

Ольга Зикова

Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Україна

ІНСТРУМЕНТИ ПОЛІТИКИ ДЕДОЛАРИЗАЦІЇ В КРАЇНАХ ЛАТИНСЬКОЇ АМЕРИКИ

Olga Zykova

Taras Shevchenko National University of Kyiv, Ukraine

INSTRUMENTS OF THE DEDOLLARIZATION POLICY IN LATIN AMERICAN COUNTRIES

The author analyzes features of the policy of forced dedollarization and market-based dedollarization. Dedollarization of the economy is a long and "costly" process, which often acts not as the policy of a dollarized economy, but reflects the endogenous outcome of the disinflation and stabilization policies. Dedollarization requires a combination of macroeconomic and microeconomic policy measures to improve the attractiveness of the national currency. In addition, the author provides analysis of the dedollarization policy instruments used in Latin American countries in the context of the new globalized conditions. The countries of the region carried out the reforms relating to the institutional development of the monetary authorities and comprehensive reforms of the monetary policy with the use of reserve requirements, discount rate policy and liquidity as key macroprudential instruments.

Key words: dedollarization, exchange rate, reserve requirements, policy rate, central bank.

Постановка проблеми. Глобалізаційні процеси ХХІ століття призвели до трансформування поглядів на монетарну політику в країнах Латинської Америки. Формування нової латиноамериканської моделі політики дедоларизації передбачає включення вибору режиму валютного курсу, встановлення цінової стабільності та інституціонального розвитку органів монетарної влади. Інструменти політики дедоларизації в країнах Латинської Америки застосовуються як на макрорівні (інфляція та валютний курс), так і на мікрорівні (вплив на поведінку економічного агента здійснюється через пруденційну політику, фінансове регулювання та розвиток фінансових ринків).

Метою дослідження є виявлення особливостей та аналіз інструментів політики дедоларизації в країнах Латинської Америки у новому глобалізаційному середовищі.

Виклад основного матеріалу. Наприкінці ХХ століття Латинська Америка зіткнулася з проблемами фінансової нестабільності, валютних криз і гіперінфляції. Однак, на сьогоднішній день п'ять найбільших латиноамериканських країн, а саме – Бразилія, Колумбія, Мексика, Перу і Чилі (надалі – ЛА5), на частку яких припадає близько 80 відсотків ВВП регіону, показали приклад того, як регіон продемонстрував макрофінансову стійкість під час глобальної фінансової кризи та зміг стати одним з найсильніших ринків, що формуються. Двома вирішальними факторами стали інституційні реформи центральних банків та зміна основ грошово-кредитної політики, що також сприяли ефективній політиці дедоларизації.

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, що забороняють або строго обмежують використання іноземних валют. Першим кроком до дедоларизації є макроекономічна стабілізація, що орієнтується на суттєве зниження і стабілізацію інфляції. Політика стабілізації включає бюджетну консолідацію, яка знижує необхідність державних запозичень у центрального банку, та відповідну жорстку монетарну політику, що зменшує зростання кредитування. Обидва напрями політики стримують сукупний попит, в результаті чого відбувається падіння інфляції і, в кінцевому підсумку, зміцнення реального та/або номінального валютного курсу. Така політика стримує інфляційні очікування і знижує вартість стабілізації. На тлі тривалої дезінфляції необхідність хеджування проти інфляції шляхом утримання іноземної валюти значно зменшується, і попит на активи, деноміновані в національній валюті, може зрости.

Заходи з дедоларизації передбачають коригування залежно від режиму валютного курсу. При гнучкому режимі валютного курсу країна, як правило, прагне відновити автономію грошово-кредитної політики. Зростання валютного курсу разом зі скороченням грошової маси в процесі стабілізації здатне посилити дедоларизацію. 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, консолідуючи переваги макроекономічної стабілізації, стабілізувати темпи інфляції, а, отже, їх прогнозованість.

При менш гнучких режимах валютних курсів виражена прихильність до фіксованого курсу знижує вартість макроекономічної стабілізації, оскільки влада не повинна платити за репутацію. Однак, кінцевий результат залежить від довіри до фіксації курсу. Очікування девальвації збільшує обсяг депозитів, деномінованих в іноземній валюті, в той час як очікування інтервенцій з метою допомогти позичальникам оплатити їх валютний борг після девальвації і надалі стимулює запозичення в іноземній валюті (моральний ризик). Окрім того, прихильність до іноземної валюти не дозволяє проводити повною мірою автономну грошово-кредитну політику. Проводячи дедоларизацію, 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 стабільності¹.

Побічний ефект макроекономічної стабілізації полягає в тому, що зміцнена довіра до національної валюти може сприяти одній із форм фінансової доларизації. Очікування населення щодо зростання курсу національної валюти забезпечують односторонню угоду за позиками в іноземній валюті, підтримуючи попит на кредити в іноземній валюті. Доки банки отримують вигоду від легкого доступу до зовнішнього (іноземного) фінансування, вони також виграють від зростання курсу національної валюти, підтримуючи коротку відкриту позицію, і таким чином – заохочуючи кредитування в іноземній валюті. Хоча покритий паритет відсоткових ставок може діяти в середньостроковій і довгостроковій перспективі, у короткостроковій перспективі, як правило, домінує арбітраж, оскільки диференціали процентних ставок часто не покривають коливання валютних курсів, заохочуючи економічних агентів доларизувати свої баланси.

Примусова дедоларизація передбачає імперативну заборону обігу іноземної валюти та фінансових операцій (кредити та депозити). Досвід країн Латинської Америки засвідчує про невдалі спроби проведення примусової дедоларизації. Одним із таких прикладів є практика обов'язкової конвертації депозитів, деномінованих в іноземній валюті, в національну валюту. Ці заходи часто призводять до збільшення відтоку капіталу і, як наслідок, посилення тенденції до офшоризації, а також деінтермедіації, тобто скорочення фінансового посередництва з обслуговування потреб економічних агентів (Болівія та Мексика в 1982 р., Перу у 1985 р., Аргентина у 2001 р.)². Уряди цих країн примусово конвертували доларові депозити в депозити в національній валюті, використовуючи для конверсії обмінний курс, який був значно нижчий за ринковий (тобто

¹ Влада іноді намагається допомогти іноземним позичальникам, котрі постраждали від девальвації, шляхом примусового перегляду договорів позики в іноземній валюті щодо скорочення зобов'язань позичальника. Наприклад, в Аргентині криза призвела до державного втручання і різних темпів песофікації (переведення в національну валюту – песо) активів та зобов'язань відповідно до девальваційних очікувань.

² Melvin, M., De la Parra Gonzalo (1989). *Dollar Currency in Latin America: A Bolivian Application*. North-Holland: Elsevier Science. *Economic Letters*, 31, 393-397; Telleria, F. (2006). *Dollarization Hysteresis, Network Externalities and the "Past Legacy" Effect: The Case of Bolivia*. University of Strathclyde, 7-64; Antelo, E. (2000). *Políticas de Estabilización y de Reformas Estructurales en Bolivia a Partir de 1985*. CEPAL: *Serie Reformas Económicas*, No. 62, 1-86.

національна валюта була дорожчою).

Однак не завжди політика примусової дедоларизації є неефективною. Заходи примусової дедоларизації, що мали успіх, можна згрупувати так: 1) Встановлення обмеженого строку утримання депозитів в іноземній валюті. Цей захід може бути пов'язаний з введенням індексованих інструментів в національній валюті. Одним з можливих недоліків 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 при проведенні внутрішніх операцій і перерахування цін на товари та послуги – вимога проводити угоди в національній валюті іноді поєднується із зобов'язанням здійснювати платежі в національній валюті. Заборона на використання іноземної валюти в проведенні внутрішніх операцій є загальнозживаним заходом дедоларизації (Перу)¹. Проте, навіть якщо платежі здійснюються в іноземній валюті, встановлення цін в національній валюті здатне забезпечити додатковий імпульс до дедоларизації. 3) Регулятивні норми, що є дискримінаційними щодо використання іноземної валюти, охоплюють введення обмежень на валютні депозити та кредити (Аргентина) та виключення доларових депозитів із системи страхування вкладів². Обмеження на валютне кредитування може включати встановлення стелі або у вигляді суми, або у відсотка від валютних депозитів; повну заборону валютних кредитів, або обмеження використання валютних кредитів лише для фінансування внутрішніх трансакцій; вимогу попереднього дозволу на використання іноземної валюти.

Дедоларизація на ринковій основі ставить за мету створення макроекономічних передумов для зниження рівня доларизації, що в кінцевому підсумку передбачає створення 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 мотивів доларизації і апелює до поведінки економічного агента, забезпечуючи невтручання у його добробут безпосередньо – як у випадку адміністративних обмежень на операції з іноземною валютою.

Протягом більш ніж десяти років країни ЛА5 проводили відповідальну податково-бюджетну та грошово-кредитну політику, утримуючи під контролем вразливість до несприятливих змін. Нові заходи політики посилювали здатність центральних банків підтримувати стабільність цін і формувати довіру, що, в свою чергу, 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. Удосконалення заходів політики допомогло країнам Латинської Америки уникнути найважчих наслідків глобальної фінансової та економічної кризи.

Центральні банки країн ЛА5 отримали широку незалежність, з тим щоб вони могли виконувати мандат на підтримку стабільності цін і протистояти тиску з боку політичних сил та зацікавлених груп³. Важливою віхою при здійсненні реформ у більшості країн стало усунення залежності між рішеннями у сфері грошово-кредитної політики і політичним циклом за рахунок встановлення строків повноважень членів ради центрального банку, що перевищують або перекривають термін президентських повноважень. Серед інших найважливіших правових норм було наділення центральних банків повноваженнями на керування ставкою інтервенції і заборона або обмеження прямого кредитування уряду⁴. Окрім того, починаючи з Чилі в 1989 р., майже всі країни Латинської Америки прийняли законодавство, що наділяє центральні банки підвищеною

¹ De la Rocha, J. (1996). The transmission mechanism of monetary policy in Peru. *The Bank of International Settlements. Policy Papers*, 3, 181-194.

² Kamin, S. B., Ericsson N. R. (2003). Dollarization in post-hyperinflationary Argentina, *Journal of International Money and Finance, Elsevier*, vol. 22(2), 185-211; Ferro, G. (2001). Currency Board: From Stabilization to Full Dollarization? The Argentine Experience. University Library of Munich, *MPRA Paper*, 15353, 1-18.

³ Carstens, A., Jácome, H. (2005). Latin American Central Bank Reform: Progress and Challenges. Washington D.C.: *IMF Working Paper*, 114, 1-43.

⁴ Crowe, C., Meade, E. (2008). Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness. *European Journal of Political Economy*, Vol. 24, 763-777.

автономією в обмін на більшу підзвітність¹.

Покращення якості 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 «першородного гріха» на національному рівні².

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 в якості ендогенної реакції 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 та зниженням банківського кредиту³. Таким чином, політика дедоларизації без поліпшення якості уряду передбачає значні витрати.

Окрім реформ, пов'язаних з інституціональним розвитком органів монетарної влади, країни ЛА провели комплексні реформи грошово-кредитної політики, застосувавши управління резервними вимогами, обліковими ставками та ліквідністю в якості основних макропруденційних важелів та інструментів.

Одним із вживаних 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 вимога банків деномінувати резервні вимоги для депозитів в іноземній валюті в національну валюту, виплата резервних вимог до депозитів в національній валюті за вищою ставкою, ніж інвалютних депозитів (Болівія, Гондурас, Нікарагуа), або введення більш високих резервних вимог по депозитам в іноземній валюті, стимулюватиме банки до залучення депозитів в національній валюті, тим самим збільшуючи диференціал депозитних процентних ставок. Розширення резервних вимог до небанківських фінансових установ, що беруть участь в доларовому посередництві (наприклад, лізингові компанії), або нехеджованим кредиторам також використовується на практиці як заходи з дедоларизації.

Щоб утримувати обсяги припливу капіталу, деякі країни ЛА5 ввели контроль над рухом капіталу та встановили відповідні резервні вимоги в якості макропруденційного інструменту. Коли великі припливи капіталу сприяють швидкій кредитній експансії та ставлять кредитний цикл у відповідність з монетарними цілями, резервні вимоги можуть замінити деякі ефекти грошово-кредитної політики для досягнення макропруденційних цілей. У таких випадках резервні вимоги можуть бути субститутами зростанню облікових ставок (як, наприклад, в Колумбії та Перу⁴). Резервні вимоги також є додатковим інструментом для валютного стерилізації. У періоди великих надходжень капіталу, вони можуть замінити операції на відкритому ринку як інструмент для стерилізації валютних інтервенцій центрального банку, тим самим зменшуючи їх квазі-фіскальні зусилля.

Так, диференційоване управління резервними вимогами, за депозитами в національній та іноземній валюті, дозволило Центральному банку Перу управляти ризиками доларизованої фінансової системи. Центральний банк Перу підвищив резервні вимоги на зобов'язання як в національній, так і в іноземній валюті, та диференціював, зі значно вищим коефіцієнтом резервних вимог, депозити нерезидентів, деноміновані у національній валюті. В національній валюті гранична норма резервування збільшилася з 6 відсотків у січні 2008 р. до 25 відсотків у квітні 2008 р., а в

¹ Jacome, L. I. (2015). Central Banking in Latin America: From the Gold Standard to the Golden Years Washington D.C.: *IMF Working Paper*, 60, 1-56.

² Honig, A. (2009). Dollarization, Exchange Rate Regimes and Government Quality. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 28, No. 2, 198-214.

³ Reinhart, C., Rogoff, K., Savastano, M., (2003). Addicted to Dollars. *NBER Working Paper*, 10015, 1-67.

⁴ 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 відсотків, у Бразилії приватне кредитування досягло протягом цього періоду 35 відсотків річних темпів зростання). Відразу проявилася зростаюча тенденція збільшення проблемних кредитів. Саме в контексті усунення ризиків, пов'язаних з кредитною експансією, були застосовані резервні вимоги.

іноземній валюті – з 30 до 45 відсотків за той же період. Окрім того, мінімальна ставка обов'язкових резервів була збільшена до 8,5 відсотка у квітні порівняно з 6 відсотками у січні, а у квітні резервні вимоги до утримань фінансових інститутів-нерезидентів збільшилися до 120 відсотків¹.

Отже, резервні вимоги виконують контрциклічну роль для управління кредитним циклом в 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, таким чином, як буфер ліквідності. 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 відповідно до вимог ліквідності Базелю III². Вони також зменшують залежність від короткострокового зовнішнього або внутрішнього фінансування, знижуючи вразливість банківського сектора до швидкого звуження умов ліквідності.

Ефекти резервних вимог можуть бути проаналізовані в рамках двох сценаріїв, які враховують ринкову владу банку³. За першим сценарієм кредитний ринок є конкурентним, і банк має ринкову владу у встановленні депозитних ставок. У другому сценарії банки стикаються з абсолютно конкурентним депозитним ринком, але мають ринкову владу у встановленні кредитних ставок. Варто зауважити, що ефект впливу резервних вимог на кредит та процентні ставки також залежить від режиму грошово-кредитної політики або наявності субститутів фінансування, інших від депозитів. У кількісному монетарному режимі резервні вимоги здійснюють прямий вплив на грошовий мультиплікатор, а, отже, на грошові агрегати та кредитування. За умов режиму інфляційного таргетування ефект менш очевидний, оскільки центральний банк готовий запропонувати ліквідність, необхідну ринку для очищення за короткостроковою обліковою ставкою⁴.

Загалом, резервні вимоги слугують інструментом для розподілу кредиту з метою полегшення тиску ліквідності. У періоди потрясінь асиметричне використання резервних вимог за інструментами, секторами та фінансовими установами може допомогти прямому кредитуванню полегшити ліквідні обмеження в конкретних секторах економіки, які загрожують системними наслідками (наприклад, в Бразилії влада спрямовувала ліквідність в дрібні банки шляхом гарантування більшим банкам скорочення резервних вимог, якщо вони розширять ліквідність для малих та середніх банків). 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).

Особливої уваги заслуговує період світової фінансової кризи, з настанням якого валютні ринки швидко виснажились, що одразу відчували країни ЛА5, відреагувавши заходами з метою захисту економіки від наслідків надмірно різких коливань валютного курсу та вартості зовнішнього фінансування. Під час світової фінансової кризи умови ліквідності стали головним завданням політики регіону. У цей період ключову роль відіграла процентна політика. Якщо до середини 2008 р. країнами ЛА5 проводилась жорстка політика підвищення процентних ставок (очікування більшості центробанків ЛА, що шок пропозиції матиме тимчасовий характер та не вплине істотно на інфляцію, не виправдались, оскільки шоки пропозиції стали постійними, і базова інфляція почала зростати⁵), то крах Lehman Brothers повернув попередню дилему ревальвації валюти, поставивши

¹ Офіційний сайт Центрального резервного банку Перу. (Banco Central de Reserva del Perú). <<http://www.bcrp.gob.pe/home.html>>.

² Terrier, G., Valdes, R., Tovar, C., Chan-Lau, J., Fernandez-Valdovinos, C., Mercedes Garcia-Escribano, M. et al. (2011). Policy Instruments to Lean Against the Wind in Latin America. *IMF Working Paper*, 159, 1-113.

³ Reinhart, V., Reinhart, C. (1999). On the Use of Reserve Requirements in Dealing with Capital Flow Problems. *International Journal of Finance and Economics*, No. 4, 1-43.

⁴ Betancourt, Y., Vargas, H. (2008). Encajes Bancarios y la Estrategia de Inflacion Objetivo. Bogota-Colombia: Banco de la Republica, *Borradores de Economia*, No. 533, 1-31.

⁵ Habermeier, K., Ötker-Robe, I., Jácome, L. I., Giustiniani, A., Vázquez, F. (2009). Inflation Pressures and Monetary Policy Options in Emerging and Developing Countries: A Cross Regional Perspective. *IMF Working Paper*, 1, 1-80.

національні валюти під тиск. Загальносвітова рецесія скоротила експорт в усьому регіоні. Наприклад, у Бразилії та Мексиці експорт скоротився в останньому кварталі 2008 р. щодо попереднього кварталу на 20 відсотків. Новою метою політики стала підтримка потоку кредитів і запобігання банківській кризі, яка може призвести до економічного колапсу. Центральні банки відповіли агресивним зниженням облікової ставки. Скорочення облікової ставки після краху Lehman Brothers пом'якшило несприятливий вплив на економічну діяльність і сприяло зниженню ставок банківського кредитування.

Оскільки перед крахом компанії Lehman Brothers ставки інтервенцій знаходилися на високому рівні, більшість центральних банків ЛА5 змогли значно їх знизити, на відміну від розвинених країн, в яких ставки інтервенцій 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 узяти до уваги “запізнення” впливу грошово-кредитної політики, високі внутрішні процентні ставки перед несподіваною глобальною кризою могли поглибити економічний спад в цих країнах.

На відміну від центральних банків в 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 з 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 криз¹.

Хоча усі центральні банки ЛА5 почали знижувати процентні ставки (починаючи з 2009 року), темпи пом'якшення грошово-кредитної політики варіювалися в кожній країні, залежно від інфляційних очікувань та положення кожної країни в бізнес-циклі. Так, Центральний банк Чилі був найбільш агресивним, скоротивши свою ставку на 600 б.п. у січні-березні та на 775 б.п. до липня 2009 р. Окрім того, він створив умови короткострокової ліквідності, для посилення політики збереження ставки на низькому рівні на тривалий час². Банк Мексики застосував більш консервативний підхід, оскільки інфляція та інфляційні очікування залишалися високими³. Центральний банк Перу знизив ставку лише на 50 б.п. у першому кварталі, враховуючи більш повільне зниження інфляційних очікувань, ніж в інших країнах⁴. 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 індустріально розвинених країн, процентні ставки яких були близькими до нуля, не мали такої альтернативи.

Центральним банкам вдалось забезпечити валютну ліквідність з декількох причин. По-перше, вони спромоглися сформувати міжнародний резервний буфер під час періоду сприятливих зовнішніх фінансових та торговельних умов. По-друге, вони 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 валютного свопу з ФРС на суму 30 млрд. дол. США.

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. Окрім того, Перу скоротив резервні вимоги для доларових депозитів, а Чилі дозволила використовувати песо для виконання резервних вимог за депозитами, деномінованими в доларах США. Деякі центральні банки ЛА5 також запровадили нові механізми для забезпечення хеджування проти девальвації національних валют, у тому числі – через деривативи.

¹ *Офіційний сайт Центрального резервного банку Перу* (Banco Central de Reserva del Perú). <<http://www.bcrp.gob.pe/home.html>>.

² *Офіційний сайт Центрального банку Чилі* (Banco Central de Chile). <<http://www.bcentral.cl>>.

³ *Офіційний сайт Центрального банку Мексики* (Banco de México). <<http://www.banxico.org.mx>>.

⁴ *Офіційний сайт Центрального резервного банку Перу*. (Banco Central de Reserva del Perú). <<http://www.bcrp.gob.pe/home.html>>.

В рамках боротьби з наслідками кризи країнами ЛАК були посилені заходи пруденційного регулювання і нагляду. Колумбія та Перу також вжили заходів для плавного зростання кредиту впродовж циклу шляхом прийняття контрциклічних положень щодо можливих втрат по позиках. Стійкість банківської системи зросла. Так, фінансові установи в країнах ЛА5 не зазнали впливу токсичних активів, принаймні в системних розмірах. Загалом, коефіцієнти достатності капіталу в значній мірі перевищували 8-відсотковий мінімум Базельської угоди і складали в середньому близько 16 відсотків під час подій глобальної кризи. Окрім того, більшість країн ЛА5 зробили кроки до поступового впровадження вимог Базелю II¹.

Отримавши чіткий мандат на підтримку цінової стабільності, центральні банки ЛА5 ввели в якості основи своєї грошово-кредитної політики режим таргетування інфляції – встановлення визначеного рівня інфляції споживчих цін в якості первинної мети. 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, в тому числі – валютно-курсової. В 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. Центральні банки ЛА5 обрали в якості операційного цільового показника короткострокову процентну ставку для досягнення таргету інфляції (ставка інтервенції). Центральні банки в Бразилії, Чилі, Мексиці та Перу обрали в якості таргету ринкову ставку овернайт. У свою чергу, банк Республіки Колумбії обрав в якості таргету ставку Центрального банку (мінімальну ставку для щоденних аукціонів ін'єкцій ліквідності). 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 і, відповідно, спотворює уповільнення цін. Таким чином, інфляційне таргетування призводить до зниження рівня доларизації економіки і пом'якшує можливі балансові ефекти, що зазвичай призводять до обмеженої девальвації та викликають фінансову напругу.

Висновки. Дедоларизація на ринковій основі передбачає комплекс заходів з макроекономічної стабілізації, що орієнтується на суттєве зниження інфляції; підтримання гнучкого валютного курсу з меншим ухилом в бік девальвації; ефективного управління ліквідністю (зменшення волатильності короткострокових процентних ставок, введення резервних вимог, проведення операцій на відкритому ринку для стабілізації міжбанківської ставки, розвиток валютного ринку); вживання заходів пруденційного регулювання, спрямованих на забезпечення належного управління валютним ризиком, які, в кінцевому підсумку, сприяють дедоларизації. Окрім того, укріплення довіри до інституцій, що відбувається через зміцнення ролі центрального банку не лише завдяки чіткому мандату на боротьбу з інфляцією, але й завдяки підвищенню незалежності та підзвітності центрального банку, виступає ключовим фактором впливу на формування раціональних очікувань економічних агентів, зниження інфляції та доларизації.

References

1. Antelo, E. (2000). Políticas de Estabilización y de Reformas Estructurales en Bolivia a Partir de 1985. *CEPAL: Serie Reformas Económicas*, No. 62, 1-86.
2. Betancourt, Y., Vargas, H. (2008). Encajes Bancarios y la Estrategia de Inflacion Objetivo. Bogota-Colombia: Banco de la Republica, *Borradores de Economía*, No. 533, 1-31.
3. Carstens, A., Jácome, H. (2005). Latin American Central Bank Reform: Progress and Challenges. Washington D.C.: *IMF Working Paper*, 114, 1-43.
4. Crowe, C., Meade, E. (2008). Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness. *European Journal of Political Economy*, Vol. 24, 763-777.
5. De la Rocha, J. (1996). The transmission mechanism of monetary policy in Peru. *The Bank of International Settlements. Policy Papers*, 3, 181-194.
6. Ferro, G. (2001). Currency Board: From Stabilization to Full Dollarization? The Argentine Experience. University Library of Munich, *MPRA Paper*, 15353, 1-18.

¹ Jácome, L.I., E.W. Nier, P. Imam. (2012). Building Blocks for Effective Macroprudential Policies in Latin America: Institutional Considerations. *IMF Working Paper*, 183, 1-41.

7. Habermeier, K., Ötker-Robe, I., Jácome, L. I., Giustiniani, A., Vázquez, F. (2009). Inflation Pressures and Monetary Policy Options in Emerging and Developing Countries: A Cross Regional Perspective. *IMF Working Paper*, 1, 1-80.
8. Honig, A. (2009). Dollarization, Exchange Rate Regimes and Government Quality. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 28, No. 2, 198-214.
9. Jácome, L. I. (2015). Central Banking in Latin America: From the Gold Standard to the Golden Years Washington D.C.: *IMF Working Paper*, 60, 1-56.
10. Jácome, L.I., E.W. Nier, P. Imam. (2012). Building Blocks for Effective Macroprudential Policies in Latin America: Institutional Considerations. *IMF Working Paper*, 183, 1-41.
11. Kamin, S. B., Ericsson N. R. (2003). Dollarization in post-hyperinflationary Argentina, *Journal of International Money and Finance, Elsevier*, vol. 22(2), 185-211.
12. Melvin, M., De la Parra Gonzalo (1989). Dollar Currency in Latin America: A Bolivian Application. North-Holland: *Elsevier Science. Economic Letters*, 31, 393-397.
13. Reinhart, V., Reinhart, C. (1999). On the Use of Reserve Requirements in Dealing with Capital Flow Problems. *International Journal of Finance and Economics*, No. 4, 1-43.
14. Reinhart, C., Rogoff, K., Savastano, M. (2003). Addicted to Dollars. *NBER Working Paper*, 10015, 1-67.
15. Telleria, F. (2006). *Dollarization Hysteresis, Network Externalities and the "Past Legacy" Effect: The Case of Bolivia*. University of Strathclyde, 7-64.
16. Terrier, G., Valdes, R., Tovar, C., Chan-Lau, J., Fernandez-Valdovinos, C., Mercedes Garcia-Escribano, M. (2011). Policy Instruments to Lean Against the Wind in Latin America. *IMF Working Paper*, 159, 1-113.
17. *Ofitsiinyi sait Tsentralnoho banku Meksyky* (Banco de México). <<http://www.banxico.org.mx>>.
18. *Ofitsiinyi sait Tsentralnoho rezervnoho banku Peru* (Banco Central de Reserva del Perú). <<http://www.bcrp.gob.pe/home.html>>.
19. *Ofitsiinyi sait Tsentralnoho banku Chyli* (Banco Central de Chile). <<http://www.bcentral.cl>>.