

Лизун М.В., к. е. н., доцент,
докторант кафедри міжнародної економіки
Тернопільський національний економічний університет

ПЕРЕВАГИ ТА НЕДОЛІКИ ДОЛАРИЗАЦІЇ ЕКОНОМІК ДЛЯ КРАЇН, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ

Лизун М.В. Переваги та недоліки доларизації економік для країн, що розвиваються. У статті розкрито теоретичні аспекти доларизації економік, розглянуто сутність терміну «доларизація», особливості формування даних процесів. Розглянуто передумови доларизації економік. Систематизовано класифікацію доларизації, яку здійснюється в трьох площинах відповідно до: типу активів чи зобов'язань, формальності процесу та його повноти. Визначено переваги та недоліки доларизації економік для країн, що розвиваються.

Ключові слова: доларизація, країни, що розвиваються, валюта, «валютна премія», балансові ризики, капітал, інфляція.

Лизун М.В. Преимущества и недостатки долларизации экономик для развивающихся стран. В статье раскрыты теоретические аспекты долларизации экономик, рассмотрены сущность термина «долларизация», особенности формирования данных процессов. Рассмотрены предпосылки долларизации экономик. Систематизирована классификация долларизации, которая осуществляется в трех плоскостях в соответствии с: типом активов или обязательств, формальностью процесса и его полнотой. Определены преимущества и недостатки долларизации экономик для развивающихся стран.

Ключевые слова: долларизация, развивающиеся страны, валюта, «валютная премия», балансовые риски, капитал, инфляция.

Lyzun M.V. Advantages and disadvantages of dollarization for developing countries. The paper reveals the theoretical aspects of dollarization, considers the essence of the term „dollarization”, the peculiarities of its formation. The preconditions of dollarization are discussed. The classification of dollarization is carried out in three dimensions according to: type of assets or liabilities, formality of the process and their completeness. The advantages and disadvantages of dollarization for developing countries are determined.

Keywords: dollarization, developing countries, currency, „currency premium”, balance risks, capital, inflation.

Постановка проблеми. Доларизація є досить поширеним явищем у світовій економіці, яка має неоднозначний вплив на економічні процеси та виступає однією з найважливіших проблем багатьох країн світу. Загальними рисами економік країн, що розвиваються, є нестабільність їх національних валют, високий рівень інфляції та доларизація, яка є системною проблемою економіки. Оскільки за доларизації дія каналів механізму монетарної трансмісії деформується, то зниження її рівня в економіці є одним із ключових аспектів валютної політики, що й зумовлює актуальність теми дослідження.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблему доларизації економік та її вплив на розвиток національних господарств досліджували вітчизняні та зарубіжні вчені, серед яких доцільно виділити: Б. Коена, Дж. Кейнса, К. Райнхарта, Ж. Богетіча, А. Ізе, О. Береславську, В. Зимовець та ін.

Незважаючи на значну кількість наукових праць, низка аспектів теоретико-методичного та практичного характеру з визначення сутності, класифікації доларизації економік та її впливу на розвиток окремих груп країн залишається розв'язаною не повною

мірою, потребує уточнень та подальшого розвитку, що й зумовлює необхідність проведення даного наукового дослідження.

Постановка завдання. Метою статті є дослідження теоретичних основ доларизації економік та виявлення переваг та недоліків даного процесу для країн, що розвиваються. Для досягнення поставленої мети було вирішено такі основні завдання: розглянуто сутність терміну «доларизація», виявлено передумови доларизації, проведено систематизацію наявних форм доларизації та визначено переваги та недоліки доларизації економік для країн, що розвиваються.

Виклад основних результатів. Доларизація виступає одним із процесів, який належить до валютної інтеграції та визначається як одностороннє рішення держави про повне або часткове використання іноземної валюти паралельно із або замість вітчизняної валюти. Переважно термін «доларизація» використовується незалежно від назви валютисубститута (у т. ч. і для євро чи південноафриканського ранда), хоча іноді стосовно європейської валюти вживають термін «євроізація». Часто в ран-

ніх дослідженнях та у вітчизняній літературі аналогом доларизації називають валютне заміщення, однак у сучасних працях його вважають дещо вужчим процесом.

Аспект доларизації включає в себе низку дещо відмінних процесів, що привело до численних та різновекторних досліджень за даною тематикою. Класифікація доларизації здійснюється в трьох площинах відповідно до: (1) типу активів чи зобов'язань, (2) формальності процесу та (3) його повноти (рис. 1).

Згідно із сучасною класифікацією [1–3], розрізняють такі форми доларизації:

1. Неофіційна (неформальна, де-факто) доларизація (англ. informal, unofficial, de facto dollarization), яка зазвичай є частковою і включає такі підвиди:

а) валютне заміщення (субституція), або транзакційна доларизація (англ. currency substitution, transaction dollarization)¹ – виконання іноземною валютою більшості функцій грошей у вітчизняній економіці, у першу чергу наголошується на виконанні функцій засобу обігу та міри вартості^{2,3};

б) заміщення активів (англ. asset substitution) – виконання іноземною валютою⁴ переважно функції засобу нагромадження⁵. Хоча іноді при цьому іноземна валюта може частково виконувати і функ-

ції міри вартості чи засобу обігу (наприклад, при купівлі нерухомості).

2. Офіційна (формальна, де-юре) доларизація (англ. formal, official, de jure dollarization), яка є повною доларизацією і передбачає заміну національної валюти на іноземну⁶ в усіх транзакціях суб'єктів держави і, що особливо важливо, деномінацію усіх державних та приватних активів та зобов'язань в іноземній валюті.

3. Паралельний обіг іноземної валюти (напівофіційна доларизація, офіційна бімонетарна система) (англ. semi-official dollarization, bimonetary systems) – іноземна валюта є офіційним платіжним засобом на рівні з національною валютою. Часто така рівність є доволі відносною, наприклад в іноземній валюті дозволяється відкривати депозити, тоді як виплата зарплат чи дрібні покупки здійснюються в національній валюті [6].

Крім того, у структурі доларизації (переважно як складника неофіційного заміщення активів) виділяють фінансову доларизацію з численними підвидами. Фінансова доларизація (англ. financial dollarization – акумуляція резидентами деномінованих в іноземній валюті активів та зобов'язань (банківських депозитів, корпоративних та державних

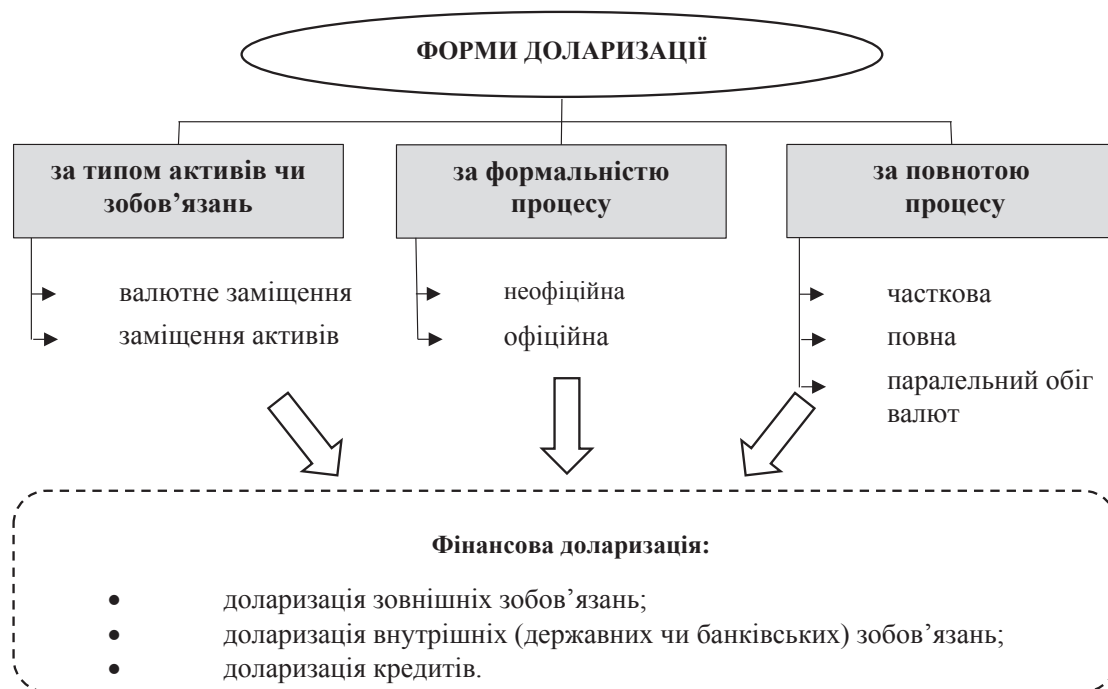


Рис. 1. Типологія процесів доларизації

Джерело: сформовано автором

¹ Валютне заміщення іноді може бути й офіційним [4].

² Тобто національна валюта є псевдовалютою згідно з «Пірамідою валют» Б. Коена.

³ Часто в сучасних працях його вважають дещо вужчим процесом.

⁴ Або деномінованих у ній цінних паперів.

⁵ Національна валюта є квазі- або проникаючою валютою згідно з «Пірамідою валют» Б. Коена.

⁶ Іноді за винятком монет [5].

облігацій та ін.) у рамках фінансової доларизації окремо найчастіше досліджують:

- доларизацію зовнішніх зобов'язань⁷ (англ. external liability dollarization) як корпоративних, так і державних;
- доларизацію внутрішніх зобов'язань (англ. domestic liability dollarization), яка найчастіше розглядається в розрізі зобов'язань державного та банківського (т. зв. доларизація депозитів) секторів [7];
- доларизацію кредитів (англ. credit dollarization) [8] та ін.

Причини виникнення явища доларизації доволі різні – від високої інфляції до зростання мобільності прямих та непрямих іноземних інвестицій. На практиці зазвичай це явище є наслідком комплексу проблем в економіці. Зокрема, О. Береславська вважає, що причинами зростання рівня доларизації у трансформаційних економіках були значна відкритість економіки, високий рівень інфляції та суттєва девальвація національних валют [9].

Найважливішими передумовами доларизації можна назвати:

- значні макроекономічні турбуленції та високий рівень інфляції;

- фінансові репресії⁸ та контроль над рухом капіталу;
- використання іноземної валюти як якоря для досягнення макростабільності;
- недорозвинуті фінансові ринки [11].

Наслідки доларизації не можуть розглядатися однозначно для держав, які є її суб'єктами. Проте чи не більш важливим є аспект держав, які використовують доларизацію замість повноцінної автономної монетарної політики (у разі офіційної доларизації) чи адаптують монетарну політику до умов утрати частини функціоналу національної валюти (за умов часткової доларизації). Результати порівняння переваг та загроз доларизації наведені на рис. 2.

У даному контексті можна виділити такі переваги доларизації економік країн, що розвиваються:

1. Зменшення адміністративних витрат на підтримку інфраструктури випуску та обслуговування національної валюти [12] у разі повної доларизації, а також скорочення трансакційних витрат [6] у разі часткової доларизації. Ефект такого зниження особливо помітний для малих економік;

2. Мінімізація ризику знецінення національної валюти та стабілізація інфляційних процесів (особливо в умовах офіційної доларизації чи різних



Рис. 2. Переваги та недоліки доларизації для країн, що розвиваються

Джерело: сформовано автором

⁷ Іноді аналізують і нефінансову доларизацію зовнішніх зобов'язань [7].

⁸ Політика, що робить доходи кредиторів меншими за рівень інфляції (один із засобів ліквідації урядової заборгованості в національній валюті) [10].

⁹ Т. зв. «валютна премія» (англ. "currency" premium), яка часто розглядається в парі з т. зв. «премією держави» (англ. country premium), під якою розуміється додаткове збільшення рівня процента задля компенсації ризику неповернення боргів іноземною державою (дефолту) [12]. Доларизація впливає лише на зменшення валютної премії, а не державної (хоча деякі економісти знаходять опосередковану залежність, наприклад [6]).

типів фіксації валютного курсу). Насамперед знижується волатильність реального курсу валют, адже доларизація дає більше можливостей для хеджування та проведення виваженої валютно-курсової політики відповідно до кошику валют держав – торгових партнерів [6].

3. Доларизація часто асоціюється із суттєвим зниженням процентів за кредитами для внутрішніх позичальників. Даний ефект виникає, по-перше, через отримання більшого доступу комерційними банками до світових кредитних ресурсів [13] і, по-друге, через зменшення ризику знецінення національної валюти, що, своєю чергою, зменшує «націнку»⁹ внутрішніх кредиторів [12]. Водночас скорочення курсового ризику призводить також до зростання впевненості і, відповідно, капіталовкладень іноземних інвесторів та кредиторів, які, стаючи дешевшими, сприяють диверсифікації портфелю резидентів, інтенсифікації їх споживання та інвестицій і, зрештою, до економічного росту в державі. Крім того, дозволяючи створювати валютні депозити в комерційних банках, уряд стимулює демонетизацію економіки, сповільнює процеси валютної субституції та розширює джерело доходів комерційних банків, що в кінцевому підсумку зменшує відтік капіталів та посилює фінансову стабільність держави [14].

4. Зміцнення фінансового сектору держави через свого роду інтеграцію з більш потужним емітентом валюти-субститута, який стимулюватиме вітчизняні інститути до зростання ефективності та якості наданих послуг. Доларизація може розглядатися як сигнал перманентного прагнення держави до низького рівня інфляції, фіскальної відповідальності та транспарентності (особливо у разі відсутності цінової та фінансової стабільності в минулому) [12]. Доларизація знижує втрату купівельної спроможності податків, нарахованих сьогодні але сплачених в майбутньому (обернений ефект Олівейри-Танці) [6]. Скорочуються також обсяги необхідних резервів, оскільки доларизація та фінансова інтеграція роблять фінансову систему держави часткою глобального пулу ліквідності.

5. Посилення торговельних та фінансових взаємозв'язків між державами в довгостроковій перспективі можна назвати ще одним позитивним моментом доларизації [15].

На протипагу розглянутим перевагам доларизації притаманна також низка загроз. Дослідники здебільшого акцентують увагу на економічних недоліках, таких як утрата монетарної автономії чи доходів від сеньйоражу, проте, на думку Б. Коена, вони є не настільки суттєвими, як здається [12]. Значно більшу небезпеку можуть становити політичні наслідки доларизації, такі як утрата могутнього символу національної ідентичності, дипломатична ізоляція тощо.

Тим не менше розглянемо більш детально кожен із цих груп загроз.

В економічній площині виділяють такі недоліки доларизації:

- Втрата монетарної автономії через неможливість подальшого здійснення одностороннього контролю над пропозицією грошей та валютним курсом. Ієрархічну піраміду грошово-кредитної політики за умов офіційної доларизації очолюють ФРС, ЄЦБ чи інші інститути, які лише де-юре повинні враховувати національні інтереси доларизованої держави під час прийняття рішень. Заради справедливості варто зазначити, що монетарна автономія в доларизованих державах переважно суттєво втрачена задовго до початку офіційного визнання чи впровадження доларизації. І чим більшим був рівень валютної субституції, викликаний дією ринкових чинників, тим більш фантомними були урядові можливості впливу на макроекономічну ситуацію, а отже, реальні втрати монетарних повноважень у разі офіційної доларизації будуть суто умовними [12]. Проте деякі економісти [16; 17] вказують, що побоювання доларизації не є безпідставними, зазначаючи, що за умов валютного заміщення економіка стикається із нестабільним попитом на гроші, більш еластичною ціновою реакцією на монетарні шоки, сильнішими девальваційними очікуваннями. В умовах фінансової доларизації (насамперед доларизації депозитів) підвищуються вимоги до обсягів резервів¹⁰.

- Позбавлення такого альтернативного джерела доходів бюджету, як сеньйораж. В умовах офіційної доларизації держава втрачає прерогативу емісії грошей, а отже, не матиме можливості профінансувати частину власних витрат через «запуск друкарського верстата». Хоча доволі часто держави отримують право деякої компенсації втрат шляхом укладення додаткових угод з емітентом валюти-субститута про участь у сеньйоражі. Втрати сеньйоражу також досить суттєві за умов значного рівня неофіційної валютної субституції.

- Часткова доларизація збільшує балансові ризики (англ. *balance sheet risks*). Прямі валютні ризики виникають через валютні неспівпадіння банківських балансів. Непрямі кредитні ризики, пов'язані з девальвацією, виникають на підґрунті значних кредитів в іноземній валюті незахеджованим позичальникам. Девальвація нівелює доходи від процентних ставок за кредитами в іноземній валюті, обмежує можливості позичальників до погашення валютної заборгованості, що, зрештою, може дати поштовх до спалаху банківської та макроекономічної кризи [14].

- Втрата привілею «кредитора останньої інстанції» (англ. *lender of last resort*), яка проявляється у неможливості центрального банку вільно проводити дисконтування у разі фінансової кризи і, відповідно, зростанні ризику ліквідності для національних

¹⁰ Хоча за повної доларизації резервні вимоги зменшуються, про що зазначалося вище.

комерційних банків. Щоправда, доларизація знижує загальну потребу в резервах, оскільки зовнішні трансакції, які до офіційної доларизації вимагали обміну валют, тепер можуть розглядатися як еквівалент внутрішніх трансакцій. Відповідно, частина валютних активів центральних банків із стабілізаційного фонду може бути переспрямована на підтримку фінансових інститутів в умовах кризових явищ. Альтернативою може бути також створення фондів контингентування чи гнучких кредитних ліній з іноземними монетарними та фінансовими інститутами із забезпеченням у вигляді майбутніх податкових надходжень чи частки від сеньйоражу [12].

- Доларизація може знизити ефективність платежів, оскільки іноземні банкноти не завжди адаптовані до локальних ділових потреб (і дрібних трансакцій). Доларизована країна не може контролювати якість банкнот у циркуляції [14]. До цієї категорії недоліків можна віднести також одноразові витрати на конвертування цін, комп'ютерних програм, касових апаратів, банкоматів і т. п. [6].

Чітко виокремити політичні недоліки та загрози доларизації дещо складніше, враховуючи їх більш комплексну природу. До них належать такі:

- Утрата символу національної ідентичності. Б. Коен описує два шляхи впливу такого штибу: по-перше, національна грошова одиниця щоденно нагадує громадянам про їх зв'язок із державою; по-друге, грошова одиниця підкреслює соціальну єдність резидентів та їх відособленість від «решти

світу» [12].

- Наявність національної грошової одиниці слугуватиме для уряду також своєрідним засобом страхування від ризиків. Повертаючись до розмови про сеньйораж, можна стверджувати, що він є не просто альтернативним джерелом доходів. Важливішим фактором є те, що сеньйораж може бути «аварійним» джерелом доходів, який уряд спроможний негайно залучити у разі надзвичайних ситуацій (наприклад, воєнних дій), не чекаючи на поступлення від податків чи позик. Як писав Дж.М. Кейнс, «уряд може жити за рахунок сеньйоражу, коли жити немає більше за що» [18].

- Загроза зовнішньоекономічної та дипломатичної залежності. В умовах доларизації держава не може повністю ізолюватися чи провести чіткі економічні границі із зовнішнім світом, утрачаючи цим самим символ політичної влади. Участь у системі валютної ієрархії неминуче приводить до залежності.

Висновки. Можна стверджувати, що доларизація є природним наслідком зростання відкритості економіки та лібералізації фінансових ринків [16]. Інтегруючись у світову економіку, держави стають більш чутливими до зовнішніх шоків, а прагнення суб'єктів захеджувати ризики неминуче призводить до певного рівня доларизації [14]. Завданням держави в такому разі повинно стати визначення та підтримка оптимального рівня доларизації, який залежатиме від таких структурних факторів, як розмір економіки, її відкритість, рівень фінансової інтеграції та розвиток ринків.

Список літератури:

1. Borensztein E. The pros and cons of full dollarization / E. Borensztein, A. Berg. – Rochester, NY : Social Science Research Network, 2000.
2. Levy-Yeyati E. Financial dedollarization: a carrot and stick approach / E. Levy-Yeyati. – Universidad Torcuato Di Tella, 2003.
3. Levy-Yeyati E. Liquidity insurance in a financially dollarized economy / E. Levy-Yeyati. – National Bureau of Economic Research, Inc, 2006.
4. Feige E.L. Unofficial dollarization in latin america: currency substitution, network externalities and irreversibility / E.L. Feige, V. Šošić, M. Faulend, V. Šonje. – EconWPA, 2002.
5. Bordo M.D. The future of emu: what does the history of monetary unions tell us? / M.D. Bordo, L. Jonung. – National Bureau of Economic Research, 1999.
6. Bogetic Z. Official dollarization: current experiences and issues / Z. Bogetic. – Rochester, NY : Social Science Research Network, 2000.
7. Berkmen S.P. Exchange rate policy and liability dollarization: what do the data reveal about causality? / S.P. Berkmen, E. Cavallo // Review of International Economics. – 2010. – Vol. 18, No 5. – P. 781–795.
8. Gelos M.G. Macroeconomic implications of financial dollarization: the case of uruguay / M.G. Gelos, M.A.L. Mejía, M.M.A. Piñón-Farah. – International Monetary Fund, 2008. – 83 p.
9. Береславська О.І. Доларизація кредитного ринку в Україні: причини і наслідки / О.І. Береславська, В.В. Зимовець, Н.М. Шелудько. – К., 2006.
10. Reinhart C.M. Financial repression redux / C.M. Reinhart, J.F. Kirkegaard, M.B. Sbrancia. – Rochester, NY : Social Science Research Network, 2011.
11. Mecagni M. Dollarization in sub-saharan africa: experience and lessons / M. Mecagni, J.S. Corrales, J. Dridi [et al.]. – Washington, DC, U.S.A : International Monetary Fund, 2015. – 70 p.
12. Cohen B.J. Dollarization: pros and cons / B.J. Cohen. – Depart of Political Science, University of California : 2000.
13. Catão L. Financial de-dollarization; a global perspective and the peruvian experience / L. Catão, M. Terrones. – International Monetary Fund, 2016.
14. Kokenyne A. Dedollarization / A. Kokenyne, J. Ley, R. Veyrune // IMF Working Paper. – 2010. – Vol. 10. – № 188.
15. Mugano G. Cost benefit analysis of dollarisation / G. Mugano. – 2016.
16. Baliño T.J.T. Monetary policy in dollarized economies / T.J.T. Baliño, A. Bennett, E. Borensztein. – International Monetary Fund, 1999.
17. Ize A. Financial de-dollarization: is it for real? / A. Ize, E.L. Yeyati // Financial Dollarization / A. Armas, A. Ize, E.L. Yeyati. – Palgrave Macmillan UK, 2006. – P. 38–63.
18. Keynes J.M. A tract on monetary reform / J.M. Keynes. – London : Macmillan and Co., Limited, 1923.