

**Козюк В.В.,**

доктор економічних наук, професор,  
завідувач кафедри економічної теорії  
Тернопільського національного  
економічного університету

### ГЛОБАЛІЗАЦІЙНІ ФАКТОРИ ФІНАНСОВОЇ ДОЛАРИЗАЦІЇ

*Виявлено структурні зрушення у сфері глобальних монетарних і фінансових процесів, які демонструють посилення зв'язків між глобалізацією та фінансовою доларизацією. Окреслено дію каналів зв'язку між глобальними умовами запозичень та доларизацією. Здійснено емпіричний аналіз впливу глобальних умов запозичень на підвищення рівня фінансової доларизації вітчизняної економіки.*

*The structural changes of global monetary and financial processes that determine enhancing of relations between globalization and financial dollarization are found. The working channels of global condition of borrowing and dollarization are outlined. The empirical analysis of influence of global conditions of borrowing to raise dollarization in the Ukrainian economy is carried out.*

**Ключові слова:** доларизація, глобалізація, монетарна політика, фінансова стабільність.

Проблема доларизації з'явилася на порядку денному макроекономічних досліджень у контексті затяжної інфляційної нестабільності в країнах третього світу. Протягом 1970—1980-х років макроекономічні дестабілізації циклічно змінювалися періодами відносного спокою, після чого нагромадження структурних і монетарних диспропорцій призводило до виникнення валютно-фінансових криз. У таких умовах доларизація почала розглядатись як раціональний вибір економічних агентів, спрямований на збереження заощаджень і хеджування інфляційних ризиків. У міру розвитку процесів глобалізації та структурної адаптації до неї багатьом країнам третього світу вдалося істотно просунутися по шляху радикальної дезінфляції та мінімізації впливу валютно-курскових коливань на внутрішні макроекономічні процеси. Із глобалізацією почав асоціюватись ефект дисципліни, який передбачає зміну спонукальних факторів проведення монетарної політики, внаслідок чого створюються передумови для підтримання цінової стабільності як основи подальших сприятливих макроекономічних трансформацій.

Утім, емпірична картина процесів доларизації продемонструвала, що подолання проблеми інфляції як найбільш болючого макроекономічного негаразду ще не означає зниження рівня задіяння національних валют у сфері фінансових трансакцій. Більше того, у процесі глобальної фінансової інтеграції світ зіткнувся з феноменом прогресування доларизації, однак уже у зміненій формі. На відміну від доларизації активів, яка передбачає хеджування ризику знецінення заощаджень, доларизація пасивів почала розглядатись як закономірне продовження процесів інтеграції у глобальний фінансовий простір країн з ринками, що розвиваються. Однією з рис такої інтеграції стає очевидна різюча відмінність у спроможності фінансових систем країн із різним рівнем доходів генерувати джерела для довгострокового фінансування під низькі процентні ставки. Водночас різний рівень розвитку

фінансових систем породжує диференціацію якості активів, доступних для інвестування, завдяки чому ендогенне вивезення капіталу з країн із середніми та низькими доходами потребує чіткого еквівалента у вигляді підтримання доларизованої ліквідності всередині національної економіки (адже неможливо збільшити попит на іноземні активи у національній валюті, яка не має глобального обігу).

Природно, що в таких умовах глобалізацію слід розглядати як потужну силу, яка має іманентні властивості стосовно процесів доларизації. Однак остання, попри ряд сприятливих моментів у вигляді розширення фінансових можливостей, породжує цілий перелік складних макрофінансових проблем і в цілому погіршує ситуацію у сфері макрофінансової стабільності будь-якої доларизованої країни, ускладнюючи проведення монетарної політики. Досвід глобальної фінансової кризи продемонстрував, наскільки вразливим є фінансовий сектор в умовах високого рівня доларизації. До того ж слід визнати, що певні структурні зрушення у сфері глобальної економіки, поряд із процесами фінансової глобалізації як такої, призводять до особливої чутливості фінансової системи світу до коливань глобальної ліквідності та поглиблення її впливу на окремі економіки. Отже, виявлення основних каналів впливу глобалізації на розгортання процесів доларизації є актуальним.

Так, на суперечливості ситуації з доларизацією у зв'язку із зниженням інфляції як основної детермінанти валютного заміщення активів наголошується у багатьох дослідженнях<sup>1</sup>. Це є тим більш актуальним, коли зважити на тезу, що глобалізація створює сприятливі передумови для дезінфляції, дисциплінує<sup>2</sup> і спонукає до інституціональних реформ макроекономічної політики, зорієнтованих на подолання інфляційної та інших форм макроекономічної нестабільності<sup>3</sup>. Завдяки цьому стає очевидним конфлікт між тим, що рівень доларизації у світі істотно не знизився, а в окремих випадках навіть збільшився, і тим, що спостерігаються радикальні позитивні зрушення у сфері фундаментальних макроекономічних процесів у країнах з ринками, що розвиваються. Останнє визнається за беззаперечний факт<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> *Havrylyshyn O., Beddies Ch. Dollarization in Former Soviet Union: From Hysteria to Hysteresis // Paper Presented on Dubrovnik Economic Conference, June 2002. — P. 1—26; Galino A., Leiderman L. Living with Dollarization and the Route to Dedollarization // Inter-American Development Bank Working Paper. — 2005. — № 526. — P. 1—59; Renharck R., Nozaki M. Financial Dollarization in Latin America // IMF Working Paper. — 2006. — WP/06/7. — P. 1—34; Nicolo De G., Honohan P., Ize A. Dollarization of the Banking System: Good or Bad // IMF Working Paper. — 2004. — WP/04/146. — P. 1—43.*

<sup>2</sup> *How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. — Wash. D.C., 2006. — P. 97—134; Tytell I., Shang-Jin W. Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies? // IMF Working Paper. — 2004. — WP/04/84. — P. 3—40; Tytell I. Financial Globalization and the Conduct of Macroeconomic Policies // Globalization and External Imbalances // World Economic Outlook. IMF. Ch. III. — Wash. D.C., 2005. — P. 122, 123.*

<sup>3</sup> *Carstens A., Jacome L. Latin American Central Bank Reform: Progress and Challenges // IMF Working Paper. — 2005. — WP/05/114. — P. 1—43; Jacome L. Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s // IMF Working Paper. — 2001. — WP/01/212. — P. 1—40; Arnone M., Laurence B., Segalotto J-F., Sommer M. Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends // IMF Working Paper. — 2007. — WP/07/88. — P. 1—53.*

<sup>4</sup> *Capital Flows to Emerging Markets: Recent Trends and Potential Financial Stability Implications // Bank of England Financial Stability Review. — Dec., 2005. — P. 94—102; Changes in the*

3-поміж причин, які визначають збереження зтяжного ефекту від високого рівня доларизації, навіть на тлі стабілізації інфляції, в економічній літературі дискутується цілий набір явищ, зокрема ефект гістерезису<sup>5</sup>, девальваційне зміщення монетарної політики, оптимізація портфеля активів економічного агента щодо валюти деномінації, згладжування рівня споживання внаслідок диференціації коливань інфляції та валютного курсу. Непередбачувана монетарна політика й асиметрії функціонування кредитних ринків також вважаються факторами, що заохочують здійснення фінансових трансакцій у твердій валюті<sup>6</sup>. Найбільш повно схема спонукальних мотивів щодо доларизації відображена у таблиці.

Що ж до підвищення рівня доларизації в умовах глобалізації, то слід сказати про таке. По-перше, глобалізація передбачає зростання відкритості економіки, що спонукає економічних агентів збільшувати попит на касові залишки в іноземній валюті з метою активізації своїх міжнародних операцій<sup>7</sup>. Це однаковою мірою стосується як імпортерів й експортерів, так і фінансових посередників. Економічні агенти схильні прив'язувати свої зобов'язання до тієї валюти, в якій вони отримують доходи. Завдяки цьому глобалізація передбачає виникнення ряду структурних ефектів статей балансу, які є значимими та об'єктивними<sup>8</sup>. Однак окремі автори констатують, що особливо у випадку торговельної відкритості не існує чітких емпіричних свідчень на користь зв'язку між рівнем доларизації та зростанням частки зовнішньої торгівлі у ВВП<sup>9</sup>. По-друге, глобалізація загострює монетарну дилему між підтриманням фіксованого валютного курсу і гіпотезою “страху перед плаванням”. Відповідно, існують дослідження, які чітко вказують, що коли доларизація є ендегенною, “страх перед плаванням” відтворює схильність економічних агентів до доларизації, а зростаючі зовнішні запозичення тільки посилюють цю закономірність<sup>10</sup>. По-третє, нерозвинуті внутрішні фінансові ринки обмежують

---

International Investor Base and Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. Ch. II. — Wash. D.C., 2007. — P. 63—97.

<sup>5</sup> Uribe M. Hysteresis in a Simple Model of Currency Substitution // Journal of Monetary Economics. — 1997. — Vol. 40. — P. 185—202.

<sup>6</sup> Ize A., Parrado E. Dollarization, Monetary Policy, and Pass-Through // IMF Working Paper. — 2002. — WP/02/188. — P. 1—34; Ize A., Levy Yeyati E. Financial Dollarization // Journal of International Economics. — 2003. — Vol. 59. — P. 323—347; Ize A. Financial Dollarization Equilibria: A Framework for Policy Analysis // IMF Working Paper. — 2005. — WP/05/186. — P. 1—30; Ize A., Levy Yeyati E. Financial De-dollarization: Is It for Real? // IMF Working Paper. — 2005. — WP/05/187. — P. 1—30.

<sup>7</sup> Gulde A.-M., Hoelscher D., Ize A., Marston D., Nicolo De G. Financial Stability in Dollarized Economies // IMF Occasional Paper. — 2004. — № 230. — P. 1—29; Monetary Policy in Dollarized Economies // IMF Occasional Paper. — 1999. — № 171. — P. 1—68.

<sup>8</sup> Galindo A., Leiderman L. Living with Dollarization and the Route to Dedollarization // Inter-American Development Bank Research Department Working Paper. — 2005. — № 526. — P. 12, 13.

<sup>9</sup> Ize A., Levy Yeyati E. Financial De-dollarization: Is It for Real? // IMF Working Paper. — 2005. — WP/05/187. — P. 1—30.

<sup>10</sup> Barajas A., Morales A. Dollarization of Liabilities: Beyond the Usual Suspects // IMF Working Paper. — 2003. — WP/03/11. — P. 1—41; Honohan P. Dollarization and Exchange Rate Fluctuations // Institute for International Integration Studies Discussion Paper. — 2007. — № 201. — P. 1—27; Berkmen P., Cavallo E. Exchange Rate Policy and Liability Dollarization: An Empirical Study // IMF

**Таблиця. Спонукальні фактори фінансової доларизації**

Ефект	Характеристика
<b>Підхід цінового ризик-портфеля (price risk-portfolio)</b>	
<p>Волатильність інфляції є вищою за волатильність реального валютного курсу</p> <p>Відносна волатильність ставок по іноземній валюті є нижчою за аналогічний показник щодо національної валюти</p> <p>Довіра (наявність довіри робить рівень доларизації обумовленим іншими факторами, відсутність — спонукає до доларизації)</p> <p>Кореляція між валютним курсом та економічною активністю (девальвація має рестриктивні наслідки)</p>	<p>Враховується ризик зміни відносних цін, а не кредитний ризик. Певний рівень доларизації демонструє оптимальний вибір економічного агента, який пристосовується до монетарної політики, не здатної забезпечити мінімізацію інфляції та її волатильності і, відповідно, низькі та стабільні ставки процента по національній валюті. Брак довіри до центрального банку, вразливість до зовнішніх шоків і проциклічна поведінка монетарних органів (наприклад, у випадку зовнішнього шоку падіння курсу поглиблює спад, а не навпаки, або падіння зовнішнього попиту породжує монетарні компенсації втрачених доходів, що заохочує валютно-курсову нестабільність і відплив капіталів). Отже, монетарна політика є ключовим фактором доларизації</p>
<b>Підхід кредитного ризику (credit risk)</b>	
<p>Досконала інформаційна структура ринку</p>	<p>В умовах всебічної поінформованості кредитний ризик повністю відбивається у величині процентних ставок. За відсутності ризику дефолту позичальники віддають перевагу нижчим ставкам, а кредитори — ставкам, за яких імовірність банкрутств є нижчою, тобто ставкам в іноземній валюті. Така поведінка є логічною в умовах "страху перед плаванням". Останнє робить монетарний вибір на користь фіксованих курсів ендогенним, а курсову реакцію асиметричною (тільки вниз). Падіння курсу дуже повільно перекривається внутрішньою інфляцією, завдяки чому національна валюта тривалий час залишається недооціненою і з вищими надбавками за ризик, що знову заохочує фінансову доларизацію</p>
<p>Недосконала інформаційна структура ринку</p>	<p>В умовах, коли кредитор не спроможний повною мірою визначити вразливість позичальника до валютного ризику, він обирає поведінку, зорієнтовану на те, у якій валюті вартість зобов'язань виявиться більш стабільною в умовах стабільного ризику девальвації. Як правило, доларові зобов'язання залишаються більш стабільними. Отже, причиною фінансової доларизації є не стільки монетарна політика, скільки провали ринку</p>
<p>Моральний ризик і пруденційне регулювання</p>	<p>У випадку, коли поведінка центрального банку або характер системи страхування депозитів дозволяють розраховувати на значні компенсаційні виплати через погіршення ситуації у фінансовому секторі в умовах кризи чи стресу, кредитори та позичальники обирають валюту, ставки по якій є нижчими. Таким чином, моральний ризик заохочує доларизацію</p>
<b>Підхід фінансового середовища (financial environment)</b>	
<p>Уразливість до зовнішніх шоків</p> <p>Імперфекції ринків та законодавства</p> <p>Ефект мережі</p>	<p>Малі відкриті економіки стикаються із ситуацією, коли посередництво у міжнародних транзакціях не може здійснюватись у їхній валюті, що заохочує операції у глобально акцептабельних валютах. У випадку, коли національна фінансова система є менш конкурентною, відхід від національної валюти зумовлений необхідністю здійснення трансакцій закордоном (так звана офшоризація). Завдяки відсутності глобального ринку місцевих валют зовнішні запозичення можливі у провідних валютах, а глобальні ринки дозволяють тривалі запозичення під низькі проценти. Інституціональні проблеми також важливі. У випадку нестабільності контрактних відносин усередині країни офшоризація зменшує трансакційні витрати, пов'язані з виконанням контрактів, і одночасно заохочує доларизацію. Основна причина останньої криється не стільки в монетарній політиці, скільки в інституціональній системі та законодавстві</p>

*Джерело:* Ize A., Levy Yeyati E. Financial De-dollarization: Is It for Real? // IMF Working Paper. — 2005. — WP/05/187. — P. 1—30.

Working Paper. — 2007. — WP/07/33. — P. 1—46; Berkmen P., Cavallo E. Exchange Rate Policy and Liability Dollarization: What Do the Data Reveal About Causality? // IMF Working Paper. — 2009. — WP/09/33. — P. 1—38.

довгострокові запозичення під низькі проценти. Якщо фінансова глобалізація створює можливості для отримання додаткових вигод від доступу до світових джерел заощаджень, то зростаючі зовнішні запозичення є природним наслідком поглиблення фінансової інтеграції<sup>11</sup>. У вітчизняних дослідженнях зберігається акцент на традиційних проблемах зв'язку між високою інфляцією і доларизацією, що цілком відповідає емпіричній картині монетарних процесів в Україні<sup>12</sup>.

При цьому в економічній літературі не приділяється належної уваги ідентифікації каналів впливу глобалізації на доларизацію у контексті макрофінансових процесів, зумовлених коливаннями глобальної ліквідності, пристосуванням фінансового сектору до перетоку капіталу тощо. Така ідентифікація є важливою з точки зору виявлення спільних факторів, що заохочують зростання зовнішніх та внутрішніх зобов'язань в іноземній валюті, тоді як у більшості існуючих досліджень наголос робиться на окремому аналізі проблеми зовнішніх запозичень і запозичень в іноземній валюті всередині країни. Заповненню указаних прогалів і присвячена дана стаття.

Як уже зазначалося, поліпшення ситуації з фундаментальними макроекономічними тенденціями в країнах з ринками, що виникають, істотно не вплинуло на зниження рівня доларизації. Щодо цього вітчизняна економіка взагалі суттєво вирізняється, оскільки стрімка тенденція до підвищення рівня фінансової доларизації була зламана впродовж періоду відносної макроекономічної та інфляційної стабільності у 2001—2003 роках, після чого знову відновилося (рис. 1).

Характерною рисою відновлення тенденції до підвищення рівня доларизації в Україні є істотне перевищення частки доларизованих довгострокових кредитів над часткою доларизованих депозитів і короткострокових кредитів. Така розбіжність цілком закономірна з огляду на викладені теоретичні аргументи. Утім, це так само резонно й у світлі того, що починаючи з 2004 року рівень інфляції в Україні перевищує позначку в 11 %. У свою чергу, це створює потужні монетарні передумови для доларизації (від'ємні короткострокові ставки у гривнях, відсутність мотивації до довгострокових гривневих заощаджень, хеджування інфляційних ризиків із допомогою споживчого кредитування тощо<sup>13</sup>).

Підтримка високих значень доларизації пасивів на сьогодні вважається основною структурною характеристикою процесів, які відбуваються у фінансових системах згаданої групи країн<sup>14</sup>. У міру зародження і посилення фінансової глобалізації

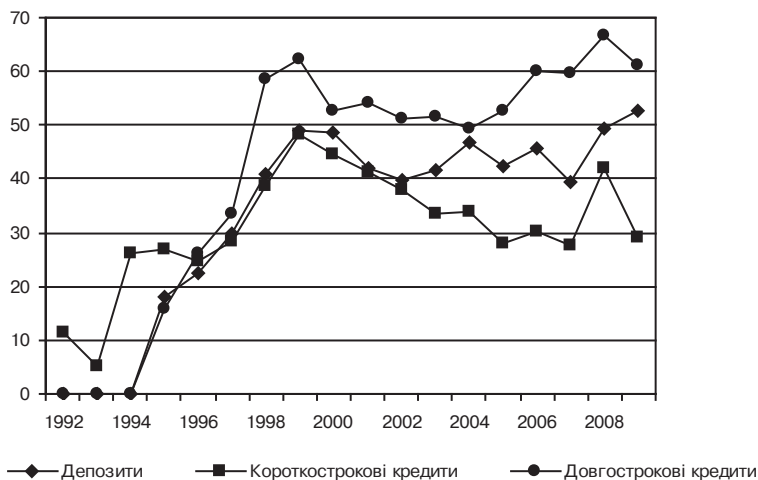
---

<sup>11</sup> *Eichengreen B., Hausmann R.* Exchange Rate and Financial Fragility // NBER Working Paper. — 1999. — № 7418. — P. 1—54.

<sup>12</sup> *Козюк В.В.* Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. — Т.: THEU; Економічна думка, 2009. — С. 635—661; *Береславська О.І.* Фінансово-монетарні важелі економічного зростання. Т. 2: Механізми грошового та фондового ринків і їх вплив на розвиток економіки України. — К.: Фенікс, 2008. — С. 196—266.

<sup>13</sup> *Козюк В.В.* Експансія кредиту в системі макрофінансових дисбалансів // Фінанси України. — 2010. — № 1. — С. 54—65.

<sup>14</sup> *Reinhart C., Rogoff K., Savastano M.* Addicted to Dollars // NBER Working Paper. — 2003. — № 10015. — P. 1—67; *Ize A., Levy Yeyati E.* Financial De-dollarization: Is It for Real? // IMF Working Paper. — 2005. — WP/05/187. — P. 1—30.



Джерело: складено автором на основі даних НБУ (<http://www.bank.gov.ua>).

Рис. 1. Фінансова доларизація в Україні, %

стереотипним є твердження про те, що в більшості випадків доларизація пасивів пов'язана з проблемою неспроможності фінансових систем країн із середніми та низькими доходами генерувати джерела для довгострокових дешевих запозичень, завдяки чому глобалізація породжує потужні стимули для прогресуючої залежності національних позичальників від міжнародних ринків капіталу. В останніх дослідженнях завдяки аналізу різноманітних інституціональних проблем та ендогенності режиму монетарної політики (табл.) розширено спектр причин достатньо високого рівня фінансової доларизації. Якщо національна та закордонні фінансові системи знаходяться на різних конкурентних рівнях, а потенційна глобальна доступність довгострокових пасивів під низькі ставки породжує відмінності у функціональному позиціонуванні зовнішніх та внутрішніх позикових операцій, то проблема доларизації повинна бути більш чутливою до екзогенних умов. Однак ситуація є складнішою, оскільки, як показано на прикладі країн — нових членів ЄС, спостерігається зростаюча взаємозамінність внутрішніх кредитів у національній та іноземній валютах. Тобто, у випадку підвищення ставок у національній валюті попит на доларизовані кредити є достатньо еластичним, завдяки чому монетарні важелі обмеження кредитної експансії суттєво послаблюються<sup>15</sup>. Слід визнати, що основою цього явища є те, що на сьогодні доларизація внутрішніх кредитів набагато меншою мірою зумовлена доларизацією депозитів, як це було у 1990-х роках<sup>16</sup>, а набагато більшою — зовнішніми запозиченнями банків, що вже було показано на прикладі України<sup>17</sup>. Утім, слід

<sup>15</sup> Brzoza-Brzezina M., Chmielewski T., Niedzwiedzinska J. Substitution Between Domestic and Foreign Currency Loans in Central Europe: Do Central Banks Matter? // ECB Working Paper. — 2010. — № 1187. — P. 1–36.

<sup>16</sup> Nicolo De G., Honohan P., Ize A. Dollarization of the Banking System: Good or Bad // IMF Working Paper. — 2004. — WP/04/146. — P. 1–43.

<sup>17</sup> Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності. — Т.: THEV; Економічна думка, 2009. — С. 650–655.

визнати, що така еластична взаємозамінність кредитів у національній та іноземній валютах була би неможлива без ряду структурних зрушень у сфері глобальних фінансів та монетарних процесів.

По-перше, в умовах специфічних глобальних взаємовідносин у монетарній сфері поведінка глобальної ліквідності опинилася поза системним контролем, завдяки чому фази її експансії або згортання справляють істотніший вплив на глобальні монетарні умови, ніж політика провідних центральних банків. Як результат, такі фінансові феномени, як формування спредів, ставлення до ризику, пошук вищої дохідності, чітко прив'язуються до глобальних умов ліквідності через фінансову інтеграцію більшості країн, проявом чого стають приплив капіталів, зростання вартості активів, зміна кредитних циклів.

По-друге, вагомою детермінантою таких зрушень є формування асиметричних реакцій на масштабні припливи і відпливи капіталу. Так, якщо у традиційній інтерпретації асиметрична реакція валютного курсу асоціюється зі “страхом перед плаванням” (ревальвацію попереджають, а девальвацію допускають, оскільки можливості протистояти кризовим відпливам капіталу звужуються), то в сучасних монетарних умовах на перший план виходить проблема конкурентного нагромадження резервів. Останнє має реальний вплив на глобальну конкурентоспроможність і, будучи застосованим одним гравцем (наприклад, Китаєм), спричиняє аналогічну поведінку всіх інших, тому гнучкість валютного курсу обмежується завданням конкурентного уникнення ревальвації, а у період кризи відносно допущення девальвації є продовженням гри за конкурентне збереження резервів. Природно, що в таких умовах на приплив і відплив капіталу валютний курс реагує асиметрично.

По-третє, завдяки глобальній фінансовій інтеграції та сприятливим монетарним передумовам змінюється структурний зв'язок між банківськими активами і пасивами. Останнім часом банки демонструють істотне зниження інтересу до національних депозитних джерел активних операцій, оскільки глобальні банківські запозичення і розвиток ринків ABS-інструментів та кредитно-дефолтних свопів створюють кращі можливості для мінімізації операційних і процентних витрат. Глобальні запозичення дозволяють визначати конверсію ставок за пасивними операціями у ставки за активними позитивним ефектом масштабу. Завдяки цьому формується тенденція до зниження процентних ставок усередині країни. Аналогічно, активність кредитного каналу дедалі менше залежить від успішності роздрібних депозитних операцій; вона детермінується ринковими факторами — ефектом статей балансу, вартістю застави, ставленням до ризику і т. д., що, природно, пов'язано зі станом ліквідності глобальних ринків у цілому<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> Аналогічно, у період кризи залежність банківських пасивів від ринкового фінансування, а не роздрібних депозитних операцій посилила вразливість банків до шоків на фінансових ринках. У сукупності про структурні зміни в глобальній банківській діяльності див.: *Disyatat P. The Bank Lending Channel Revisited // BIS Working Papers. — 2010. — № 297. — P. 1—37; McCauley R., McGuire P., von Peter G. The Architecture of Global Banking: From International to Multinational? // BIS Quarterly Review. — March, 2010. — P. 25—37; Funding Patterns and Liquidity Management of Internationally Active Banks // BIS Committee on the Global Financial System Papers. — 2010. — № 39. — P. 1—48.*

Таке зниження вартості запозичень забезпечується не вирівнюванням ставок на різних ринках, а збільшенням значення пропозиції кредитів, деномінованих у валюті глобальних запозичень — долар США або євро. Якщо зважити на асиметричну реакцію валютного курсу на приплив капіталів, то зовнішні запозичення прямо переносяться на внутрішню кредитну пропозицію і не вимагають посередництва внутрішнього валютного ринку. Відсутність такого посередництва знижує трансакційні витрати, але найголовніше, що коли курс не зростає, практично весь обсяг залучених ресурсів можна запропонувати внутрішнім позичальникам. Природно, що у такий спосіб фіксований курс тільки заохочує високу чутливість кредитного циклу всередині країни до коливань глобальної ліквідності.

Інший бік проблеми полягає в акцептабельності доларизованої кредитної пропозиції. За будь-яких обставин її поєднання з прямим перенесенням зовнішніх запозичень на внутрішню кредитну пропозицію створює структурні передумови для розкручування спіралі доларизації пасивів. Факторами, що визначають таку акцептабельність є ступінь гнучкості валютного курсу, диференціал між ставками в національній та іноземній валютах, очікування девальвації чи ревальвації. Найбільш істотною проблемою тут буде те, що коли ринки очікують рівноважної ревальвації, а стан платіжного балансу не розглядається як джерело ризику, акцептабельність доларизованої кредитної пропозиції може перерости у надлишковий попит на кредити під нижчі ставки, тобто на валютні кредити. У сукупності це пояснює причину високої взаємозамінності кредитів у національній та іноземній валютах. Для країн ЦСЄ, на прикладі яких цей феномен виявлено, очікування рівноважної ревальвації через приплив капіталів з ЄС, намагання перенести споживання на теперішній період, до підвищення цін та вартості активів після приєднання до зони євро, і сприйняття перманентного припливу капіталу як презумпції фінансування дефіциту поточного рахунку загострили проблему доларизації пасивів у регіоні і, як показав досвід глобальної фінансової кризи, відчутно підірвали фінансову стабільність в умовах неочікуваної девальвації.

Виходячи з розглянутих структурних зрушень можна виокремити набір специфічних каналів, через які відбувається вплив глобалізації на фінансову доларизацію: “валютні резерви — приплив капіталів — рейтинги”; “спреди — запозичення”; “експансія закордонних банків”; “чутливість спредів та рейтингів до рівня доларизації”; “вивезення капіталу”.

Так, канал “валютні резерви — приплив капіталів — рейтинги” відображає, що доларизацію посилюють зростаючі обсяги припливу капіталів, які не відсікаються з допомогою валютного курсу, а поглинаються валютними резервами. Оскільки забезпеченість останніми безпосередньо впливає на рейтинг і величину спредів, то така реакція заохочує подальший приплив капіталів. У зв'язку з тим, що приплив капіталів “розігриває” внутрішнє споживання і підвищує вартість активів, рівень інфляції стає варіативнішим порівняно з коливаннями валютного курсу, а вартість активів у валюті — стабільнішою. Це заохочує як кредиторів, так і боржників віддавати перевагу доларам або євро. З одного боку, кредитори отримують зростаючу вартість застави і можуть знизити ставки і підвищити схильність



до ризику, наприклад, зменшуючи ставки в іноземній валюті ще більше, ніж у національній. З другого, і кредитори, і боржники враховують, що валютний курс імпліцитно застрахований, унаслідок чого нижчі ставки в іноземній валюті стають більш привабливими, адже зміни валютного курсу вже неважливі.

Канал “спреди — запозичення” відображає, наскільки коливання спредів впливає на спроможність запозичувати на глобальних приватних ринках капіталів. Звуження спредів розширює можливості доступу до зовнішніх запозичень і може мати місце у фазі експансії глобальної ліквідності, бути похідною як зростаючої глобальної грошової пропозиції, так і підвищення схильності до ризику. В останньому випадку спостерігатиметься ефект заміщення: падіння спредів за більш ризиковими активами випереджає їхнє падіння за менш ризиковими, завдяки чому частка фінансування, що спрямовується до “поганих” позичальників, зростає. У фазі стиснення глобальної ліквідності картина протилежна: відповідно до ефекту зворотного відбору, розширення спредів витісняє “хороших” позичальників. У межах даного каналу доларизація здійснюється напряму — через зростання зовнішньої заборгованості й опосередковано — коли зовнішні запозичення в умовах асиметричних курсових реакцій переносяться на внутрішню доларизовану кредитну пропозицію. Природно, що чим нижчими будуть спреди, тим дешевшими стануть зовнішні запозичення, які роблять доларизовані кредити відносно вигіднішими.

Аналогічно діє і канал “експансія закордонних банків”. Їхній вихід на внутрішній ринок країни за умови вже сформованої доларизації опосередковується такими самими діями, як і у випадку зовнішніх запозичень банків-резидентів. Внески материнських банків, або міжфіліальні транскордонні обороти, без посередництва національного валютного ринку можуть повністю переноситися на доларизовану кредитну пропозицію. Для іноземних банків це ще вигідніше, ніж для національних, оскільки для них спрощується система менеджменту, зокрема, завдяки тому, що транскордонні активи та пасиви вимірюються в обмеженому наборі валют. Коли взяти до уваги, що така експансія і шляхом викупу банків-резидентів, і шляхом відкриття відділень панувала у докризовий період<sup>19</sup>, то можна стверджувати, що глобалізація банківського бізнесу створює вагомі передумови для “глобалізації доларизованих активів та пасивів”.

Канал “чутливість спредів та рейтингів до рівня доларизації” також можна ототожнити з окремим каналом впливу глобалізації на витіснення національних валют зі сфери фінансових трансакцій. Так, більша вразливість доларизованих фінансових систем до зміни валютного курсу є відомим теоретичним та емпіричним феноменом. Логічно припустити, що раціональні глобальні економічні

---

<sup>19</sup> Наприклад, вартість транскордонних операцій зі злиття і приєднання у країнах, що не належать до розвинутих, на 2006 рік становила 85,6 млрд дол. США. Окрім цього, за останні 10 років частка закордонного володіння банківськими активами істотно зростає в усіх регіонах світу: у Північній Америці вона дорівнює 21 %, у Західній Європі — 29 %, у Східній Європі — 58 %, у Латинській Америці — 38 %, на Близькому Сході — 17 %. Більш детально про аналіз глобалізації банківської діяльності див.: The Globalization of Financial Institutions and Its Implications for Financial Stability // Global Financial Stability Report. IMF. Ch. III. — Wash. D.C., 2007. — P. 92—109.

гравці повинні враховувати рівень доларизації при визначенні спредів, навіть якщо останній не впливає на рейтинг країни. Отже, спреди мали би бути чутливими до змін у рівнях доларизації, тоді глобальна алокація капіталів зважала б на фактор істотної вразливості доларизованих економік. Однак на практиці рівень доларизації як критерій оцінки потенційної вразливості безпосередньо не враховується, завдяки чому величина спредів і процентних ставок не справляє скільки-небудь вагомому впливу на розмір запозичень, відповідно, кредитні якості суб'єктів, які репрезентують системи з варіативними рівнями доларизації, не сприймаються як відмінні на типологічному рівні. Така нечутливість спредів підсилює дію всіх зазначених каналів. Багато в чому проблема нечутливості спредів є похідною методик визначення суверенних і приватних рейтингів. Оскільки всі три найвідоміші рейтингові агенції світу (Standard & Poor's, Moody's, Fitch) основний акцент роблять на кредитному ризику<sup>20</sup>, то виникає певна методологічна проблема. Доларизація не впливає безпосередньо на кредитний ризик до того часу, доки не зміниться валютний курс, а перспективи його зміни в контексті країн з ринками, що виникають, враховуються. Таким чином, ревальвація може бути фундаментальною тенденцією *ex ante*, сприяючи підвищенню рейтингу, і при цьому породжувати міжчасове погіршення фінансової стабільності *ex post*, підвищуючи попит на доларизовані запозичення. Отже, міжчасовий характер ризику посилення доларизації може об'єктивно не враховуватись у визначенні рейтингів і величин спредів.

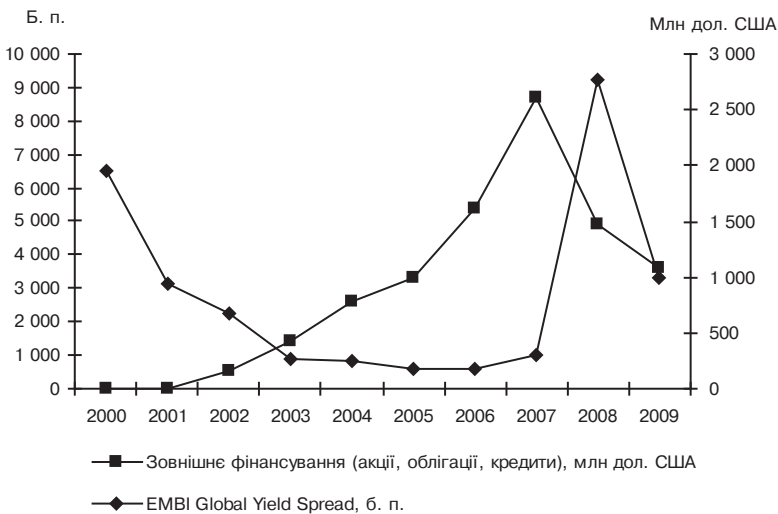
Канал “вивезення капіталу” відзеркалює якісно відмінну проблему. Так, в умовах, коли національні фінансові системи не генерують високоякісні активи або існує попит на закордонні активи з більш високим рівнем захисту прав власності, фінансова доларизація забезпечуватиме як джерела для вивезення капіталів, так і спосіб уникнення проблеми ліквідності валютного ринку. У результаті вивезення капіталу не супроводжуватиметься значними втратами від змін валютного курсу. Іншою причиною важливості даного каналу є те, що в його межах забезпечується глобальна порівнянність вартості активів, оскільки проблема коливань валютного курсу усувається. Резиденти, що вивозять капітал, навіть більш зацікавлені в культивуванні політики “страху перед плаванням”, тому що відсутність підвищення курсу означатиме, що вартість їхніх закордонних активів не зменшуватиметься порівняно з вартістю національних, а відсутність зниження курсу не зменшує вартості національних активів порівняно із закордонними<sup>21</sup>. У більшості країн з ринками, що розвиваються, можливості щодо вивезення капіталів мають ті, хто так чи інакше пов'язані із зовнішньоекономічною діяльністю (наприклад, займаються

<sup>20</sup> Критичний аналіз практики рейтингування та її впливу на оцінку вартості фінансових інструментів див.: The Uses and Abuses of Sovereign Credit Ratings // Global Financial Stability Report. IMF. Ch. 3. — Wash. D.C., 2010. — P. 1—38.

<sup>21</sup> Якщо говорити про зміни валютного курсу, то за певних інституціональних умов політика центрального банку може бути об'єктом маніпулювання з боку суб'єктів, які оптимізують вартість транскордонного портфеля активів у контексті того, як зміна валютного курсу вплине на вартість поточного вивезення капіталу. Так, ревальвація зменшуватиме вартість закордонних активів, але підвищуватиме вартість капіталу, що вивозиться, девальвація — навпаки.

сировинним експортом, який в умовах зростаючих цін на первинні ресурси створює передумови для формування надприбутків, які через інституціональні обмеження не можна ефективно реінвестувати всередині країни), тому доларизація стає найпростішим способом ув'язки між валютою надходжень і валютою фінансових трансакцій. Утім, макроекономічні наслідки такої поведінки можуть виявитися тільки в умовах низькодиференційованої економіки, або ж коли поведінку широкого загалу економічних агентів мотивують переваги доларизації.

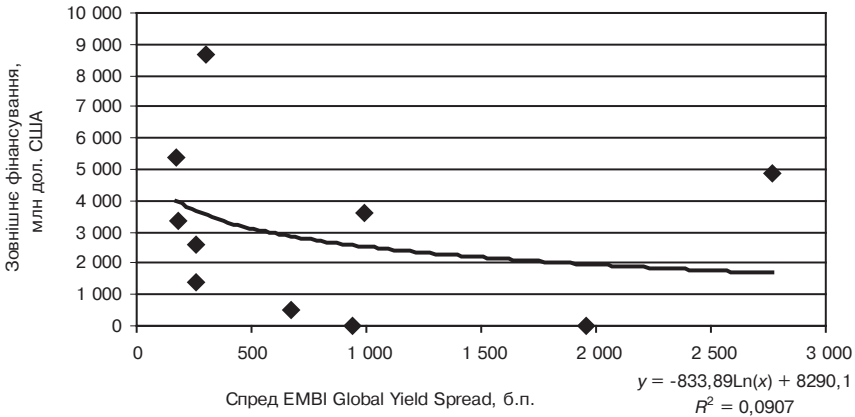
Емпіричний приклад вітчизняної економіки демонструє чіткий зв'язок між обсягом зовнішніх запозичень і величиною спредів. Як видно з рис. 2 і 3, падіння величини спредів спричиняє приплив позикового капіталу, а зростання — різке скорочення доступу до глобальних джерел запозичень. При цьому залежність між даними параметрами є логарифмічною, а не лінійною, що говорить про наявність акселеруючих ефектів впливу ліквідних глобальних ринків на процеси залучення капіталу. Протилежне означає наявність рестрикцій, які раптово і різко обривають доступ до можливостей формувати довгострокові пасиви закордонном під низькі ставки.



Джерело: побудовано автором на основі даних Global Financial Stability Report. IMF за відповідні роки (<http://www.imf.org>).

Рис. 2. Зовнішнє фінансування та спред України EMBI Global у 2000—2009 роках

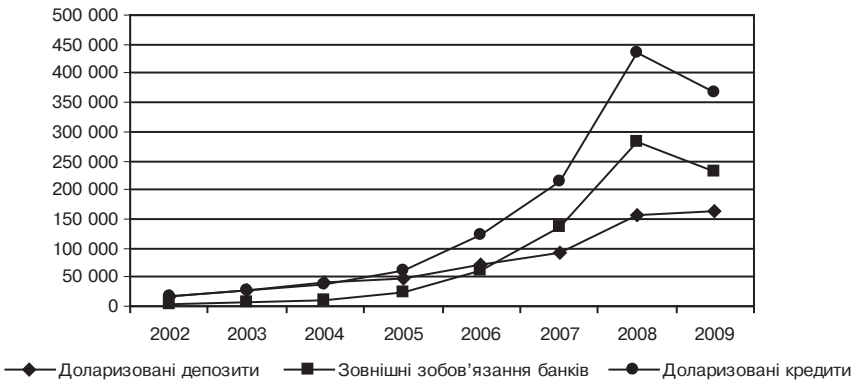
Важливість чутливості зовнішнього фінансування України до спредів на глобальних ринках пов'язана з тим, що останнім часом структура зовнішніх запозичень України істотно змінилася. Наприклад, якщо у 2003 році, згідно з даними НБУ, частка банківських боргів у зовнішньому борзі України становила 7,3 %, то у 2004-му — 8,7 %, у 2005-му — 15,4 %, у 2006-му — 25,8 %, у 2007-му — 36,6 %, у 2008-му — 38,8 %, а у 2009 році — 29,6 %. Природно, що зміни у структурі зовнішньої заборгованості України прямо залежать від масштабів і джерел кредитної



Джерело: побудовано автором на основі даних Global Financial Stability Report. IMF за відповідні роки (<http://www.imf.org>).

Рис. 3. Зовнішнє фінансування та спред України EMBI Global у 2000–2009 роках

експансії всередині країни. Оскільки в основі такої експансії лежать доларизовані кредити, то стає очевидним вплив глобальних умов запозичень на внутрішні процеси доларизації кредитів, тобто спостерігається практично повне перенесення банківських зовнішніх зобов'язань на внутрішню доларизовану кредитну пропозицію (рис. 4).



Джерело: побудовано автором на основі даних НБУ (<http://www.bank.gov.ua>).

Рис. 4. Доларизація банківських активів і пасивів у вітчизняній економіці у 2002–2009 роках, млн грн

З рис. 4 видно, що протягом 2002–2004 років в основу доларизованих кредитних вкладень банків були покладені доларизовані депозити — ці показники практично ідентичні. Починаючи з 2005 року доларизована кредитна експансія банківської системи України була майже повністю обумовлена доступом банків до глобальних ринків, а кризові обмеження у сфері глобальних запозичень одразу

спричинили падіння обсягів доларизованих кредитних вкладень у 2009 році, при тому, що обсяги доларизованих депозитів практично не змінилися. Формальний коефіцієнт кореляції між обсягами доларизованих кредитів і доларизованих депозитів є значним, але меншим за показник зв'язку між доларизованими кредитами й банківськими зобов'язаннями перед нерезидентами (відповідно, 0,98 і 0,99).

Таким чином, нееластичність валютного курсу в Україні щодо підвищення охоплює перенесення глобальних умов ліквідності на доларизацію кредитів усередині країни. Це є прямим наслідком намагання запобігти послабленню конкурентоспроможності вітчизняних експортерів. Однак з огляду на зростаючі ціни на метал, курсова негнучкість є проявом стимулювання ВВП, що в сукупності з неспроможністю контролювати інфляцію посилює глобальний вплив на економіку України і створило монетарні передумови для оптимального вибору економічних агентів на користь доларизації. Це означає, що глобальні фактори активізували фінансову доларизацію, а монетарна політика — її акцептабельність. Як наслідок, уся фінансова система України демонструє надзвичайну вразливість до глобальних стресів, передаючи негативні імпульси реальному сектору. І хоча однозначних рецептів боротьби із доларизацією немає, очевидно, що докризовий характер монетарної політики потребує перегляду і пристосування до двох фундаментальних структурних змін — залежності поведінки банків від глобальних умов та укорінення доларизації вітчизняної економіки. В обох випадках основними шляхами розв'язання проблеми є системне поєднання дезінфляції та розширення курсової гнучкості в міру розвитку ринку гривневих фінансових інструментів. Дії НБУ, спрямовані виключно на зменшення гривневої пропозиції, не будуть успішними повною мірою. Це саме стосується запровадження будь-яких законодавчих обмежень на використання валютних кредитів. Без структурних змін в економічній політиці, які б сприяли розвитку фінансових ринків на основі низької інфляції, стиснення грошової маси призводитиме до підвищення взаємозамінності кредитів у національній та іноземній валютах. Водночас кроки НБУ щодо відмови від оголошення орієнтовного валютного курсу слід визнати правильними. Обмеження доступу резидентів до іноземних кредитів можна також вважати позитивним рішенням, однак воно спрацьовуватиме виключно як тимчасовий захід в умовах рецесії. За зростаючого попиту на кредити такі обмеження без змін, які би розширювали попит на національну валюту, матимуть стримуючі наслідки.

Отже, можна зробити такі висновки. Глобалізація створює передумови для прогресування фінансової доларизації навіть у випадку, коли інфляція є низькою. Це відбувається за рахунок ряду структурних зрушень: глобальні фінансові умови визначаються поведінкою глобальної ліквідності; простежується асиметрична курсова реакція на припливи і відпливи капіталів, завдяки чому формуються передумови для відносно негнучкості валютного курсу і девальваційного зміщення; банківські запозичення на глобальних ринках стають основою формування пасивів. Як результат, формуються канали впливу глобалізації на фінансову доларизацію, а саме: канал “валютні резерви — приплив капіталів — рейтинги”; канал “спреди — запозичення”; канал “експансія закордонних банків”; канал “чутливість

спредів та рейтингів до рівня доларизації”; канал “вивезення капіталу”. Сукупна дія таких каналів перетворює глобальні банківські запозичення на внутрішню кредитну пропозицію в іноземній валюті. Україна зіткнулася з характерним проявом посиленого впливу експансії глобальної ліквідності на розгортання процесів фінансової доларизації. Спостерігається щільний логарифмічний зв'язок між величиною спредів і обсягами запозичень України. Банківські запозичення на глобальних ринках змінили структуру зовнішнього боргу. Починаючи з 2005 року пропозиція інвалютних кредитів обумовлюється не доларизацією депозитів, а зовнішніми запозиченнями банків. Акцептабельність валютних кредитів пов'язується як з високою інфляцією, так і з нерозвинутістю внутрішнього фінансового ринку. Подолання проблеми прогресуючої доларизації повинне передбачати активну політику дезінфляції, підвищення курсової гнучкості та розвиток внутрішнього фінансового ринку. Рішення НБУ не оприлюднювати цільові значення валютного курсу та обмежити доступ до валютних кредитів резидентів, на нашу думку, є правильними. Однак адміністративні заборони на валютне кредитування не розв'яжуть проблеми доларизації без реального поліпшення інфляційної ситуації, досягнення монетарної стабільності та розвитку фінансових ринків на основі зростаючого попиту на національну валюту.