

ДОЛАРИЗАЦІЯ ЯК ФАКТОР МОНЕТАРНОЇ ЗАЛЕЖНОСТІ

Резнікова Н.В., к.е.н., доцент, Інститут міжнародних відносин Київський національний університет імені Тараса Шевченка

Відякіна М.М., к.е.н., Інститут міжнародних відносин Київський національний університет імені Тараса Шевченка

Резнікова Н. В., Відякіна М. М. Долларизация как фактор монетарной зависимости.

У статті розкрито економічний зміст поняття «долларизация», суть якого полягає у використанні іноземної валюти в якості грошового засобу та зберіганні резидентами країни своїх активів у готівковій іноземній валюті й у вигляді валютних внесків у вітчизняних банках. Розвиток долларизації, інспірований незадовільним виконанням національною валютою покладених на неї основних функцій порівняно з іншою іноземною валютою, продукує розвиток її різних форм, серед яких депозитна та офіційна долларизація. У роботі долларизація досліджується як чинник монетарної залежності, зокрема виокремлюються наслідки даного явища, серед яких зменшення або втрата контролю за грошовою та валютною політикою; обмеження ефективності монетарної політики; часткова або повна втрата прибутку від сеньйоражу; отримання прибутку від сеньйоражу країнами-емітентами іноземної валюти-замінника; зниження ефективності здійснення платежів; зростання балансового ризику унаслідок часткової долларизації, що фактично спричиняє банківську та макроекономічну кризи; підвищення ймовірності виникнення кризи ліквідності; небажання економічних агентів повертатися до використання місцевої валюти через суттєві транзакційні витрати тощо. Переваги долларизації, таким чином, є короткостроковими, а витрати ведуть до корегування боргової, валютної та монетарної політики держави, змушуючи відштовхуватися, в першу чергу, від умов співіснування з країною-емітентом валюти прив'язки.

Резникова Н. В., Видякина М. Н. Долларизация как фактор монетарной зависимости.

В статье раскрыта экономическая сущность понятия «долларизация», смысл которого состоит в использовании иностранной валюты в качестве денежного средства и сбережении резидентами страны активов в наличной иностранной валюте, а также в форме валютных вкладов в отечественных банках. Развитие долларизации, инспирированное неудовлетворительным исполнением национальной валютой, возложенных на нее основных функций сравнительно с другими иностранными валютами, порождает развитие разных ее форм, среди которых депозитная и официальная долларизация. В работе долларизация исследуется как фактор монетарной зависимости, в частности выделяются последствия данного явления, среди которых уменьшение или утрата контроля денежной и валютной политики; ограниченная эффективность монетарной политики; частичная или полная потеря прибыли от сеньйоражу; получение прибыли от сеньйоражу странами-эмитентами валюты-заменителя; снижение эффективности осуществления платежей; возрастание балансового риска вследствие частичной долларизации, что фактически вызывает банковский и макроекономический кризис; повышенная вероятность возникновения кризиса ликвидности; нежелание экономических агентов возвращаться к использованию местной валюты в связи с существенными транзакционными издержками и т.п.. Преимущества долларизации, таким образом, имеют краткосрочный характер, потери же ведут к корректировке долговой, валютной и монетарной политики государства, вынуждая отталкиваться, в первую очередь, от условий сосуществования со страной-эмитентом валюты привязки.

Reznikova N., Vidiakina M. Dollarization as a factor of monetary dependence.

The article reveals economic essence of the dollarization concept, which implies the use of foreign currency as cash and savings by country's residents. Dollarization is usually a result of a national currency poor performance compared to other foreign currencies, which has prompted the development of its various forms. The authors consider two forms of dollarization: deposit dollarization, indicating a significant share of national and foreign currency deposits in broad money supply which includes such deposits. The second form is the official declaration of the foreign currency use, in particular as means of exchange and savings. In the paper dollarization is analyzed as a factor of monetary dependence. The authors reveal the consequences of the phenomenon including the reduction or loss of control over monetary and exchange rate policies; limited monetary policy effectiveness; partial or complete loss of seigniorage profit; the gain on seigniorage in a country issuing the substitute currency; lower payments efficiency; higher balance risk as a result of partial dollarization (leading to banking and macroeconomic crisis); high probability of a liquidity crisis; economic agents' reluctance to return to the local currency due to large transaction costs, etc.. The benefits of dollarization thus have short-term character, and the losses lead to the state debt and monetary policy coordination with the anchor currency issuing country.

Постановка проблеми. На тлі найбільш глибокої та руйнівної за наслідками фінансової кризи з часів Великої Депресії, по-новому постало питання мінімізації експорту нестабільності як побічного ефекту

фінансової лібералізації. Не оминаючи увагою несумісну трійцю Обстфельда-Тейлора, яка передбачає запровадження країною контролю над рухом капіталу у разі бажання уникнути надмірних коливань валютного курсу при збереженні кредитно-грошової автономії, пропонуємо розглянути роль доларизації у зростанні залежності країни від монетарних рішень країни-емітента валюти-прив'язки. Обмеження вибору майбутньої політики як наслідок існуючої трилеми розглядається як прояв так званої «норми», адже подібний вибір стає перед кожною країною, що відчула на собі наслідки фінансової глобалізації. Втім, крок в бік доларизації – тим паче офіційної – виглядає не менше, як свідомо відмова від ознаки суверенності.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Підвищена зацікавленість у вивченні макроекономічних наслідків імплементації політики доларизації проявилась в чисельних дослідженнях, які пов'язували цей феномен з цілим комплексом економічних проблем. Так, в інтерпретації П. Кругмана, Ф. Агіона, Ф. Бачетта, А. Банерджі [1; 2] маємо справу з валютними кризами; автори Е. Леві-Сяті [3], Дж. Де Ніколо, П. Гогоган, [4] сфокусували свій дослідницький ракурс на питанні вразливості банківського сектору. Вчені М. Голдштейн та Ф. Тернер [5] акцентували на ризику повільного та більш волатильного зростання. Втім, ми пропонуємо поглянути на проблему доларизації не лише в регіональному розрізі – з певним набором стартових умов запровадження і наслідків таких рішень, а більш глобально – з акцентом на втраті монетарного суверенітету держави. Саме це і являє **наукову мету** даного дослідження.

Викладення основного матеріалу. Прикро, але право вільного вибору будь-якого режиму валютного курсу, надане в квітні 1978 р. зміненим Статутом МВФ, не лише не вирішило існуючих суперечок між прибічниками кейнсіанства (І. Фішер, М. Кейнс), монетаризму (М. Фрідман, Ф. Махлуп, А. Ліндбек, Г. Джонсон, Л. Ерхард, Г. Гірш) та некейнсіанства (Р. Тріффін, У. Мартін, А. Дей, Ф. Перу, Ж. Денізе), але й не скоротило кількості випадків валютно-фінансових потрясінь у світовому співтоваристві. Науково-емпіричний аналіз зазначеної проблеми вибору оптимального режиму валютного курсу, проведений консультантами-аналітиками міжнародних фінансових інституцій в їх прагненні сформулювати однозначні рекомендації щодо пріоритетності того чи іншого механізму курсоутворення, дав змогу зробити висновок про відсутність єдиновірного рішення [6].

В економічній теорії існує кілька визначень поняття «доларизація», суть кожного з яких полягає у використанні іноземної валюти у якості грошового засобу та зберіганні резидентами країни своїх активів у готівковій іноземній валюті і у вигляді валютних внесків у вітчизняних банках. Вчений К.В. Рудий [7] виділяє дві форми доларизації. Перша, поширена в останні роки – так звана депозитна доларизація, – відображає велику ступінь внесків та депозитів у іноземній валюті у широкому показнику грошової маси, який включає ці депозити. З доларизацією пов'язані три типи валютних активів: валютні внески та депозити в національній банківській системі, внески та депозити в іноземних банках, а також готівкова іноземна валюта всередині країни. Готівка в іноземній валюті поза банківською системою відіграє особливо важливу роль у тих країнах, де слабо розвинена система кредитно-фінансових установ, яка не викликає до себе довіри з боку фізичних та юридичних осіб. Другою формою доларизації є офіційна декларація використання іноземної валюти, зокрема, в якості засобів обігу та заощадження. Дж. Франкель [8] з цього приводу зазначає, що така доларизація, поряд із валютним управлінням, виглядає одним з можливих виходів у вирішенні дилеми щодо необхідності вибору між фіксованим та плаваючим валютним режимом. Основна відмінність між валютним управлінням та прямою доларизацією пояснюється тим, що у першому випадку країна зберігає свою національну валюту і, відповідно, емісійний доход, тоді як у другому випадку емісійний доход отримує країна, валюта якої використовується в якості якоря, якщо не укладаються інші спеціальні домовленості. До того ж, доларизація – це більш повна відмова від суверенітету. Відмінність же режиму валютного управління та політики фіксованого курсу полягає у закріпленні у чинному законодавстві обмежень на зміни встановленого курсу та проведення вільної емісії.

Доларизація часто сприймається як сигнал зростання інтеграції світової економіки. Адепти оптимістичного підходу розмірковують в такий спосіб: заміщення активів у національній валюті на активи в іноземній валюті виступає звичайним наслідком відкритості економіки та лібералізації фінансового ринку. Отже, економіка країни, яка інтегрується у світову економіку, має більшу залежність від зовнішніх шоків, що вимагає додаткового хеджування і призводить до певного рівня доларизації. Це, в свою чергу, сприятиме глибшій інтеграції з міжнародними ринками і розвитку внутрішнього фінансового ринку. Опосередковано доларизація може зменшити валютний ризик для іноземних інвесторів, підвищити їх впевненість і, таким чином, збільшити обсяги інвестицій в країну, а також надати резидентам можливість здійснення міжнародної диверсифікації портфелів.

Дослідники О. Жан, А. Де Ла Торре, С.Шмуклер [9] ідуть далі в переліку позитивних наслідків доларизації. Так, зокрема, надання дозволу на внесення в національні банки депозитів в іноземній валюті сприятиме виключенню іноземної валюти з обігу і формуванню валютних вкладів в банках, припливу капіталу до місцевих банків, зменшить обсяги втечі капіталу у періоди макроекономічної нестабільності. Кредитування в іноземній валюті також нестиме позитивний вплив на внутрішнє споживання та інвестиції, а отже і на економічне зростання, через зменшення вартості кредиту. Тож, вочевидь, можна говорити про існування оптимального рівня доларизації, який в основному залежить від структурних факторів, таких як розмір економіки, її відкритість, ступінь фінансової інтеграції та ступінь розвитку ринку.

Слід визнати, що лише кілька країн світу використовують долар як офіційну валюту. Таким чином, доларизація де-факто відрізняється від доларизації де-юре (офіційної), яка стосується випадків, коли уряд

запроваджує долар або іншу іноземну валюту в якості офіційної. Хоча офіційно доларизація має місце лише в кількох країнах, широке коло країн, що розвиваються, надають перевагу іноземній валюті в окремих секторах економіки.

Однак, неофіційна доларизація (де-факто) зараз на підйомі. Цей феномен привернув увагу дослідників через ризик, який спричиняє доларизація у разі знецінення національної валюти. Насправді, деякі нові моделі фінансових криз серед основних своїх пускових механізмів розглядають валютні диспропорції балансових звітів, в яких зобов'язання є доларизованими, а потоки доходів деноміновані в національній валюті. Саме такої позиції й дотримуються вчені А.Алесіна та Р.Баро [10].

На думку Г.Камінські та К.Рейнхарт [11], депозитна доларизація є об'єктивною відповіддю приватного сектору на майбутню політичну нестабільність та мінливість. Наприклад, в інституційному середовищі, в якому політики не можуть дати надійні гарантії не знецінювати національну валюту з метою приваблення електорату чи іншими цілями, економічні актори можуть використовувати доларизовані депозити в якості механізму дешевого страхування. І навпаки, в інституційному середовищі, в якому знецінення з політичними мотивами є ускладненим (тобто система стримувань і противаг закріпилася міцніше), депозитна доларизація буде менше. Пояснюється це тим, що сприйняття майбутньої політичної стабільності – а звідси і більший захист майнових прав (тобто менший ризик експропріації) – підкріплюється політичними інститутами, які мають суттєві можливості у встановленні різного роду заборон.

Переважає частина останніх робіт з проблематики депозитної доларизації мотивується дослідженнями так званих валютних криз «третього покоління». Справді: в моделях П.Кругмана, Ф.Агіона, Ф.Бачетта, А.Банерджі, знецінення національної валюти (та очікування майбутнього знецінення) провокує падіння економічної активності через негативний ефект зміни валютного курсу на реальний сектор. Логіка цього ефекту проста: якщо зобов'язання є доларизованими, а активи і потоки доходу деноміновані в національній валюті, то падіння обмінного курсу зменшить чистий капітал доларового позичальника. Отже, ефект фінансової доларизації на платіжний баланс проявляється через зменшення інвестицій, таким чином, гальмуючи зростання.

Згадані аналітичні моделі були розроблені у відповідь на хвилю криз, які вразили країни, що розвиваються, в Азії та Латинській Америці наприкінці 1990-х рр. Причини виникнення азійської кризи, зокрема, відрізнялися від стандартних пояснень. Зокрема, тепер вже не звинувачували ані хибну макроекономічну політику уряду (кризи «першого покоління»), ані міжнародних інвесторів, що вражали банківську систему (кризи «другого покоління»). Скоріше мікроекономічні перекося у вигляді неузгодженості за валютою та строками (за схемою: неузгодженість за строками – асинхронність у строках залучення позик та використання фінансованих за рахунок позичених коштів активів) у балансах вважалися фундаментальними детермінантами азійської кризи, таким чином, перемістивши увагу дослідників на умови запозичень акторів внутрішнього приватного сектору.

Ризики валютних перекося, однак, не обмежуються реальним сектором економіки. Так, для банків мінімізація валютного ризику означає вибір активів, деномінованих у іноземній валюті, на такому рівні, який відповідає доларизації зобов'язань (депозитній доларизації). Однак, банківські активи також підпадають під ризик знецінення в тій мірі, в якій позичальники самі підпадають під валютний ризик. Таким чином, кредитування в доларах з метою мінімізації валютного ризику може просто призвести до ризику несплати. Все це вкотре підтверджує той факт, що негативні економічні потрясіння, у тому числі, швидке знецінення національної валюти, можуть вплинути на банківський сектор двома шляхами. Якщо депозити є доларизованими, а кредити видаються в національній валюті, тоді знецінення валюти має очевидний негативний вплив на платоспроможність банку. В такому випадку, вартість банківських зобов'язань падає по відношенню до банківських активів. З іншого боку, банки можуть також бути вразливими, якщо знецінення національної валюти спричиняє несплату позичальниками за своїми зобов'язаннями. Такий подвійний ризик забезпечує відчутну мотивацію для розуміння детермінант доларизації де-факто.

Депозитна доларизація, масштаби якої є справді вражаючими – в 25 країнах світу понад 50 % банківських депозитів деноміновані в іноземній валюті – привернула до себе значну увагу, в основному через те, що вразливість фінансового сектору пов'язувалася з ризиком поширення валютної кризи. Рівень доларизації загалом вимірюється кількістю активів та пасивів в іноземній валюті, які знаходяться у власності фінансових інституцій. Це стосується фінансової доларизації. Доларизація активів фінансового сектору зазвичай вимірюється кількістю та розміром позик, наданих резидентами фінансового сектору домогосподарствам-резидентам та нефінансовим корпораціям. Доларизація пасивів фінансового сектору визначається як частка депозитів та боргових зобов'язань фінансових інституцій, деномінованих в іноземній валюті. Через обмеженість інформації, доларизацію нефінансового сектору вимірюють рідко, а обсяги іноземної валюти, яка знаходиться в обігу, часом не вимірюють взагалі.

Справді, в минулому доларизацію де-факто широко вивчали як суто економічний феномен: економічні агенти, які намагаються мінімізувати дисперсію доходностей своїх портфелів, вдаватимуться до доларизації в країнах з високим коефіцієнтом впливу волатильності обмінного курсу на інфляцію. Втім, до уваги економічними агентами приймаються й ефекти політичних стримувань. У зв'язку з цим цікавими видаються результати дослідження, проведеного вченими А.Ізом та Е.Леві-Сяті [12], які розглядають оптимізаційні рішення внутрішніх інвесторів, для яких доларові депозити є одним з компонентів їх

портфелів. На дохідність активів впливає низка факторів, включаючи зміни рівня внутрішніх цін та коливання реального обмінного курсу. В їхній моделі внутрішній інвестор обирає валютну структуру активів (включно з внутрішніми депозитами), яка мінімізує дисперсію дохідності портфеля. Автори показують, що рівень доларизації, який обирають вкладники, є прямо пропорційним коефіцієнту пропуску реального валютного курсу (коефіцієнт пропуску – коефіцієнт, що характеризує ступінь чутливості внутрішньоекономічного показника до зміни показників світового ринку, наприклад, чутливості рівня внутрішніх цін до зростання світових цін або змін валютного курсу).

Останні емпіричні дослідження показують, що інститути відіграють важливу роль у мотивації вкладників. Однак, замало пояснень наводиться щодо того, яких інститутів це стосується і чому. Натомість, дискусія концентрується навколо кореляції між доларизацією та агрегованими показниками якості інститутів, причому дослідники доходять різних висновків стосовно того, чому і в який спосіб інституційний розвиток може впливати на ступінь доларизації.

Таблиця 1 - Доларизація як чинник монетарної залежності

	Призводить до зменшення або втрати контролю за грошовою та валютною політикою;
	Обмежує ефективність монетарної політики ;
	Втрачають частину прибутку від сеньйоражу , або весь прибуток загалом; прибуток від сеньйоражу отримують країни-емітенти іноземної валюти-замінника;
	Знижує ефективність здійснення платежів ;
	Часткова доларизація підвищує балансовий ризик . Прямі валютні ризики є результатом неспівпадіння валют в банківських балансах, які можуть викликати нестабільність банківської системи. У подальшому, якщо більшість кредитів були надані в іноземній валюті незастрахованим позичальникам – матимемо зростання непрямого кредитного ризику, пов'язаного з девальвацією;
	Прибутки від надання кредитів в іноземній валюті можуть бути врівноважені втратами від девальвації, яка зменшить спроможність кредиторів виплачувати борги, надані в іноземній валюті, що фактично викличе банківську та макроекономічну кризи ;
	Підвищує ймовірність виникнення кризи ліквідності . Кредитор останньої інстанції може забезпечити фінансування банків у національній валюті у разі масового зняття коштів з депозитів, але він не в змозі задовольнити потребу в іноземній валюті у цій ситуації. Це може спричинити паніку серед тієї частини населення, яка тримає депозити в іноземній валюті;
	Призводить до того, що економічні агенти неохоче повертаються до використання місцевої валюти через те, що такий крок тягне за собою значні трансакційні витрати. Індксація або фіксований валютний курс полегшують перехід до національної валюти, але індексація може стати постійним явищем в економіці, а встановлення фіксованого валютного курсу може посилити доларизацію;
	Дуже часто рівень доларизації перевищує оптимальний, і продовжує залишатися на такому рівні без офіційного втручання з боку уряду.

Фінансова доларизація - це доларизація фінансових контрактів (кредити, депозити і ін.); проявляється в тих випадках, коли жителі держави тримають свої заощадження в інвалюті, але при торгових операціях віддають перевагу національному грошовому знаку.

Реальна доларизація - це номінування в іноземній валюті цін і заробітної плати.

--	--

Джерело: складено авторами.

Окреслене вище дозволило нам сформулювати власний погляд на феномен доларизації як фактор монетарної залежності (див. табл. 1). Переваги доларизації не перетинають горизонт короткострокових переваг, тоді як витрати цементують боргову, валютну та монетарні політики держави, змушуючи відштовхуватися в першу чергу, від умов співіснування з країною-емітентом валюти-прив'язки (у випадку адаптації політики валютної ради) та політики ФРС (у випадку виконання доларом функцій, покладених на національну валюту).

Висновки: Розвиток доларизації, як правило, є результатом незадовільного виконання національною валютою покладених на неї основних функцій – засобу накопичення, обігу та платежу – порівняно з іншою іноземною валютою, що і продукує розвиток її різних форм. Так, заміна національної валюти відбувається в ході невиконання нею функції засобу платежу. Нестабільність реального валютного курсу через високий рівень інфляції стимулює резидентів до валютної деномінації контрактів, що

забезпечує більш стабільні показники купівельної спроможності і стимулювання внутрішнього споживання, прискорюючи процес фінансової доларизації. Асиметрична політика щодо валютного курсу, яка допускає знецінення національної валюти, може прискорити доларизацію, тому що зберегти стовідсоткову купівельну спроможність зможуть лише власники депозитів в іноземній валюті. Водночас, стримування ревальвації національної валюти може призвести до збільшення кількості позик в іноземній валюті, тим самим, розвиваючи доларизовану спіраль.

Втім, встановлення кореляційного зв'язку між макроекономічними змінними та феноменом доларизації, що відображав би реальні факти, виглядає сумнівним з приводу того, що на змінні, які беруть участь в аналізі, і впливає сам по собі рівень доларизації фінансової системи. Крім того, поточні економічні показники – такі, як інфляція – навряд чи виступають єдиним чинником, що визначає майбутні очікування. Так звані позаекономічні фактори впливу, що охоплюють чинники політичного тиску та інституційного каркасу – часом відіграють важливішу роль при визначенні засобів подолання валютної волатильності.

Список використаних джерел:

1. Krugman P. A Model of Balance-of-Payments Crises / P. Krugman // Journal of Money, Credit, and Banking. – 1979. – Vol. 12, No. 3. – P. 311-325.
2. Aghion P. A Simple Model of Monetary Policy and Currency Crises / P. Aghion, A. Banerjee, P. Bacchetta // European Economic Review. – 2000. – Vol. 44 (4-6). – P. 728-738.
3. Levy-Yeyati E. Dollars, Debts, and the IFIs: Dedollarizing Multilateral Lending [Electronic resource] / E. Levy-Yeyati. – 2004. – Mode of access: http://www.utdt.edu/Upload/CIF_wp/wpcfif-112004.pdf.
4. De Nicolo G. Dollarization of Bank deposits: Causes and Consequences / G. De Nicolo, P. Honokan, A. Ize // Journal of Banking and Finance. – 2005. – Vol. 29 (Issue 7). – P. 1697–1727.
5. Goldstein M. Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets / M. Goldstein, P. Turner. – Peterson Institute, 2004. – 192 p.
6. Резнікова Н.В. Історичний досвід механізму фінансових стабілізацій в Аргентині / Н.В. Резнікова // Актуальні проблеми міжнародних відносин: Збірник наукових праць. – Випуск 42 (у двох частинах). – Ч. I. – К.: Київський національний університет імені Тараса Шевченка Інститут міжнародних відносин, 2003. – С. 229-234.
7. Рудый К. Финансовые кризисы: теория, история, политика / К.В. Рудый. – М.: Новое знание, 2003. – 399 с.
8. Frankel J. No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times [Electronic resource] / J. Frankel // NBER Working Paper No. 7338. – Mode of access: <http://www.nber.org/papers/w7338.pdf>.
9. De la Torre A. Coping with Risk through Mismatches: Domestic and International Financial Contracts for Emerging Economies [Electronic resource] / A. De la Torre, S. Schmukler // World Bank. – 2003. – Mode of access: http://www.wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2004/04/20/000009486_20040420112613/Rendered/PDF/wps3212risk.pdf.
10. Alesina A. Dollarization [Electronic resource] / A. Alesina, R. Barro // American Economic Review. – 2001. – Vol. 91, No. 2. – Mode of access: <http://post.economics.harvard.edu/faculty/alesina/pdf-papers/dollarization.pdf>.
11. Kaminsky G. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems [Electronic resource] / G. Kaminsky, C. Reinhart // American Economic Review. – 1999. – Vol. 89 (3). – Mode of access: <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1996/544/ifdp544.pdf>.
12. Armas A. Financial Dollarization: The Policy Agenda / A. Armas, A. Ize, E. Levy-Yeyati. – Palgrave Macmillan, 2006. – 360 p.

Ключові слова: валютний курс, фінансова доларизація, реальна доларизація, депозитна доларизація, валютна криза, валютна політика, валютне заміщення.

Ключевые слова: валютный курс, финансовая долларизация, реальная долларизация, депозитная долларизация, валютный кризис, валютная политика, валютное замещение.

Key words: exchange rate, financial dollarization, real dollarization, deposit dollarization, currency crisis, monetary policy, currency substitution.

