: financial dollarization, dollarization hysteresis, inflation, public debt, sovereign default risk, Minimum Variance Portfolio.

Постановка проблеми. Лібералізація руху капіталу та переход до плаваючих курсів створили передумови для швидкого розвитку міжнародних валютних та фінансових ринків. Із 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. Неоднозначні наслідки для фінансових систем, які пов'язані зі зрушеннями в напрямах, структурі та швидкості руху потоків капіталу, призвели до появи феномену доларизації.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. Проблема доларизації активів і доларизації зобов'язань як одночасне і взаємопов'язане явище розглядається в роботах Г. Кальво та П. Гвідотті (1989), А. Айзе та Е. Леві-Єяті (1998), Г. Де Ніколо, П. Хоногана та А. Айзе (2003), К. Рейнхарда, К. Рогоффа та М. Савастано (2003). Так, А. Айзе та Е. Леві-Єяті досліджують питання рівноважної доларизації, що обертається навколо паритету процентних ставок і портфеля мінімальної варіації (MVP). Т. Баліньйо, Г. Кальво та К. Вег визначають приток капіталу як фактор зростання фі-

МАКРОЕКОНОМІЧНІ АСПЕКТИ СУЧАСНОЇ ЕКОНОМІКИ

нансової доларизації в періоди стабілізації економіки. Однією з ключових тем дослідження науковців Ф. Вієра, М. Холланда та М. Резенде є аналіз кореляції рівня інфляції, доларизації та відношення боргу до ВВП. Також емпірично досліджено кореляцію інфляції з рівнем доларизації у працях Е. Леві–Єяті (2006), Г. Де Ніколо (2005), Е. Бача (2007, 2009). Вчені М. Савастано (1992) та Е. Леві–Єяті (2006) дослідили вплив інституційних факторів на підвищення рівня доларизації.

Низка вітчизняних науковців, серед яких В. Стельмах, О. Береславська, В. Козюк, В. Шевчук, Н. Гребеник і В. Геєць, приділяли значну увагу дослідження процесів фінансової доларизації з метою визначення напрямів розвитку монетарної політики щодо подолання негативних наслідків цього феномену.

Метою статті є ідентифікація та аналіз структурних та інституціональних системних ризиків доларизації активів та пасивів, визначення шляхів хеджування портфеля валют.

Виклад основного матеріалу. Глобальна фінансова інтеграція на тлі покращення макроекономічної ситуації в країнах з ринками, що формуються, посилює їхню спроможність до нагромадження суверенних та приватних боргів, трансформуючи на структурному рівні проблему доларизації активів у доларизацію пасивів.

Недосконалість фінансової системи. Вразливість фінансової системи країн, що розвиваються, та країн з ринками, що формуються, полягає в її внутрішній недосконалості.

На рівні фінансової галузі доларизація може бути пояснена з погляду гіпотези «першородного гріха» (originalsin). Гіпотеза була запропонована Р. Хаусманом та Б. Ейхенгріном у 1999 році [6, с. 3]. Вони визначають гіпотезу «першородного гріха» як недосконалість національного фінансового ринку, яка не дозволяє видавати міжнародні позики у внутрішній валюті або позичати на місцевому ринку на довгостроковий період. Дійсно, в більшості країн, що розвиваються, фінансовий ринок ще настільки слабкий, що місцеві позичальники внаслідок високих ризиків не мають можливості позичати на тривалий період. Крім того, дефіцит внутрішніх заощадень такий великий, що значний обсяг фінансових ресурсів можна привернути тільки з–за кордону. В таких умовах усі інвестиційні проекти в країні матимуть або валютний (джерела фінансування – зовнішні, а джерела доходів – внутрішні), або тимчасовий (довгострокові проекти фінансуються за рахунок короткострокових позик) диспаритет. Диспаритети не існували б, якби банки і фірми хеджували свою валютну і термінову позицію. Проте проблема полягає в тому, що країна, чий зовнішній борг деномінований в іноземній валюті, за визначенням не здатна страхувати свої ризики, оскільки відсутній контрагент, який міг би зняти їх на себе [6, с. 11].

Таким чином, фінансова доларизація є неминучим результатом нездатності фінансового сектору хеджувати свої ризики, яка утримує його на низькій стадії економічного розвитку.

Зовнішні запозичення в іноземній валюті публічного та приватного секторів є наслідком монетарної нестабільності, що справляє деструктивний вплив на розвиток фінансової системи. Однак практика багатьох країн показує, що зростання зовнішніх запозичень публічного та приватного секторів може відображати виникнення більш сприятливих глобальних тенденцій, які здешевлюють вартість капіталу,

порівняно з локальними умовами. Звідси глобальні фактори фінансової доларизації можуть посилювати інтерес до застосування іноземної валюти в операціях з капіталом через різного роду канали приватних банківських запозичень.

Рішення уряду щодо валютної структури державних запозичень не завжди продиктоване внутрішніми монетарними проблемами. Недостатня глибина національного ринку капіталів спонукає до виходу на зовнішні ринки. Внутрішні запозичення в іноземній валюті, як правило, свідчать про ризикову фіскальну політику. Такі умови генерують макроекономічну нестабільність і посилюють доларизацію через очікування девальвації. Досвід Мексиканської кризи 1994 року, російського дефолту 1998 року, краху аргентинської валутної ради у 2001 році позначений спільним моментом – доларизацією внутрішніх публічних запозичень на передодні обвалу валютних курсів. З іншого боку, зростання частки внутрішніх доларизованих запозичень уряду кореспондує з практикою реалізації програм макроекономічної стабілізації на основі фіксованого курсу, що було характерно у 1990-х роках. Врахування негативного досвіду тих років та структурні реформи змінили розуміння необхідності розвитку внутрішніх запозичень у національній валюті.

Рівень відкритості фінансової системи є важливим чинником, що пояснює фінансову доларизацію. Як правило, більш фінансово відкриті економіки з меншою кількістю обмежень на рух капіталу мають більший рівень доларизації депозитів через їх підвищенну здатність як взяти, так і надати кредити за кордоном, збільшуючи закупівлю валютних активів вітчизняними інвесторами. Окрім того, більша мобільність капіталу підвищує чутливість портфелю вітчизняних резидентів до іноземних валютних курсів [1, с. 19–21].

Важливу роль у дослідженні фінансової доларизації відіграє розвиток ринку цінних паперів у національній валюті. Е. Леві–Єяті та Е. Бача у своїх працях показали, що чим більш розвиненим є ринок цінних паперів у національній валюті тієї чи іншої країни, тим більшою є його фінансова глибина. І чим більшою є ця глибина, тим меншою є кількість банківських активів в іноземній валюті, як правило, за умови, що ринок активів у національній валюті розвивається [14, с. 34–36].

Інфляційні ризики. Доларизація економіки завжди тісно пов’язана з інфляцією. Окрім того, деякі дослідження підтверджують той факт, що рівень доларизації залишається відносно високим навіть після того, як темпи інфляції зменшуються. У цьому випадку інфляція та ризик настання інфляції пояснюють причини виникнення та розгортання процесу доларизації. Багато країн засвідчили, що навіть за умов зниження рівнів інфляції зберігався високий попит на депозити, деноміновані у долари США, або доларові активи, або зобов’язання США. Причиною цьому слугував ризик повернення інфляції.

У науковій літературі існує декілька пояснень так званому гістерезису доларизації – збереження високого рівня доларизації навіть за умов зниження інфляції [15, с. 7].

Традиційні теорії валютного заміщення стверджують про укорінення «пам’яті» інфляції минулих періодів [17, с. 2]. Рівні інфляції попередніх періодів викликають високі інфляційні очікування і доларизацію платежів навіть після багатьох років макроекономічної стабільності. Окрім того, П. Гвідотті та К. Родрігес пояснюють гістерезис доларизації як наслідок «фік-

МАКРОЕКОНОМІЧНІ АСПЕКТИ СУЧАСНОЇ ЕКОНОМІКИ

сованої вартості переходу на іншу валюту» [7, с. 1–2]. Відповідно до підходу валютного заміщення переход від національної до іноземної валюти як засобу платежу, що є результатом високої внутрішньої інфляції, є дорогим і довготривалим процесом. Таким чином, доки вигоди від переходу до твердої іноземної валюти не компенсують пов'язані з цим витрати, національна інфляція може коливатися, не викликаючи жодних змін у рівні доларизації. Портфельний підхід інакше пояснює гістерезис доларизації. У цій моделі, якщо волатильність інфляції залишається високою в порівнянні з волатильністю валютного курсу, гістерезис може статися навіть за умови, що у країні відсутні наслідки попередніх економічних диспропорцій. Емпіричні результати А. Айзе і Е. Леві–Еяті підтверджують цю гіпотезу. Використовуючи дані про волатильність інфляції і волатильність валютного курсу за попередні роки, автори розрахували частку доларових активів в MVP і переконалися, що вона наближається до показника поточної доларизації п'ятірки найбільш доларизованих економік в Латинській Америці – Аргентини, Болівії, Мексики, Перу та Уругваю. Більш пізні праці виявили позитивний зв'язок між часткою доларів США в MVP і рівнем доларизації. Ці результати показують, що цільові показники інфляції в поєднанні з режимом вільного плавання валютного курсу повинні поступово скорочувати фінансову доларизацію [12, с. 323–347].

Серед факторів, що пояснюють гістерезис доларизації, можна назвати також слабкі інститути (тобто відсутність довіри до стабілізаційного плану уряду) і фінансову адаптацію (тобто розвиток нових фінансових інструментів). Оскільки створення нових фінансових продуктів є дорогими інвестиціями, вітчизняні агенти будуть продовжувати використовувати ці інструменти, тим самим зменшуючи попит на національну валюту. Okрім того, стійкі притоки капіталу у зв'язку зі зростанням довіри – особливо прямі іноземні інвестиції – спричиняють зростання фінансової доларизації в періоди стабілізації економіки [2, с. 7–8; 4, с. 12–13].

У деяких випадках ефект гістерезису може пояснюватися психологічними факторами, наприклад недовірою населення до політики стабілізації, що проводиться урядом і центральним банком.

Ризик суверенного дефолту. Враховуючи, що доларизація зберігається навіть після зниження інфляції, можна висунути гіпотезу, що таку тенденцію можна пояснити високим рівнем державного боргу і суверенних ризиків. Важливо оцінити, наскільки релевантним є ризик дефолту до ризику інфляції. Ключова гіпотеза полягає в тому, що висока заборгованість у поєднанні із системними ризиками, такими як мінливість інфляції і ризик дефолту за борговими зобов'язаннями, пояснює збе-

реження фінансової доларизації, навіть після того, як інфляція зменшилась. Той факт, що доларизація зберігається і залишається високою, незважаючи на скорочення інфляції, можна пояснити тим, що зростаючі рівні внутрішньої державної заборгованості збільшують ризик суверенного дефолту, особливо в економіках зі слабкою інвестиційною позицією. Висока державна заборгованість породжує занепокоєння серед інвесторів з приводу можливого настання урядового дефолту, що, своєю чергою, призводить до формування очікувань настання інфляції, навіть в умовах наявної низької інфляції.

Науковці Ф. Віера, М. Холланд та М. Резенде створили вибірку з 79 країн п'яти континентів – Африки, Північної Америки (за винятком Сполучених Штатів), Південної і Центральної Америки (надалі – Америка), Азії та Європи – за періоди 1991–1998 та 1999–2006 років. Дані вибірка включає країни, що розвиваються, в яких значна частка активів та зобов'язань утримуються в іноземній валюті, а інфляція є триვалою та високою (Аргентина, Болівія і Перу). Також до вибірки включені країни, що підтримують велику частину своїх внутрішніх банківських депозитів в іноземній валюті (фінансова доларизація), в основному в доларах США, навіть після того, як висока інфляція була подолана [18, с. 1700].

Варто відзначити, що за даними емпіричного аналізу, доларизація зросла в цій групі країн навіть після того, коли інфляція знизилася (див. табл.). Починаючи з 1999 року, незважаючи на керування інфляцією, рівень доларизації зріс, досягнувши у середньому 29,5% в Америці (за винятком США). Такі країни, як Уругвай і Болівія, залишилися високо доларизованими, з утриманням більш ніж 80% своїх активів в іноземній валюті, хоча інфляція значно знизилася з 1997 року.

Тринадцять країн із вибірки показали, що доларизація зросла на 1,6 процентного пункту (п.п.) в роки зниження інфляції. Okрім того, 50 з 79 країн показали збільшення доларизації на 1 п.п. або більше в роки, коли інфляція знизилася принаймні на 1 п.п.

У тих країнах, де рівень інфляції не мав сильної кореляції з рівнем доларизації, вчені провели оцінку ролі волатильності інфляції. Волатильність інфляції в періоди 1991–1998 і 1999–2006 років показує дуже незначне зниження в усіх чотирьох регіонах, у той час як доларизовані депозити виросли на понад як 3 п.п. у кожному регіоні зі зростанням загального рівня доларизації на 10,5 п.п. та на 30% – рівня депозитної доларизації. Частка долара в MVP також зменшувалася в усіх чотирьох регіонах у періоди 1991–1998 і 1999–2006 років.

Темпи інфляції знизилися в усіх регіонах, у той час як доларизація депозитів збільшилася. З огляду на низькі рівні ін-

Середня інфляція, рівень доларизації та відношення боргу до ВВП, %

Регіон та кількість країн	Доларизовані депозити, 1991–1998	Інфляція, 1991–1998	Борг/ВВП, 1991–1998	Доларизовані депозити, 1999–2006	Інфляція, 1999–2006	Борг/ВВП, 1999–2006
Латинська, Північна, Південна, Центральна Америка (22)	27,6	15,9	54,5	30,7	5,9	55,6
Африка (4)	32,8	13,4	71,4	36,2	4,2	68,6
Азія (25)	22,1	7,9	56,1	27,2	3,8	60,8
Європа (28)	23,4	15,7	50,1	26,7	6,5	45,9

Джерело: [16; 19].

МАКРОЕКОНОМІЧНІ АСПЕКТИ СУЧАСНОЇ ЕКОНОМІКИ

фляції причиною підвищеної фінансової доларизації економіки в цих країнах може бути державна заборгованість, що в майбутньому може викликати високу інфляцію. Рівні державної заборгованості, що вимірюється як відношення внутрішнього державного боргу до ВВП, зросли у країнах Америки та Азії, а в країнах Європи та Африки заборгованість зменшилась у 1999–2006 роках порівняно з періодом 1991–1998 років [18, с. 1700].

Після зниження темпів інфляції обсяги номінованих в іноземній валюті депозитів залишаються значними через високі показники відношення боргу до ВВП, особливо в спекулятивній економіці. Високий державний борг призводить до очікування дефолту. 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 призводить до знецінення валюти, а також викликає інфляцію через канал валютного курсу.

Іншою змінною в поясненні постійної доларизації є міра суверенного ризику, яка вказує на рівень інвестиційної привабливості країни, відображаючи сприяття ризику, що міжнародні агентства використовують, аби оцінити суверенні держави. Досліджуючи роль фінансової доларизації і системного ризику у визначенні реальної процентної ставки групи країн, вчений Е. Бача використував цю змінну як визначальний показник ризику суверенного дефолту поряд із доходом на душу населення [3, с. 358]. Держави, які ще не досягли статусу високого інвестиційного рівня, представляють вищі ризики суверенного дефолту, ніж ті, які є інвестиційно розвиненими. Таким чином, міжнародні агентства та інвестори вважають інвестиційно повноцінну економіку як таку, що здатна виконати свої фінансові зобов’язання, заохочуючи купівллю національних (вітчизняних) активів у місцевій валюті та зменшення доларизації.

Дефіцит державного бюджету може бути покритий за рахунок підвищення податків, емісії грошей або запозичення за рахунок державних облігацій. Емісія грошей (у даному випадку – монетизація боргу) і сенчораж можуть викликати інфляцію неконтрольованого рівня. Така практика була поширена по всьому світу, особливо в тих країнах, які пережили війни або зниження цін на експорт. Ці обставини створюють необхідність фінансування дефіциту державного бюджету за рахунок випуску грошей, враховуючи низьку залежність інвесторів від своїх облігацій. Окрім того, багато країн Латинської Америки вдалися до масових грошових емісій для покриття витрат, спричинених низьким попитом на внутрішні облігації, що не дозволило покрити витрати, викликані борговими зобов’язаннями та збільшенням внутрішнього боргу. Тим не менш деякі дослідження показують, що зниження інфляції в дев’яності роках слідувало зменшення сенчоражу як у розвинених країнах, так і в економіках з ринками, що формуються. Дж. Хокінс показав, що сенчораж знизвися протягом 80–90-х років у таких країнах, як Китай, Філіппіни, Бразилія, Мексика та Великобританія [8, с. 75]. Окрім того, як зазначили Г. Де Ніколо, П. Хоноган та А. Айзе, зниження рівнів інфляції мало вплив на розвиток внутрішніх фінансових ринків. Автор показав, що 1 п.п. збільшення рівня інфляції викликає середнє зниження фінансової глибини економі-

ки на 0,5 п.п. Ця фінансова глибина викликала збільшення випуску облігацій урядом у 90-ті роки [5, с. 20–22].

Згідно з гіпотезою, висунутою вченими Ф. Вієра, М. Голландом та М. Резенде, випуск державних облігацій для фінансування державних витрат може генерувати очікування зростання цін в економіці, підвищуючи ризик, з яким стикаються інвестори при купівлі активів в національній валюті (риск майбутньої інфляції). Якщо національні та іноземні інвестори розуміють, що облігації уряду несуть ризик і що уряд може не виконувати свої зобов’язання за облігаціями, інвесторам не вистачатиме стимулів для здійснення інвестицій у національні активи, навіть якщо поточні рівні інфляції будуть низькими. Таким чином, державні облігації повинні сприйматися як кредитний ризик навіть за умов низької інфляції, тому зменшення показника співвідношення боргу до ВВП і бюджетна консолідація мають важливе значення для створення надійного правового та інституційного середовища для інвесторів [18, с. 1701].

Хеджування ризиків при фінансовій доларизації. Банківська система характеризується фінансовою доларизацією, коли істотна частка не тільки фінансових активів, а й пасивів має номінал в іноземній валюті. А. Айзе досліджує фінансову доларизацію як явище, що виникло в національних умовах у результаті рівноваги на кредитному ринку між кредиторами і позичальниками, які оптимізують на валютній композиції кредитних угод [9, с. 5–9]. В економіці взаємодіють такі економічні агенти: 1) уряд, включаючи органи грошово-кредитної політики та органи пруденційного нагляду; 2) інвестори, які не наплаштовані на ризик та інвестують у гарантовані депозити змішаного типу (депозити в національній та іноземній валютах); 3) корпорації, нейтральні до ризику, які за позичують як у національній, так і в іноземній валютах для фінансування проектів; 4) банки, які виступають посередником між корпораціями та інвесторами [10, с. 4].

В економіці раптові хвилювання реальних та капітальних рахунків мають негативний вплив на рівновагу реального валютного курсу, спричиняючи завищений або занижений валютний курс. Відображаючи асиметричність цінової нееластичності, недооцінка одразу вирішується шляхом підняття цін, у той час як переоцінка може уповільнитись завдяки стриманій монетарній політиці в питанні девальвації валютного курсу. Так, переоцінка валютного курсу продовжує формуватися до тих пір, поки врешті–решт вона не буде припинена завдяки широкій номінальній девальвації [11, с. 4].

Ризик недовіри до монетарної політики. Монетарна політика встановлюється після виявлення шоку і тоді, коли йому вже не можна зарадити. Органи монетарної політики, базуючись на усвідомленні шоку, повинні вирішити, чи варто продовжувати підтримувати валютний курс на його поточному рівні, чи провести обезцінення задля того, щоб досягти рівноважного реального валютного курсу. Вибір порогового значення девальвації (*devaluation threshold*), δ базується на порівнянні підтримуючих ефектів від недевальвації та девальвації. Недевальвація включає втрату активів від переоцінки та можливі фінансові втрати, спричинені слабкою економічною активністю. Девальвація відображає занепокоєння уряду з приводу фінансових потрясінь, індуційованих девальвацією, або інфляційних наслідків від девальвації, коли монетарній політиці бракує довіри [10, с. 5].

Чим вищою є криза довіри до монетарної політики, тим вищою буде очікувана інфляційна складова девальвації, V , і отже тим вищими будуть негативні наслідки, пов'язані з девальвацією.

Якщо хвилювання щодо монетарної стабільності повністю переважають над хвилюваннями щодо фінансової стабільності, порогове значення девальвації є екзогенным до доларизації. Якщо ж хвилювання щодо фінансової стабільності повністю переважають над хвилюваннями щодо монетарної стабільності, порогове значення девальвації входить до функції доларизації, і тут мають місце три можливі сценарії:

1) коли недевальвація ініціює дефолт, керівні органи проведуть девальвацію, як тільки виникне необхідність запобігти дефолту;

2) коли девальвація ініціює дефолт, керівні органи вживають заходів з утримання девальвації в тій мірі, яка необхідна для уникнення дефолту;

3) якщо виник дефолт, незалежно від того, девальвована валюта чи ні, хвилювання щодо фінансової напруги зводяться нанівець і уряд проводить девальвацію [11, с. 8].

Ціновий ризик та премії за національною валютою. У випадку коли доходи від реалізації проекту є достатньо високими, щоб ліквідувати кредитний ризик, слід визначити кредитну безризикову номінальну відсоткову ставку $R^*(\lambda_i, \delta)$

яку має маржинальний кредитор або позичальник в економіці з монетарним правилом δ . Оскільки позичальники є нейтральними до ризику, паритет відсоткових ставок починен підтримуватись і гарантувати, що очікувана реальна кредитна безризикова ставка, r^* , є єдиною для будь-якої кредитної комбінації. Припускаючи, що існує досконала мобільність капіталу, та виключаючи ризик країни, гарантується, що номінальна кредитна безризикова ставка за доларом США є такою ж, як ставка за доларом США, R_D^* . До того ж для будь-якої кредитної комбінації прирівнюються очікувана реальна кредитна безризикова ставка до номінальної ставки, встановленої для очікуваних оціночних вартостей доходів та витрат, спричинених девальвацією та інфляцією [10, с. 6].

Таким чином, іноземна валюта має негативну премію, відображаючи оціночну вартість доходів у разі номінальної девальвації, в той час 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, яка може вводити по-правку на переоцінку (ревальвацію) валютного курсу через номінальну девальвацію, але ніколи – на недооцінку (девальвацію) через подорожчання валюти. Тому обирають іноземну валюту, яка стає одностороннім парі (one-sidedbet): її вартість порівняно з національною валютою може лише підніматись, але не знижуватись. Цей фактор виступає основною детермінантою високої доларизації в економіці з наявним кредитним ризиком. Національна валюта є неповноцінною порівняно з іноземною через недостатній рівень довіри до монетарної політики. Чим нижчим є рівень довіри (чим вище є V), тим вищою є номінальна вартість національної валюти, відображаючи вищу вірогідність інфляційних втрат [13, с. 8].

Вчений вводить альтернативу національній валюти – портфель з комбінацією валют, для якого $\lambda_i = V$, де λ_i – доларова

частка в портфелі маржинальних кредиторів (marginallender) чи маржинальних позичальників (marginalborrower), V – очікувана інфляційна складова девальвації. Дохід даного портфеля є інваріантним (незмінним) до наслідків девальвації, оскільки доходи за активами в іноземній валюті в момент девальвації компенсируються витратами за активами в національній валюті.

$$R_{MVP}^* = R^*(V, \bar{\delta}) = r^*. \quad (1.12)$$

Цей повністю хеджований портфель отримав назву Minimum Variance Portfolio (MVP) – портфель із мінімальною варіацією і відповідає MVPs як композитивній валюті. Для $V = 0$ ставка MVP дорівнює відсотковій ставці за національною валуютою. Таким чином, MVP можна розглядати як абсолютно надійний замінник національної валюті, що захищає інвестора від інфляційних втрат, викликаних девальвацією валюти. З боку позичальників, коли ціна зростає на величину V після обезцінення, MVP також виступає в ролі валюти, в яку «деноміновані» їх ціни, а отже такої, що мінімізує невідповідності в балансі [12, с. 323–347].

За відсутності схильності до ризику інвестори та позичальники опікуються лише очікуваними доходами. Оскільки останні кориговані за паритетом відсоткових ставок, учасники фінансового ринку є індиферентними до комбінації валют. Однак коли інвестори схильні до ризику, їм варто обрати портфель, який найкращим чином дозволить їм забезпечити максимальний дохід. Якщо їхні фінансові та нефінансові доходи є некорельзованими, це зменшує вірогідність обрання комбінації з найменш волатильними доходами. Має переважати комбінація MVP, а доларизація має визначатись за часткою іноземної валюти MVP ($\lambda = V$). Це основний висновок в роботі А. Айзе та Е. Леві–Єяті [12, с. 323–347]. Доларизація MVP може бути виражена як коваріація рівня ціни та номінального валютного курсу, поділена на варіацію (коливання) номінального валютного курсу; або, аналогічно, як показник стандартного відхилення валютного курсу та рівня ціни, встановлюючи їх кореляцію. Варто зауважити, що рівень доларизації не залежить від ймовірності зміни режиму. Він залежить лише від очікуваної монетарної політики, що проводиться у зв'язку з потрясіннями валютного курсу.

Коли нефінансовий та фінансовий доходи є корельзованими, інвестори надають перевагу такій комбінації, за якої надходження є вищими, коли нефінансові доходи є нижчими. Якщо нефінансовий дохід матиме негативну кореляцію з валютним курсом (девальвація співпадає зі скороченням випуску виробленої продукції), це стане поштовхом до використання іноземної валюти як «зони безпеки», вище рівня MVP. Однак у цій моделі за відсутності кредитного ризику ситуація протилежна. Дохід від реалізації проекту (випуск продукції та прибуток) зростає з обезціненням валюти. Звідси ефект «зони безпеки» буде підтримуватись національною валуютою, а не іноземною.

Кредитний ризик та порогові значення дефолту. Розглянемо сценарій, за якого інвестори є нейтральними до ризику, коли корпорації можуть збанкрутити, але банки тримають достатній рівень капіталу, щоб залишитись платоспроможними за прояву шоку будь-якої величини. Нехай $R(\lambda_i, \delta)$ – номінальна кредитна ставка, пов'язана з комбінацією валют δ та монетарною політикою δ за існування кредитного ризику. Номіналь-

МАКРОЕКОНОМІЧНІ АСПЕКТИ СУЧАСНОЇ ЕКОНОМІКИ

ні ставки мають зрости, щоб включити очікувані кредитні витрати, що є функцією монетарної політики, комбінацію валют та профіль доходів від реалізації проекту. Всі зазначені фактори є ендогенними (внутрішніми). Дефолт може виникнути або через девальвацію, яка ініціює оціночні втрати високо доларизованого кредиту (наприклад, через валютний ризик), або через переоцінку валюти (наприклад, відсутність обезцінення), що знижує рівень доходу від реалізації проекту нижче можливо отриманого за кредитною ставкою. В цьому останньому випадку дефолт настає через поєднання кредитних ризиків – кредитний ризик, викликаний випуском продукції, та кредитний ризик, викликаний відсотковою ставкою [11, с. 18].

У разі дефолту, спричиненого девальвацією, дохід за по-зигою в іноземній валюти, ρ , є нижчим за дохід за безризиковою ставкою, але вищим за дохід при відсутності девальвації, R_D^* . MVP повинна компенсувати шляхом пропозиції вищого доходу, ніж ставка в іноземній валюти за відсутності девальвації. Позика за MVP не наражається на валютний ризик, але є більш «дорогою», а отже більше наражається на ризик відсоткової ставки в разі відсутності девальвації.

Чим більш чутливими є доходи від реалізації проекту до переоцінки валюти (чим вищим є μ), тим більше просто-ру розкривається для ризику відсоткової ставки та випуску продукції, оскільки доходи будуть нижче рівноважного рівня. Зростання δ має подібний ефект; побоювання коливань валютного курсу сприяє скороченню простору для розгортання валютного ризику, проте розширює простір для ризику відсоткової ставки. Національна валюта підлягає більшому на-раженню на валютний ризик, аніж MVP, через той факт, що вартість національної валюти зменшується під дією інфляції за умови проведення обезцінення валюти (отже, номінальна відсоткова ставка є вищою) [10, с. 10].

Рівноважна доларизація. Якщо монетарна політика відображає агреговану доларизацію, індивідуальні агенти приймають її як таку (наприклад, через колективний вибір), коли формують свої портфелі.

При досконалій інформації та несхильності до ризику кредитний ризик є повністю інтерналізованим та банки оцінюють свої кредити таким чином, щоб мінімізувати очікувані ліквідаційні витрати, наприклад кредитний ризик. Таким чином, перевага надається високодоларизованій комбінації на противагу низькодоларизованій, якщо валютний ризик першої є нижчим за ризик відсоткової ставки другої.

Висновки

Фінансова доларизація є наслідком недосконалості фінансової системи, що проявляється в недостатній глибині фінансового ринку, нерозвиненості ринку цінних паперів в національній валюті, нездатності фінансового сектора хеджувати свої ризики.

Результати оцінки чинників доларизації свідчать про можливість боротьби з нею за допомогою таких важелів, як підтримка високих ставок прибутковості в національній валюті, передбачуваність валютного курсу і стабільність і зовсім не обов'язково зниження темпів інфляції. Стимулювання високих процентних ставок не є переважним інструментом економічної (грошово–кредитної) політики, оскільки високі ставки можуть негативно впливати на реальний сектор економіки, призводять до перерозподілу в структурі доларизації на ко-

ристь заміщення валют. Передбачуваність валютного курсу і стабільність інфляції також можуть взаємно виключати один одного: якщо під передбачуваністю валютного курсу розуміти його стабільність і підтримку стабільного валютного курсу, цілком вірогідним результатом може стати зміна інфляції.

Вибір політики на користь дедоларизації залежить від осно-воположних причин доларизації. У випадку коли такий вибір відображає рівновагу MVP (який є ймовірнішим для економік з помірною і стабільною доларизацією), політика має концен-труватися на підвищенні довіри до монетарної політики через інституційні реформи і створення потенціалу. Плаваючий ва-лютний курс або більш гнучкий курс надає більші можливості для центральних банків, щоб продемонструвати свої навички в управлінні, вибудовуючи тим самим довіру. Поліпшення до-віри монетарної політики не може бути достатнім, щоб змісти-ти економіку від рівноваги високої доларизації (або зворотної динаміки доларизації). Окрім того, зміна режиму монетарної політики є складним процесом, коли занепокоєння з приводу фінансової стабільності нівелюють монетарну політику.

Список використаних джерел

1. Arteta C. Exchange Rate Regimes and Financial Dollarization: Does Flexibility Reduce Bank Currency Mismatches? / C. Arteta // International Finance Discussion Papers 738 US Board. – 2002. – 34 p.
2. Balino T. Monetary Policy in Dollarized Economies / T. Balino, A. Bennet, E. Borensztein. – Washington DC: IMF. – IMF Occasional Paper No. 171. – 1999.
3. Bacha E. A panel–data analysis of interest rates and dollarization in Brazil / E. Bacha, M. Holland, F. Gonçalves. – Revista Brasileira de Economia 63. – 2009. – 20 p.
4. Calvo G. Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction / G. Calvo, C. Vegh. – Washington DC: IMF. – Working Paper WP/92/40. – №40. – 1992. – 33 p.
5. De Nicolo G. Dollarization of the Banking System: Good or Bad? / G. De Nicolo, P. Honohan, A. Ize. – IMF Working Paper No. O3/146. – 2003. – №146. – 43 p.
6. Eichengreen B. Exchange Rates and Financial Fragility / B. Eichengreen, R. Hausmann // NBER WP №7418. – 1999. – 54 p.
7. 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. – 21 p.
8. Hawkins J. Central bank balance sheets and fiscal operations / J. Hawkins // BIS Papers. 2003. – №20. – 13 p.
9. Ize A. Dollarization of Financial Intermediation: Causes and Policy Implications / A. Ize, E. Levy Yeyati. – IMF Working Paper. – 1998. – №28. – 48 p.
10. Ize A. Financial Dollarization Equilibria: A Framework for Policy Analysis / A. Ize. – IMF Working Paper №186. – 2005. – 30 p.
11. Ize A. Prudential Responses to De Facto Dollarization / A. Ize, A. Powell. – Washington D.C.: IMF WP/04/66. – №66. – 2004. – 42 p.
12. Ize A. Financial Dollarization / A. Ize, E. Levy Yeyati // Journal of International Economics. – Vol. 59. – №2. – 2003. – 25 p.
13. Ize A. Financial De–Dollarization: Is It for Real? / A. Ize. – Washington DC: IMF. – WP/05/187. – 2005. – №187. – 31 p.
14. Levy–Yeyati E. Financial Dollarization: Evaluating the Consequences / E. Levy–Yeyati // Centre for Economic Policy Research. – 2005. – 60 p.
15. Oomes N. Network Externalities and Dollarization Hysteresis: The Case of Russia / N. Oomes. – Washington: IMF – IMF Working Paper №96. – 2003. – 35 p.

16. Rennhack R. Financial dollarization in Latin America / R. Rennhack, M. Nozaki // IMF Working Paper №7. – 2006. – 34 p.
17. Savastano M. Dollarisation in Latin America: Recent Evidence and Some Policy Issues / M. Savastano. – Washington DC: IMF. – Working Paper WP/96/4. – 1996. – №4. – 19 p.
18. Vieira F. A. Financial dollarization and systemic risks: New empirical evidence / F. A. Vieira, M. Holland, M. F. Resende// Journal of International Money and Finance. – 2012. – №31. – 20 p.
19. Міжнародна фінансова статистика МВФ (IFSIMF). [Електрон. ресурс] – Режим доступу: <http://elibrary-data.imf.org/FindDataReports.aspx?d=33061&e=169393>

В.В. ЩЕРБІНА,
аспірант кафедри аудиту та економічного аналізу, Національний університет державної податкової служби України

Організація процесу прогнозування доходів бюджету за законодавством країн європейської співдружності

У статті розкрито досвід провідних європейських країн з розробки середньострокових бюджетних планів. Встановлено ключові індикатори ефективності організації процесу прогнозування доходів бюджету, розкрито систему бюджетних правил та обмежень, що діють у країнах ЄС, представлено напрями запозичення ефективного закордонного досвіду з урахуванням вітчизняної економічної специфіки.

Ключові слова: середньострокове бюджетне планування, прогнозування доходів бюджету, бюджетні правила та обмеження, макроекономічні показники.

В.В. ЩЕРБІНА,

аспірант кафедри аудита и экономического анализа, Национальный университет государственной налоговой службы Украины

Организация процесса прогнозирования доходов бюджета по законодательству стран европейского содружества

В статье раскрыты опыт ведущих европейских стран в разработке среднесрочных бюджетных планов. Установлены ключевые индикаторы эффективности организации процесса прогнозирования доходов бюджета, раскрыта система бюджетных правил и ограничений, действующих в странах ЕС, представлены направления заимствования эффективного зарубежного опыта с учетом отечественной экономической специфики.

Ключевые слова: среднесрочное бюджетное планирование, прогнозирование доходов бюджета, бюджетные правила и ограничения, макроэкономические показатели.

V.V. SHCHERBINA,

postgraduate student auditing and economic analysis of the State Tax Service University

Budget revenue forecasting: application of the european commonwealth law

The article deals with international experience leading European countries to develop a medium-term budget plans. Established key performance indicators of revenue forecasting process, revealed a system of budgetary rules and restrictions in force in the EU, represented by the effective direction of borrowing foreign experience considering domestic economic circumstances.

Keywords: state financial control, the system of financial control, management, national economy.

Постановка проблеми. В умовах сучасних соціальних та економічних перетворень, що відбуваються в державі, посилюється необхідність удосконалення регулювання бюджетних доходів. Доцільним також стає визначення економічної сутності прогнозування платежів та інших державних зборів як складової системи формування доходної частини бюджету, вдосконалення інституційного середовища бюджетного прогнозування.

Фінансово-економічна криза 2008 року за декілька місяців виявила слабкі сторони більшості економік світу. Деякі з них ще дотепер перебувають у глибокій рецесії. Україна не стала винятком. Окрім проблем із розвитком промисловості, залученням інвестицій, скороченням обсягу резервного фонду дефіциту державного бюджету 2014 року становить вже 68,6 млрд. грн., або 4,5% ВВП [1].

У відповідь на світову економічну кризу Європейська комісія розробила рекомендації щодо встановлення фіiscalних правил та їх застосування на середньострокову перспективу.

Дана практика дала помітний ефект у Європейському Союзі, значно покращивши фіiscalну позицію більшості держав, що впровадили середньострокове планування та прогнозування на законодавчому рівні, зробили його обов'язковим. Таким чином вдалося досягти обмеження рівня дефіциту, взяти під контроль зростання державного боргу, ефективно перерозподілити потоки державних коштів. Саме тому такий досвід заслуговує на детальне вивчення в контексті можливості його застосування в Україні.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. питання формування та вдосконалення теорії і практики бюджетного процесу займають важоме місце в наукових дослідженнях таких вчених, як М. Афанас'єва, Т. Єфименко, І. Запатріна, С. Лондарт, В. Опарін, К. Павлюк, Ю. Пасічник, В. Суторміна, В. Федосов, Я. Чугунов, С. Юрій та ін. Водночас окремі аспекти використання зарубіжного досвіду у вітчизняному бюджетному процесі залишаються недостатньо дослідженими та потребують подальших розробок.