

реагувати на зовнішні виклики, що в свою чергу підсилює економічну стійкість підприємства.

При виборі стратегії забезпечення конкурентоспроможності підприємства варто чітко визначити його завдання та цілі на зовнішньому ринку. При цьому значний розвиток ТНК в деяких випадках спонукає до об'єднання з ними, адже це дає доступ до нових ресурсів, технологій та знань. Тут важлива діяльність держави, оскільки захист інтересів національних компаній має бути пріоритетом, а підтримка національного виробника має стояти на першому місці.

Підсумовуючи, необхідно відзначити, що конкурентні позиції компанії на світовому ринку залежать не лише від її внутрішнього потенціалу, а і від ефективної підтримки з боку органів державної влади.

#### Список використаних джерел

1. Гребешкова О. М. Стан та перспективи зміцнення конкурентних переваг українських компаній в контексті моделі зовнішнього розвитку / О. М. Гребешкова // Стратегія розвитку України (економіка, соціологія, право). – 2008. – № 3-4.
2. Гребешкова О. М. Моделі і управлінські технології розвитку економічної організації: системний підхід / О. М. Гребешкова // Економіка і підприємництво : зб. наук. пр. молодих учених та аспірантів / відп. ред. С. І. Дем'яненко. – К. : Вид-во "Аспект-Поліграф", 2007. Вип. 19. – С. 74–80.
3. Козаченко Г. Економічна безпека підприємства, сутність та механізм забезпечення / Г. Козаченко. – К. : Лібра, 2003. – 280 с.
4. Нижник В. М. Економічна дипломатія та економічна безпека України: навчальний посібник / В. М. Нижник. – Хмельницький : ХНУ. – 2012. – 299 с.
5. Чумак Л. Ф. Фактори впливу на формування конкурентоспроможного потенціалу підприємств / Л. Ф. Чумак. // Економіка і управління. – 2013. – №1. – С. 62–69.
6. Єфремова В. Б. Фактори впливу на конкурентоспроможність підприємства [Електронний ресурс] / В. Б. Єфремова // Волин. ін-т економіки та менеджменту – Режим доступу до ресурсу: <http://www.viem.edu.ua/konf6/art.php?id=0467>.

Надійшла до редколегії 28.11.14

Е. Приятельчук, канд. экон. наук, доц.  
Киевский национальный университет имени Тараса Шевченко, Киев, Украина

### ПОВЫШЕНИЕ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ ОТЕЧЕСТВЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ НА МЕЖДУНАРОДНОЙ АРЕНЕ МЕТОДАМИ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДИПЛОМАТИИ

*В связи с повышением конкуренции на международных рынках возникает вопрос о конкурентоспособности компаний на мировой арене, поскольку без соответствующих конкурентных преимуществ предприятие не сможет выступать достойным игроком на фоне остальных более конкурентоспособных конкурентов. Поэтому очень важно применять все возможные варианты обеспечения интересов отечественных компаний, в том числе и дипломатический как один из наиболее эффективных методов осуществления поставленной задачи. Украина имеет очень высокий природно-ресурсный потенциал, который необходимо использовать в полной мере для обеспечения экспортной деятельности государства и поддержки экспортеров. Для этого необходимо использовать и дипломатический корпус, который способен достойно зарекомендовать украинские предприятия среди более мощных мировых компаний.*

*Ключевые слова: экономическая дипломатия, экономические интересы, финансовая эффективность, конкурентоспособность, устойчивое развитие, стратегическое сотрудничество, управленческая теория (концепция).*

E. Pryyatelchuk, PhD, Associate Professor  
Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv, Ukraine

### IMPROVING THE COMPETITIVENESS OF DOMESTIC ENTERPRISES IN THE INTERNATIONAL ARENA WITH METHODS OF ECONOMIC DIPLOMACY

*Due to increased competition in international markets raises the question of the competitiveness of companies on the world stage, because without appropriate competitive advantage, the company will not be able to perform a worthy player on the background of other more competitive rivals. It is therefore important to use all possible interests of domestic companies, including diplomatic as one of the most effective methods of implementation of the task. Ukraine has a very high natural resource potential to be used to the full to ensure the export activities of the state and to support exporters.*

*Keywords: economic diplomacy, economic interests, financial efficiency, competitiveness, sustainable development, strategic partnerships, management theory (concept).*

УДК 336.743.4

О. Сніжко, д-р економ. наук, проф.,  
О. Зикова, асп.

Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Київ

### СТРУКТУРА ДОЛАРИЗАЦІЇ У КОНТЕКСТІ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

*У статті проаналізовано теоретичні підходи до трактування доларизації, особливості різних типів і форм доларизації. Авторами досліджено механізми впливу глобальних факторів на розвиток доларизації. Обґрунтовується ідея формування нових характеристик процесу доларизації в умовах глобалізації економіки.*

*Ключові слова: валютна субституція, доларизація де-юре, доларизація де-факто, фінансова доларизація, глобалізація.*

Доларизація не є новим феноменом у світовій економіці. Сьогодні вона набула особливої актуальності в країнах з ринками, що формуються, з нерозвинутою інституційною структурою і нестабільним макроекономічним середовищем. Після відкриття кордонів і зняття обмежень на валютні операції стійка іноземна валюта почала витісняти нестабільну, схильну до знецінення внутрішню валюту. Паралельний обіг валют має свої позитивні ефекти, однак супроводжується істотними витратами та ризиками. Він обмежує здатність держави зміцнювати і захищати внутрішній ринок, ускладнює проведення макроекономічної політики і генерує фінансову нестабільність. Двоїстість впливу визначає потребу у чіткому розумінні не лише ефектів, а й самої природи доларизації.

Проблематиці доларизації присвячений великий спектр робіт. Серед авторів, котрі досліджують різні аспекти цього феномену, варто виділити Т. Балінью, Р. Моралеса, Г. Де Ніколо, К. Рейнхарт, К. Рогоффа. Актуальні практичні проблеми доларизації економіки висвітлені в дослідженнях П. Хоногана, Е. Леві-Єяті, М. Савастано, А. Айзе, Е. Берга, Е. Боренштейна та інших. Доларизація активів і зобов'язань, як одночасне і взаємопов'язане явище, розглядається в працях Г. Кальво, К. Бернсайда, М. Айхенбаума, С. Ребелло, Ф. Агіона, Ф. Бачетти, К. Брода.

Попри значну кількість досліджень про всебічну і точну оцінку різних аспектів доларизації говорити не можна. У сучасній літературі спостерігається широка варіація підходів до типології та ефектів доларизації із за-

стосуванням відмінних класифікаційних критеріїв. Одні дослідники беруть за основу еволюційний підхід, інші пов'язують виникнення та існування різних форм і типів доларизації з функціями грошей, ступенем легальності, сферами і секторами використання іноземної валюти, треті спираються на форми існування цього явища. Відповідні визначення є досить різноплановими та охоплюють як широке, так і вузьке значення доларизації. Альтернативні теоретичні концепції ведуть до протилежних способів аналізу доларизації, визначення її рівня і пропонують різні висновки для політики. Це вказує на відсутність інтегральної теорії доларизації. Частково проблема лежить у площині самого феномену доларизації, що може генеруватися різними чинниками і набувати різноманітних проявів, які в реальності часто співіснують. Основою розвитку процесів доларизації може бути макроекономічна нестабільність, нерозвиненість фінансової системи, недосконалість інституційної моделі економіки, системні ефекти глобальної економіки тощо.

Метою статті є теоретичний аналіз існуючих підходів до дослідження доларизації з акцентом на розмежуванні її форм і типів, а також специфікація чинників і тенденцій прояву доларизації в сучасних глобалізаційних умовах.

За змістом доларизація є *асиметричною валютною субституцією* і зводиться до повного або часткового витіснення національних грошей із внутрішніх трансакцій через невиконання ними класичних функцій грошей [7]. Мова не йде про асиметричну спроможність окремих валют виконувати роль світових грошей. Валюти, що функціонують як світові гроші, мають низку властивостей, що спираються як на їхні фінансові властивості та масштаби трансакційної зони, так і на їхню монетарну якість – спроможність тривалий час підтримувати стабільну купівельну спроможність. При доларизації національна валюта функціонально відділена від міжнародних ринків капіталу і не має зовнішнього обігу через нездатність втілювати якість, необхідну для її використання у міжнародних трансакціях. Вона також позбавлена (повністю або частково) монетарної якості, необхідної для її повноцінного використання у внутрішніх угодах. Це означає, що застосування валюти іншої, ніж національна, у внутрішніх і міжнародних операціях країни, насправді відображає не стільки конкурентні переваги вільноконвертованої світової валюти, скільки обмеженість функцій національних грошей, відсутність зовнішнього обігу яких та обмеження за операціями платіжного балансу поширюються на увесь спектр монетарних процесів у країні.

Для розуміння природи доларизації принципово важливим є дослідження її різновидів, причин і механізмів розвитку. Це дозволяє більш коректно визначати ступінь доларизації економіки, негативні та позитивні екстерналиї різних форм і типів доларизації.

За ступенем легальності використання іноземної валюти як платіжного засобу типowo виділяють дві форми доларизації – офіційну та неофіційну, рідше виокремлюють третю форму – напівофіційну доларизацію. *Офіційна, формальна або повна доларизація* передбачає використання іноземної валюти як офіційної грошової одиниці в країнах, які відмовляються від емісії національних грошей, або одночасний обіг іноземної та національної валют у країні, яка є членом валютного союзу. За класифікацією режимів валютного курсу МВФ, офіційна доларизація є найбільш жорсткою формою фіксованого валютного курсу – це режим обмінного курсу без суверенного платіжного засобу [12, р. 65]. За формальної доларизації валюта іншої держави циркулює як *єдиний законний засіб платежу*, наприклад,

компанії сплачують заробітну плату й укладають контракти в доларах, споживачі розраховуються доларами за товари і послуги, а уряд приймає долари для оплати боргів і податків, здійснює офіційні платежі тощо. У макроекономічному плані введення в якості законного платіжного засобу іноземної валюти з необхідністю передбачає відмову держави від суверенної монетарної політики, отже, втрату її здатності безпосередньо впливати на національну економіку монетарними методами і перехід виключно до фіскальних методів регулювання – через зміну державних витрат і дефіцит бюджету. Паліативом повної доларизації можна вважати режим валютної ради, коли національні гроші повністю забезпечуються міжнародними резервами. За такого режиму проявляється більшість (однак не усі) ефектів, властивих повній доларизації, але країна не відмовляється від власної національної валюти. Історичними прикладами є Аргентина, Перу, Гонконг, Болгарія, Литва.

Під *напівофіційною доларизацією* розуміється бівалютна система, коли іноземна валюта вважається *іншим легальним платіжним засобом*. У цьому разі іноземна валюта може широко використовуватися в економіці, однак залишається *другорядним* платіжним засобом щодо національної валюти [11, р. 36]. Така форма доларизації можлива лише при *внутрішній конвертованості національної валюти*, коли резиденти мають право володіти іноземною валютою та фінансовими активами, деномінованими в іноземній валюті, й укладати угоди з ними на внутрішньому ринку. У напівофіційно доларизованих економіках іноземна валюта типowo є валютою банківських вкладів, проте нарахування і виплата заробітної плати, сплата податків і поточні витрати здійснюються, як правило, в національній валюті. При бівалютній системі продовжує діяти національний центральний банк і залишається можливість (хоча й обмежена) проведення суверенної монетарної політики, так само як і вибору будь-якої форми валютного режиму. Бівалютна система існує у таких країнах як Багами, Лаос, Лесото, Камбоджа, Намібія тощо. Цікавим є розвиток напівофіційної доларизації у Зімбабве. З 2009 р. у цій країні офіційно дозволено використовувати у торгівлі такі валюти, як ренд, пула, євро, фунт та долар США. Нещодавно ця багато-валютна корзина була розширена: з 29 січня 2014 р. законним платіжним засобом у Зімбабве є чотири нові валюти, зокрема, австралійський долар, китайський юань, індійська рупія та японська йена. Це означає, що в Зімбабве існує як мінімум вісім іноземних валют в обігу, отже, така система є вже не бівалютною, а полівалютною.

Нелегальне проникнення іноземної валюти на внутрішній ринок пов'язане з *неофіційною*, або *тіньовою доларизацією*. Вона трактується як поєднання *заміщення валют* (коли внутрішня валюта використовується переважно для здійснення невеликих операцій та офіційних платежів – податки, збори, мита тощо) і *заміщення активів* (коли іноземна валюта відіграє ключову роль в проведенні масштабних операцій, нагромадженні капіталу, отриманні запозичень і накопиченні заощаджень). Неофіційна доларизація означає, що економічні агенти утримують власне багатство в іноземних фінансових активах попри те, що іноземна валюта не є *легальним платіжним засобом*. Така доларизація може набувати різної форми: зберігання іноземної готівки, валютні депозити у внутрішній банківській системі чи за кордоном, іноземні облігації та інші види нерешових активів за кордоном. Деякі країни (наприклад, Уругвай, Болівія, Перу, Ангола) протягом 2007-2012 рр. утримували понад 65 відсотків банківських депозитів в іноземній валюті (долар США, євро або інша сильна валюта

світу). Так само 50 відсотків кредитів, наданих в економіку України у 2006-2008 рр., було деноміновано в іноземній валюті. Іноді резиденти можуть офіційно володіти деякими типами іноземних активів, наприклад, доларовими рахунками у внутрішніх банках, але володіння іншими іноземними активами, такими як банківські рахунки за кордоном, без спеціального дозволу монетарної влади вважається незаконним.

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

Класичне розмежування доларизації на офіційну та неофіційну у сучасній літературі часто поєднують з її поділом на доларизацію де-юре та доларизацію де-факто. Так, Е. Фейге визначає офіційну доларизацію як таку, коли країна де-юре приймає валюту іноземної держави, що повністю заміщує національну валюту [3,

р. 2-3]. За *доларизації де-юре* іноземна валюта виконує функції засобу розрахунків, збереження вартості та міри вартості. Натомість, якщо фірми і населення за власним бажанням використовують іноземну валюту як засіб платежу та/або надають перевагу монетарним активам в іноземній валюті, йдеться про *доларизацію де-факто*. Типово виокремлюється три типи фактичної доларизації – доларизація платежів, фінансова доларизація та реальна доларизація [5, р. 4]. *Доларизація платежів*, або *валютна субституція* стосується неспроможності національних грошей виконувати функцію засобу обігу достатньо ефективно і передбачає, що іноземна валюта використовується резидентами для торгових розрахунків всередині країни та поточних депозитних операцій. Резиденти можуть відкривати короткострокові валютні депозити у внутрішній банківській системі, якщо це дозволено монетарною владою. Коли істотна частка фінансових активів і пасивів банківської системи деномінована в іноземній валюті, говорять про *фінансову доларизацію*. Валютна індексація внутрішніх угод, коли ціни більшості товарів та послуг фіксуються, а заробітна плата виплачується в іноземній валюті, трактується як *реальна доларизація*.

Розвиваючи цей підхід, логічно представити структуру доларизації, беручи до уваги одночасно два критерії: легальність використання іноземної валюти і виконання нею функцій грошей (табл. 1). Така інтерпретація доларизації є теоретично виправданою, адже кожен із наведених її типів має свою етимологію походження та власну функціональну специфіку. Такий підхід видається особливо продуктивним при дослідженні функціонування доларизованої економіки. Акцентуючи увагу на функціях грошей, він дозволяє визначити етапи розвитку та характерні особливості процесу доларизації крізь призму заміщення функцій національних грошей.

Таблиця 1. Типологія внутрішньої доларизації

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

Джерело: складено авторами.

Однак, запропонована характеристика доларизації не може вважатися вичерпною. Неважко помітити, що вона виключає (або не включає прямо) фактор міжнародних трансакцій – офшорну діяльність внутрішніх банків (офшорні кредити і депозити), зовнішні запозичення банківських і небанківських економічних агентів від іноземних банків чи інші типи приватних запозичень за кордоном, такі, наприклад, як торговельний або комерційний кредит, роль яких у країнах з ринками, що формуються, є важливою. Іншими словами, цей підхід до типології доларизації обмежує її лише *внутрішньою доларизацією* – використанням іноземної валюти у вимогах між резидентами, абстрагуючись від наявності зовнішньої доларизації.

Як прийнято в літературі, поняття *зовнішньої доларизації* стосується фінансових контрактів між резидентами та нерезидентами. Вона представлена приватними транскордонними позиками в іноземній валюті (такими як зовнішні облігаційні позики і банківські кредити), утриманням іноземних облігацій і депозитів, депонованих за кордоном, дво- і багатостороннім кредитуванням (позики від МВФ та інших міжнародних фінансових інститутів) тощо. У методологічному плані відокремлення

внутрішньої і зовнішньої доларизації показує, що доларизація може виникати і відтворюватись не лише на національному, а й на міжнародному рівні.

Для предметного дослідження доларизації ефективним вбачається застосування балансового підходу, який передбачає її розмежування на доларизацію активів і зобов'язань. *Доларизація активів* зосереджується на активній стороні балансу економічних агентів і включає як заміщення активів, так і пряме валютне заміщення. *Доларизація зобов'язань* означає, що приватний і державний сектори запозичують в іноземній валюті [9, р. 4]. Відмітною особливістю такого підходу є те, що він дозволяє конкретизувати різні типи доларизації з різним рівнем агрегації – фінансову доларизацію, внутрішню і зовнішню доларизацію, доларизацію кредитів і депозитів, боргу тощо та аналізувати їх взаємозв'язок. Конструктивність балансового підходу полягає і в тім, що поряд із доларизацією, він дає можливість проаналізувати ряд інших макроекономічних процесів. Однак тривалий час доларизація зобов'язань не досліджувалася окремо від більш широкого сегменту доларизації активів і заміщення валюти.

Теоретично, утримання резидентами фінансових активів і пасивів, деномінованих в іноземній валюті, уособлює *фінансову доларизацію* [6, р. 7]. Акцентуючи увагу на балансових ефектах, вона показує, що будь-який аналіз структури і причин доларизації з необхідністю має враховувати як попит, так і пропозицію інвалютних активів в економіці. На практиці однак фінансова доларизація часто трактується у вужчому сенсі й зводиться до доларизації депозитів і кредитів. *Депозитна доларизація* відображає частку інвалютних депозитів резидентів у структурі внутрішніх депозитів банківської системи, *кредитна доларизація* охоплює частку кредитів в іноземній валюті у структурі сукупних кредитів, виданих резидентам національними банками. Е. Леві-Єяті пропонує окремо розглядати *внутрішню доларизацію депозитів* (внутрішні депозити в іноземній валюті), *офшоризацію депозитів* (депозити резидентів за кордоном) та *"повну" доларизацію депозитів* (сукупні внутрішні і закордонні інвалютні депозити) [6, рр. 9, 41-42]. Подібне розмежування можливе й щодо *доларизації кредитів*, зокрема, у вигляді розподілу на зовнішні зобов'язання в іноземній валюті (приватні та офіційні закордонні кредити) та внутрішні доларизовані кредити. Деталізація структурних характеристик фінансової доларизації дозволяє чіткіше диференціювати як її джерела та детермінанти, так і її ефекти. Так, поширення фінансової доларизації тісно пов'язане з реальною доларизацією економіки: інвалютна деномінація контрактів резидентів, спрямована на стабілізацію купівельної спроможності внутрішнього споживання, прямо прискорює процес доларизації депозитів. Водночас депозитна доларизація і кредитна взаємодіють між собою. За пруденційних обмежень чистої валютної позиції банків, валютні депозити слугують основою створення валютних позик. Очевидно, наприклад, що депозитна доларизація стимулює кредитну, оскільки банки прагнуть переносити валютний ризик на своїх позичальників. В той же час ці два процеси розвиваються незалежно, під впливом різних факторів [8, р. 1872].

Найбільш комплексною є оцінка доларизації активів і зобов'язань на основі інституційних секторів економіки: домогосподарств, фірм, банків (включаючи органи монетарної влади), загальнодержавного управління. Безперечно перевага такого підходу полягає в тім, що він дозволяє не тільки відокремити внутрішні та зовнішні аспекти доларизації, а й дослідити роль різних типів економічних агентів у цьому процесі. Наприклад, потенційно асиметричну поведінку економічних агентів в умовах розвитку доларизації залежно від доступних їм портфельних інструментів і витрат коригування фінансових портфелів.

Можливі й інші підходи та критерії *аналітичного структурування доларизації*. Так, Канг Ші та Джануі Ксю виокремлюють феномен подвійної доларизації, який відображає співіснування доларизації зобов'язань та доларизації експортного ціноутворення [10]. Залежно від причин розвитку фактичної доларизації, А. Айзе та А. Пауелл ідентифікують чотири її типи: *доларизацію макроекономічного хеджування*, що походить від неохильності інвесторів до ризику; *доларизацію недосконалості ринку*, яка пов'язана з вартістю фінансового посередництва і визначається намаганням кредиторів і боржників скоротити витрати погашення боргів в умовах неефективного інституційного і регуляторного середовища; *доларизацію дефлоту*, що формується через складність проблеми координації кредиторів, які надають кредити в різних валютах, і *доларизацію морального ризику*, яка виникає унаслідок страхування де-

позитів або інших гарантій у доларизованій фінансовій системі [4, рр. 3-4, 33].

Загалом дослідження *першопричин розвитку доларизації* заслуговує окремої уваги. Традиційне пояснення доларизації економіки лежить у макроекономічній сфері і фактично інтегрує макро- та мікроекономічні чинники (переважно, портфельні ефекти). Політична і макроекономічна нестабільність неминуче призводять до втрати суспільної довіри до влади, ринкових інститутів і національних грошей. У такій інтерпретації головним фактором доларизації є висока та волатильна інфляція і нестійкість валютного курсу. Мінливість грошової оцінки вартості платіжних засобів несумісна з ефективним обслуговуванням реальних і фінансових трансакцій. Щоб уникнути втрат купівельної спроможності, інфляційного знецінення активів, нестабільності вартості погашення зобов'язань, зрештою, девальвації та дефолту по фінансових інструментах, деномінованих у національній валюті, домогосподарства надають перевагу утриманню власних заощаджень у формі іноземної готівки та інвалютних депозитів у внутрішній банківській системі. Банки, щоб застрахуватися від інфляційного і валютного ризиків, заміщують позики в національних грошах на інвалютні кредити та/або інвестують акумульовані кошти в інвалютні активи на національному або міжнародному ринках. Причому навіть в умовах монетарної стабільності активи в іноземній валюті можуть служити цій меті, якщо економічні агенти мають негативні очікування щодо майбутньої макроекономічної кон'юнктури, зокрема, зберігають високі інфляційні очікування. А якщо на додаток країнові ризики (наприклад, небезпека конфіскації та націоналізації) достатньо високі, економічні агенти вважають за краще утримувати іноземні негрошові активи за кордоном.

Доларизація можлива і за ситуації фіксованого обмінного курсу національної валюти. Поєднання інфляції з фіксацією валютного курсу є типовою комбінацією у країнах з ринками, що формуються. Приватний сектор розглядає фіксований курс як неформальну гарантію по іноземних інвестиціях. Така гарантія підштовхує його до безвідповідальної поведінки: позбавляє стимулів хеджувати валютний ризик і стимулює нарощувати зовнішні позики. Оскільки за таких умов девальвація означає боргову кризу приватного сектора, влада змушена утримувати фіксований курс, навіть якщо він поєднується з високою інфляцією і недоцільний з макроекономічної точки зору.

Емпіричні дослідження показують, що за макроекономічної нестабільності процес доларизації проходить кілька етапів – він починається із заміщення такої функції грошей, як збереження вартості, потім – міри вартості, і в останню чергу – засобу обігу, отже, рухається від *заміщення активів до валютного заміщення*. Причина такої первинної реакції полягає в тім, що за високої та/або нестабільної інфляції та нестійкого обмінного курсу волатильний і невизначений фактичний дохід по внутрішніх активах робить національну валюту найбільш вразливою в її функції засобу заощадження [2, р. 4]. Щоб убезпечити власні заощадження в національній валюті від знецінення, економічні агенти починають їх конвертувати в іноземну валюту і накопичують іноземні фінансові активи (у тому числі депозити), – має місце *заміщення активів*. Оскільки банки прагнуть уникнути валютних дисбалансів, а позичальники намагаються отримати вигоду з більш низьких і стабільних процентних ставок в іноземній валюті, відбувається *заміщення кредитів*. Як наслідок, розвивається *фінансова доларизація*. У міру того, як інфляція набирає темпи, внутрішні ціни починають фіксуватися в доларах або інших стабільних валютах (ефект меню) – іноземна

валюта набуває і *функцію міри вартості*. Зрештою, для зменшення трансакційних витрат домогосподарства починають розраховуватися за товари і послуги в іноземній валюті, унаслідок чого вона стає і *засобом обігу*.

У реальності причиною розвитку процесів доларизації (зокрема, фінансової) є не тільки макроекономічна нестабільність, а й нерозвиненість фінансової системи та недосконалість інституційної моделі економіки в цілому. Тому валютна структура запозичень та інвестиційного портфелю не завжди зумовлена монетарними проблемами. Внутрішні урядові запозичення в іноземній валюті, як правило, свідчать про ризикову фіскальну політику. Такі умови незалежно генерують макроекономічну нестабільність і стимулюють доларизацію через очікування девальвації. Приватних суб'єктів до виходу на зовнішні ринки часто спонукає нестача глибини місцевого ринку капіталів, відсутність фінансових активів, придатних для інвестування, непередбачуваність змін у бізнесовому середовищі, ризик скорочення прибутків через політичне втручання і соціально-політичні конфлікти тощо. Очевидним проявом інституційної слабкості фінансової системи є процеси офшоризації, які відображаються у значній частці депозитів закордоном. Розвиток такої "інституційної" доларизації (особливо у формі зростаючих обсягів зовнішніх активів і пасивів) відображає пошук більш надійних активів і більш функціонально ефективних фінансових систем. Імовірно тому найбільш розвинені серед країн, що розвиваються, є лідерами за масштабами офшоризації.

Однак розглянуті чинники не здатні повною мірою пояснити стійкість феномену доларизації: поза їх увагою залишаються системні ефекти глобалізованої економіки. Сьогодні чітко простежується така закономірність – збільшення міжнародної інтегрованості та відкритості економіки (як торговельної, так і фінансової) безпосередньо веде до вищого рівня доларизації країни, валюта якої не використовується у міжнародних трансакціях. Доцільність утримання іноземних фінансових активів (отже, доларизації економіки) в умовах глобалізації можна обґрунтувати, серед іншого, низкою ефектів:

- *Усунення валютного ризику*: в умовах мінливості ситуації на міжнародних фінансових ринках і нестабільності руху капіталу (що часто визначає погіршення платіжного балансу приймаючої країни) доларизація є засобом нівелювання валютного ризику. Валютна диверсифікація заощаджень або інвестиційного портфелю виступає як страховка від несподіваних коливань обмінних курсів. Для суб'єктів, пов'язаних із зовнішньоекономічною діяльністю, фінансова доларизація є інструментом ув'язки між валютою надходжень і валютою фінансових трансакцій. Чим більш розгорнуті торговельні та фінансові зв'язки країни, тим більшою є економія за рахунок зменшення страхування валютного ризику.

- *Гарантованість виконання міжнародних угод*: реальна купівельна спроможність депозитних грошей в кожний даний момент часу залежить не лише від поточної номінальної доходності (процентної ставки), а й від невизначеності, пов'язаної з очікуваною інфляцією та змінами валютного курсу. Доларизація забезпечує надійність валюти платежу – стабільність купівельної спроможності депозитних грошей у коротко- і середньостроковій перспективі.

- *Обмеження ризику ліквідності та платоспроможності*: утримання ліквідних активів на депозитах закордоном обмежує ризик ліквідності і є способом уникнення проблем із ліквідністю на внутрішньому валютному ринку. Ліквідні інвалютні активи виконують роль буфера, зменшуючи вірогідність неплатоспроможності та виснаження ліквідності в умовах, коли внутрішні бан-

ки не здатні забезпечити ліквідність в іноземній валюті (наприклад, через масове вилучення банківських депозитів або низькі міжнародні резерви національної банківської системи).

- *Мінімізація трансакційних витрат*: утримання депозитів в іноземній валюті дозволяє фірмам, залученим у міжнародну торгівлю, спростити міжнародні розрахунки. Оскільки на міжнародних ринках товари/послуги купуються за різні іноземні валюти, диверсифікована інвалютна структура депозитних рахунків дозволяє знизити витрати, пов'язані з конвертацією валют.

Означені ефекти засвідчують формування нових характеристик процесу доларизації. В умовах глобалізації доларизація, з одного боку, є оптимальною стратегією економічних агентів у відповідь на зростання залежності національної економіки від світової економічної системи, з іншого боку, виступає вагомим чинником підвищення ефективності міжнародних торговельних і фінансових зв'язків, що спрощує і стимулює економічну інтеграцію країни з рештою світу та збільшує її взаємопов'язаність зі світовою фінансовою системою. Як альтернативне джерело розміщення капіталу, внутрішня доларизація заміщує транскордонний відтік капіталу "внутрішньої втечею" до іноземної валюти та негрошових інвалютних активів. Зменшення фінансових обмежень розширює можливості внутрішньої кредитної експансії, стимулює розвиток внутрішнього ринку довгострокового капіталу та реінтермедіацію [1, с. 454-467]. Потенційним наслідком цього є диверсифікація взаємодій країни зі світовою економікою. Враховуючи наведені ефекти, логічно припустити, що відсутність доларизації в певних умовах може призвести до істотних економічних витрат, таких, наприклад, як зниження конкурентноздатності фірми/країни або зменшення можливостей для хеджування та фінансового розвитку. Це означає також, що *сучасна доларизація є*, принаймні частково, природним наслідком міжнародної економічної (реальної та фінансової) інтеграції.

Водночас *глобальні фактори* можуть незалежно та істотно впливати на схильність до використання іноземної валюти в операціях із капіталом і, таким чином, рівень доларизації економіки. Практика багатьох країн показує, що зростання зовнішніх приватних і публічних запозичень кореспондує з виникненням більш сприятливих глобальних тенденцій на міжнародних фінансових ринках, які здешевлюють вартість капіталу, порівняно з внутрішніми умовами. Коливання глобальної ліквідності змушують фінансовий сектор постійно адаптуватися до переміщення капіталу, заохочують зростання зовнішніх і внутрішніх зобов'язань в іноземній валюті, що прямо сприяє підвищенню рівня доларизації в країнах, з ринками, що формуються, – простежується асиметрична курсова реакція на припливи і відтоки капіталу, завдяки чому формуються передумови для відносної негнучкості валютного курсу і девальваційного зміщення; банківські запозичення на міжнародних фінансових ринках стають основою доларизації внутрішніх активів і пасивів.

Доречно говорити про формування *специфічних каналів*, через які відбувається вплив глобалізації на фінансову доларизацію. Одним з них є *канал припливу капіталу*. Він демонструє збільшення рівня доларизації, коли зростаючі обсяги припливу зовнішнього капіталу поглинаються валютними резервами. Зростання офіційних валютних резервів безпосередньо впливає на кредитний рейтинг країни, стимулюючи подальший приплив капіталу. Унаслідок розширення грошової маси рівень інфляції стає більш варіативним проти коливань валютного курсу, а вартість активів у іноземній валюті – стабільнішою. За таких умов кредитори і боржники надають перевагу активам в іноземній валюті.

Канал іноземної експансії показує, як пов'язаний із витісненням національної валюти зі сфери фінансових трансакцій, вхід на внутрішній ринок іноземних банків. Важливу роль у цьому процесі відіграє поведінка цих банків як складової міжнародних банківських груп. Фінансування з боку материнських банків або транскордонні обороти між філіями поза посередництва національного валютного ринку, стимулюють кредитну доларизацію. Для іноземних банків розширення внутрішнього кредиту в іноземній валюті не лише дозволяє усунути валютні дисбаланси і ризики, а й спрощує систему менеджменту. Оскільки іноземна експансія є однією з пануючих тенденцій, можна стверджувати, що глобалізація банківської діяльності створює передумови для посилення фінансової доларизації на глобальному рівні.

Ще одним каналом є канал міжнародного інвестування. Коли національна фінансова система не є достатньо розвиненою, щоб створювати високоякісні активи, доларизація забезпечує попит на закордонні активи та оптимізацію доходної і ризикової структури інвестиційного портфелю. Важливий аспект даного каналу – він створює основу для глобальної порівнянності вартості активів, оскільки усувається проблема курсових коливань. Тому за певних інституційних умов валютно-курсова політика центрального банку може бути об'єктом маніпулювання з боку економічних агентів, які оптимізують вартість транскордонного портфелю активів у контексті того, як курсові зміни вплинуть на вартість поточного вивезення капіталу. Так, ревальвація зменшуватиме вартість закордонних активів, але підвищуватиме вартість капіталу, що вивозиться, а девальвація – навпаки. Тож резиденти, що здійснюють міжнародні інвестиції, зацікавлені у квазіфіксації валютного курсу: за інших рівних умов відсутність підвищення курсу означає, що вартість їхніх закордонних активів не зменшуватиметься порівняно з вартістю національних, а відсутність зниження курсу національної валюти не зменшує вартості національних активів порівняно із закордонними.

Канал процентних ставок і спредів відображає вплив експансії глобальної ліквідності на доларизацію. Зростання глобальної грошової пропозиції знижує процентні ставки на міжнародних фінансових ринках, підвищуючи схильність до ризику та заохочуючи вкладення у ризикові активи. Падіння спредів відкриває доступ до глобальних фінансових ресурсів і генерує доларизацію – як прямо (через стимулювання зростання зовнішніх запозичень), так і опосередковано (через трансформацію зовнішніх позик у внутрішній кредит в іноземній валюті). Проблема полягає в тім, що рівень доларизації фінансової системи, як критерій оцінки потенційної вразливості окремого позичальника, у спредах безпосередньо не враховується, відповідно, кредитна якість суб'єктів з економік із різним рівнем доларизації не диференціюється, отже, не справляє будь-якого суттєвого впливу на вар-

тість позик. Нечутливість кредитного ризику до доларизації підвищує попит на доларизовані запозичення.

У світлі розглянутих ефектів можна з впевненістю стверджувати, що сучасна доларизація – значною мірою об'єктивний процес, зумовлений розвитком глобалізаційних процесів, коли, з одного боку, зростає взаємопов'язаність країн, а з іншого – традиційна економіка виробництва та обміну дедалі більше перетворюється на фінансову економіку, ключовими елементами якої є активи і борги, потоки капіталу та нерівноважні платіжні позиції окремих економічних агентів, інституціональних секторів, країн чи навіть регіонів світу. Варто очікувати, що будь-які переваги виокремлення кількох валют як ключових (зниження трансакційних витрат внаслідок ефекту мережі, поглиблення та диференціація ринку, полегшення міжнародних зіставлень тощо) насправді створюють структурні передумови розвитку процесу доларизації національних економік. В умовах лібералізації руху капіталу і торгівлі вона дозволяє економічним агентам більшою чи меншою мірою максимізувати свою корисність (послуг від грошей) залежно від ступеня їх інтегрованості у світову економіку. Отже, спроби усунути доларизацію є недоцільними, її лише можна обмежити до певного рівня, що відповідає рівню відкритості економіки країни.

#### Список використаних джерел

1. Сніжко О.В. Фінансовий розвиток трансформаційних економік: структурно-функціональний аналіз / О.В. Сніжко / Монографія. – К.: ВПК "Київ. університет", 2009. – 815 с.
2. Calvo G. Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction / G. Calvo, C. Vegh // *Revista de Analisis Economico*. – 1992. – Vol. 7. – № 1. – p. 3-27.
3. Feige E. L. The Dynamics of Currency Substitution, Asset Substitution, and De Facto Dollarization and Euroization in Transition Countries / E. L. Feige // *Monetary Policy and Currency Substitution in the Emerging Markets*. – 2002. – 35 p.
4. Ize A. Prudential Responses to De Facto Dollarization / A. Ize, A. Powell // *Wash.: IMF Working Paper* № 66. – 2004. – 41 p.
5. Kokenyne A. Dedollarization / A. Kokenyne, J. Ley, R. Veyrune // *Wash.: IMF Working Paper* № 188. – 2010. – 50p.
6. Levy-Yeyati E. Dollar, Debts and the IFIs: Dedollarizing Multilateral Credit / E. Levy-Yeyati // *Madrid: The Conference on "Dollars, Debt, and Deficits – 60 Years After Bretton Woods"*. – 2004. – 71 p.
7. McKinnon R. Currency Substitution and Instability in the Dollar World Standard / R. McKinnon // *American Economic Review*. – 1982. – Vol. 72 – № 3. – pp. 320-333.
8. Neanidis K. C. Financial dollarization: Short-run determinants in transition economies / K. C. Neanidis, C. S. Savva // *Journal of Banking & Finance*. – 2009. – № 33. – pp. 1860-1873.
9. Reinhart C. Addicted to Dollars / C. Reinhart, R. Rogoff, M. Savastano // *Cambridge: National Bureau of Economic Research Working Paper* № 10015. – October, 2003. – 55 p.
10. Shi K. Twin Dollarization and Exchange Rate Policy / K. Shi, Xu Juanyi // *Journal of International Economics* № 81. – February, 2010. – 31 p.
11. Vaidya A. K. Globalisation: Encyclopedia of Trade, Labor and Politics: in 2 volumes / Vaidya A. K. // Vol. 1. – USA, California: ABC-CLIO. – 2005. – 968 p.
12. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. – Wash.: IMF, 2013. – 94 p.

Надійшла до редколегії 01.12.14

О. Снежко, д-р економ. наук, проф.,

О. Зыкова, асп.

Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Київ, Україна

### СТРУКТУРА ДОЛЛАРИЗАЦІЇ В КОНТЕКСТЕ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

В статті проаналізовані теоретичні підходи до трактування доларизації, особливості різних типів і форм доларизації. Авторами досліджено механізми впливу глобальних факторів на розвиток доларизації. Обґрунтовується ідея формування нових характеристик процесу доларизації в умовах глобалізації економіки.

Ключевые слова: валютная субституция, долларизация де-юре, долларизация де-факто, финансовая долларизация, глобализация.

O. Snizhko, Ph.D. in economics (Doctor of econ.sc.), prof.,

O. Zykova, Ph.D. student

Taras Shevchenko National University of Kyiv, Kyiv, Ukraine

### THE STRUCTURE OF DOLLARIZATION IN THE CONTEXT OF GLOBALIZATION

The article analyses the theoretical approaches to the interpretation of dollarization, studies special features of various types and forms of this process. The authors investigate the mechanisms of influence of global factors on the development of dollarization. The article substantiates the idea of forming of new characteristics of the process of dollarization under conditions of globalization of the economy.

Keywords: currency substitution, de jure dollarization, de facto dollarization, financial dollarization, globalization.