



Razumkov
centre

Аналітична записка

НАВКОЛО ДОРОГОГО ДОЛАРА

Василь ЮРЧИШИН
директор економічних і
соціальних програм Центру
Разумкова



Київ 2022

НАВКОЛО ДОРОГОГО ДОЛАРА

Минулого тижня відбулась знакова подія на світових валютних ринках. Після двох десятиріч¹ коливань долар нарешті досяг паритету з євро. Звичайно, ситуація, коли долар зрівнявся у вартості з євро, матиме вплив на глобальні фінансові, валютні та й економічні процеси в середньо- і довгостроковій перспективі, призведе до перерозподілу потоків товарів і капіталів, а з тим і сфер впливу (не лише економічних, але й політичних). Щоб оцінити напрями вказаного перерозподілу зазначимо вагомні чинники і складові зміцнення долара.

Одним з найвагоміших чинників «збалансування» вартості головних світових валют називають підвищення базової процентної ставки Федеральним резервом США (ФЕД). Фінансові системи провідних країн є достатньо чутливі до інструментів монетарної політики (процентні ставки, резервні вимоги, операції на відкритих ринках та ін.). Так само є чутливими до політичних негараздів та суперечностей. Тому виявлена слабкість ЄС в українському питанні (неспроможність швидко і конкретно вирішити проблеми військової допомоги європейській країні, яка бореться за свободу і незалежність) також не могла не позначитися політичній єдності, а з тим і фінансовій і валютній міцності Євросоюзу.

Курсова динаміка і процентні впливи. З початку 2022р. долар демонстрував досить стійку тенденцію до зміцнення. Процес прискорився навесні, коли після довгого періоду політики «нульової процентної ставки», зумовленою протидією коронавірусу, відбулося перше підвищення базової ставки Федерального резерву США (ФЕД) (діаграма «Курс долара до євро»). Друге підвищення було лише фактором часу — і дійсно, в червні ставка федеральних фондів зросла на 75 базисних пунктів до 1,5-1,75%, що також прискорило зміцнення долара.

Підвищення процентної ставки у США помножене на зростання політичних ризиків у світі, значною мірою спричинених російською агресією, провокувало утікання капіталів до «тихих гаваней» (якими є американські активи), що й призводить до посилення долара серед світових валют.



Зазначимо, що **зміцнення долара** до більшості інших валют «традиційно» спостерігається **у період посилення політичних та економічних негараздів** у світі. Характерним у цьому контексті є період Глобальної фінансової кризи 2008-2009рр., до якого (для ілюстрації) і звернемося.

У докризовий період (2007р. – початок 2008р.) долар досить швидко девальював (за одночасного суттєвого зміцненні євро), в т.ч. внаслідок послаблення економічної динаміки в США. Однак влітку 2008р. (початок кризових процесів) ситуація різко змінилася — почалося масове і швидке утікання капіталів у американські активи, що призвело до стрімкого подорожчання долара (діаграма «Курс долара до євро у 2007-2010рр.»). Тобто, якщо на початковому етапі розгортання кризових процесів (весна 2008р.) ситуація на світових валютних ринках, насамперед, у парі долар-євро, сформувалась як неоднозначна, то надалі відбувся «класичний» перетік до «тихої гавані»².

¹ Перед цим останній раз паритет спостерігався у листопаді 2002р.

² Зазначимо, що на той час за період свого функціонування євро ще не зміг набути статусу довгостроково міцної резервної валюти, на яку сформовано значний світовий попит. Тому й не міг претендувати на «тиху гавань».

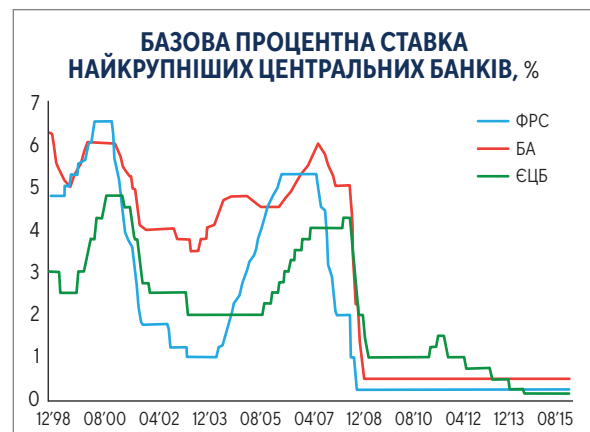


Повертаючись до подій сьогоднішнього дня, зауважимо, що, якщо **для міцності долара ситуація розвивалась у позитивному напрямі, то євро дедалі більше підпадав під дію низки негативних факторів**. Насамперед, вкажемо на те, що російська агресія проти європейської країни, помітно зменшила попит на євро (хоча Україна не належить до євро-зони, проте є європейською країною і розділяє більшість процесів у Центральній та Східній Європі). Висока залежність ЄС від російських нафти і газу, поряд із санкційними заходами протидії агресору, помітно прискорила інфляцію і погіршила ділові настрої у країнах ЄС. Що не могло не завдати шкоди привабливості євро³.

Слід нагадати, що **підвищення процентної ставки у США** означає, що й **багато інших країн змушені** тією чи іншою мірою **переглянути власну процентну політику** (щоб запобігти ефекту відтоку капіталів). При цьому важливо «не запізнитись» із впровадженням необхідних заходів. Однак, врахування інших цілей економічної політики (зокрема, забезпечення належної економічної динаміки чи підвищення зайнятості) може зашкодити слідуванню у напрямі вищих ставок, що може привносити додаткові ризики у грошові та фінансові ринки.

Поряд з цим, раціональне запровадження вчасних процентних змін (як підвищення базових ставок і на яку величину, так і їх зниженні) — це також повинно базуватися на практиці і досвіді центральних банків. Однак,

останніми роками, в умовах перманентної протидії кризовим процесам центральні банки переважно реалізовували політику низької і навіть нульової процентної ставки (для стимулювання економічної активності), а зміни носили «природний» характер. Так, у період запровадження євро і аж до Глобальної фінансової кризи⁴ найбільші центральні банки досить часто та активно використовували процентну політику для впливу на економічні і фінансові процеси (з урахуванням політики інших) (діаграма «Базова процентна ставка деяких найкрупніших центральних банків»).



Центральні банки США, Англії, Європи

Більшість міжнародних аналітиків переконані, що у 2022р. починається **новий довгостроковий цикл** — поступового і послідовного підвищення процентних ставок (якщо не стануться чергові глобальні шоки — пандемічні, екологічні, енергетичні та ін.), що може змінити світові фінансові і валютні ринки.

Слід зауважити, що підвищення процентної ставки, а відтак «завершення» періоду реалізації політики нульової (або близької до цього) процентної ставки у США саме в I кварталі 2022р. вже очікувалося давно, а тому було сприйнято фінансовими колами цілком спокійно (мали час на адекватне визначення політики). Близька до нульової процентна ставка (0,25%) розглядалась як дієвий антикризовий захід, проте в посткризовий період уже слугуватиме певним обмеженням для економічного прискорення⁵.

³ EUR/USD analysis: Parity breached, how low can the euro go? — <https://capital.com/eur-usd-analysis-parity-breached-how-low-can-the-euro-go>.

⁴ ...після кризи, як вказувалось, переважно реалізовувалась політика кількісного послаблення і низької процентної ставки.

⁵ Зниження процентної ставки в ринкових економіках розглядається як дієвий інструмент монетарної політики, спрямованої на стимулювання економічної діяльності і зростання. Тому нульова ставка фактично означає неможливість подальшого застосування такого інструменту, що значно ускладнює проведення активної економічної політики.

Водночас, поступове повернення до «нормального» рівня ставки (який визначиться з часом, залежно від економічних і політичних процесів), а відтак посилення дії монетарного стимулювання чи послаблення перегріву економіки, сприймається економічними агентами як **сигнал про, по-перше, вірогідне зміцнення долара, по-друге — посилення економіки США** (та її готовність до зростання в середньо- та довгостроковій перспективі), а з тим — і глобальної економіки загалом.

Інші ж центральні банки, як вказувалось, мають вирішувати власну процентну політику (врізка «Про курс і процентну різницю»).

Зауважимо, що процентна ставка в окремій країні хоча є важливим чинником впливу на вартість національної валюти, однак і інші макроекономічні показники і процеси мають принципове значення для зміцнення чи послаблення національної грошової одиниці (на що в подальшому звернемо окрему увагу).

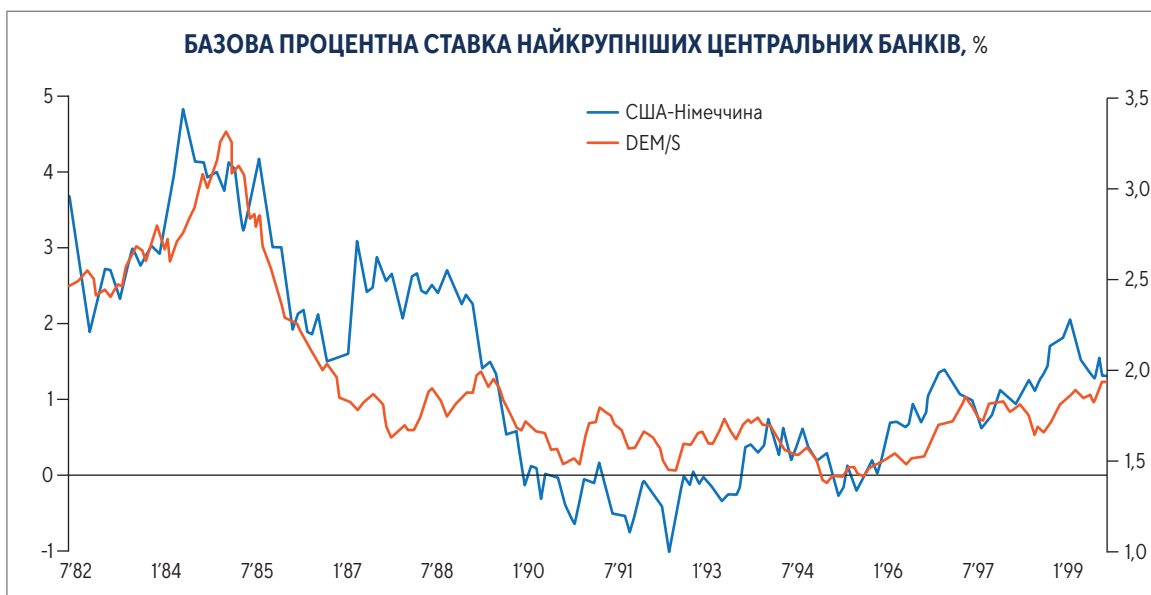
ПРО КУРС І ПРОЦЕНТНУ РІЗНИЦЮ

Як вказано, потоки капіталів досить чутливі до рівня прибутковості (процентних ставок) у тій чи іншій країні, а спрямованість потоків визначається різницею процентних ставок. З двох країн та, прибутковість активів якої є вищою, ніж у партнерської країни, отримує додаткові стимули для розширення припливу капіталів, і, відповідно, зміцнення власної

валюти. Це також часто підтверджується численними історичними прикладами.

Так, зростання різниці між ставками США і Німеччини (провідної економіки ЄС) упродовж 1980-1990-х років, коли європейські країни ще мали власні національні валюти, значною мірою супроводжувалось посиленням долара (відносно марки).

БАЗОВА ПРОЦЕНТНА СТАВКА НАЙКРУПНІШИХ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ, %



Економічна динаміка. Насамперед, звернемо увагу на економічну динаміку у США та євро-зоні (таблиця «Зростання ВВП»⁶). Останніми роками американська економіка демонструвала помітно вищі темпи зростання. Більше того, під час коронавірусної кризи 2020р. темпи падіння у євро-зоні були майже

вдвічі більшими, ніж відповідні темпи у США. А у 2021р. завдяки прискореному відновленню економіка США навіть перевищила докризовий рівень. Натомість, економіка євро-зони у 2021р. не змогла нейтралізувати втрати коронавірусного року і вийти на докризовий рівень зможе лише влітку-восени 2022р.

⁶ Тут і далі, якщо не вказано інше, для міжнародних довгострокових порівнянь використані дані, наведені у World Bank Indicators — <https://data.worldbank.org/indicator>. Статистичні дані 2022р. переважно взяті у Trading Economics (<https://tradingeconomics.com>). Крім того, використані власні дані Центру Разумкова.

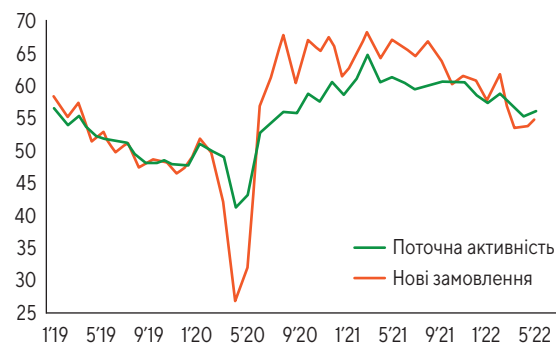
ЗРОСТАННЯ ВВП, % до попереднього року			
	2019	2020	2021
США	2,3	-3,4	5,7
Євро-зона	1,6	-6,4	5,3

Хоча, можливо, і 2022р. виявиться не вельми успішним для Євро-зони. У I півріччі 2022р. **економічна динаміка в регіоні не додавала оптимізму** — з початку року індекс активності в переробних галузях демонстрував чітку тенденцію до погіршення (діаграма «Індекс активності в переробних галузях»). І найвагомішими чинниками такої динаміки, звичайно, стала війна в Україні, різке зростання вартості (провоковане росією) енергоресурсів, подорожчання продуктів харчування (услід за світовими тенденціями), запровадження обмежень на економічні відносини з країною-агресором⁷, фактори, які діятимуть упродовж принаймні 2022р.

Стосовно ж США, ситуація виглядає значно кращою. Звернемо увагу, що після коронавірусного шоку навесні 2020р. **американська економіка швидко відновила** і навесні 2021р. індикатори поточної економічної активності засвідчили перевищення докризового рівня (діаграма «Індекси поточної економічної активності і нових замовлень США»). Більше того, індекс нових замовлень, який вказує на перспективність бізнесу до розширення, демонстрував навіть випереджаючі тенденції. І хоча з початку 2022р. обидва індекси дещо втратили у своїй динаміці, однак все ж залишаються вище докоронавірусного рівня.



ІНДЕКСИ ПОТОЧНОЇ ЕКОНОМІЧНОЇ АКТИВНОСТІ І НОВИХ ЗАМОВЛЕНЬ США



Поряд з цим, для європейських країн можуть проявитись і позитивні наслідки. Доречно нагадати, що посилення долара може мати підтримуючий вплив на експортну спроможність європейських ринків, дозволить їм наростити обсяги експорту на ринки, прив'язані до долара, що є вкрай важливим для зміцнення економік країн Євро-зони, а з тим — сприятимуть **посиленню стабілізаційних процесів** для світової економіки загалом.

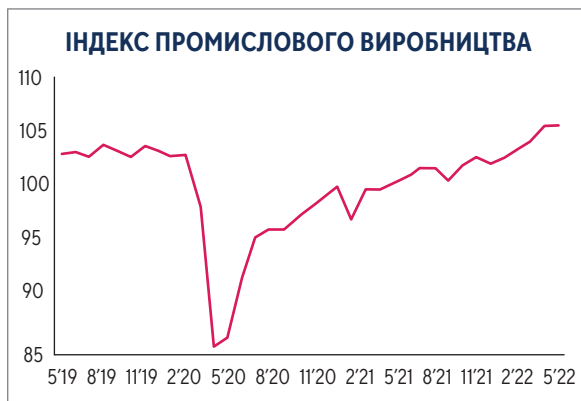
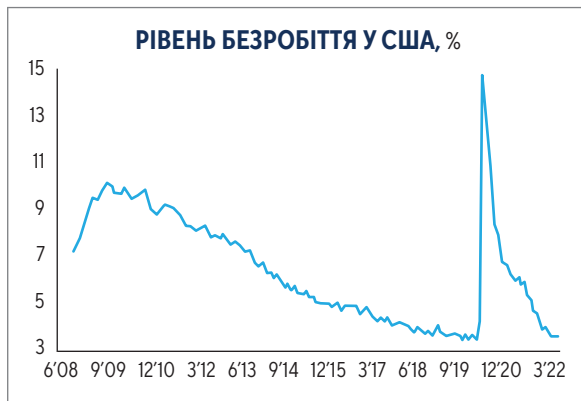
Безробіття. Фактором, який значною мірою визначає економічну динаміку, звичайно виступає зайнятість (безробіття). Більше того, відповідальність за рівень зайнятості у США, крім уряду, включена до мандата центрального банку.

Слід зазначити, що локдаун у США призвів до шокowego зростання безробіття, який значно перевищив рівень Глобальної фінансової кризи 2008-2009рр. Утім, так само швидко, після скасування жорстких обмежень на діяльність і пересування людей, створювалися робочі місця, і сьогодні рівень безробіття повернувся на докризовий рівень і дуже «комфортного» показника у 3,6% (що є, вірогідно, природнім рівнем безробіття у США) (діаграма «Рівень безробіття у США»). Водночас у Євро-зоні, хоча рівень безробіття з початку 2022р. набув тенденцію до зниження, однак у весняні місяці залишався на рівні 6,6-6,8%.

Зазначимо, послідовне і значиме **зниження безробіття цілком може бути підставою для підвищення ставки та інших антиінфляційних заходів.**

⁷ Зауважимо, є підстави стверджувати, що рівень деструктивних впливів росії на європейські ринки був би меншим, якби країни ЄС з самого початку виступили єдиним цілим проти агресора. Однак, упродовж кількох перших (найважчих) місяців війни, країни ЄС не продемонстрували розуміння і взаєморозуміння у питаннях протидії агресору.

Вкажемо, що стрімкому зменшенню рівня безробіття у США сприяла саме активна політика зайнятості, а також «відновлення» низки галузей, які в попередні десятиліття переважно розвивались в офшорному порядку. Насамперед, це стосується **промислового виробництва**, яке після коронавірусного падіння демонструє **послідовне зростання**, і його нинішній рівень уже також перевищив докоронавірусний (рівень) (діаграма «Індекс промислового виробництва»). І саме «повернення» до промисловості може принести додаткові вигоди.



Так, всесвітньо відома компанія Intel оголосила, що побудує безпосередньо у США два великих заводи з виробництва чипів, щоб не допустити їх [чипів] дефіциту у зв'язку з погіршенням економічних відносин з Китаєм (який є великим їх експортером) і руйнуванням існуючих логістичних мереж. Таким чином, частково вирішуються дві проблеми — розширення зайнятості (передбачається, що на заводах працюватимуть понад 3 000 осіб) і налагодження нових логістичних мереж, не залежних від політичних тисків. Такі приклади

непоодинокі і вірогідно примножаться, зважаючи на утримання значних глобальних конкурентних суперечностей.

Наслідки, в т.ч. для України. Подорожчання долара разом із зростанням ставок означає суттєве погіршення доступу до фінансових ресурсів і **підвищення ризиків для висхідних** країн загалом. Багато таких країн може зіштовхнутись з нелегким вибором — услід за США **підвищувати власні процентні ставки** для того, щоб запобігти відпливу капіталів, втрати резервів, послаблення національних валют, підвищення інфляції, **чи утримувати чинний**, відносно усталений їх [ставок] рівень для підтримки національної економіки і збереження конкурентних переваг.

Утім, уваги потребують і «зворотні» перестороги. Хоча фінансові ресурси подорожчають, однак ми розглядаємо процес зміцнення долара як цілком позитивний і навіть бажаний. Нагадаємо, **небезпека для світової фінансової системи і світової економіки** полягає в тому, що **послаблений долар може підірвати довіру міжнародних інвесторів** до фінансових активів США, а пізніше й до долара як основної резервної валюти та, можливо, до американських фінансових інститутів у цілому. Відсутність загально-визнаної резервної валюти суттєво знизить довіру міжнародних інвесторів, отже — вплине на потоки капіталів, **посилить дисбаланси у світовій економіці, що істотно сповільнить глобальне економічне зростання**.

Стосовно ж сьогодення, вітаючи процес нинішнього зміцнення, підкреслимо, на сьогодні **невизначеність на валютних ринках (курсова волатильність) все ще залишається високою**, щоб можна було з впевненістю говорити про довгостроковий курсовий орієнтир долар-євро⁸.

Водночас, як не дивно, якраз **Україна зможе отримати вигоди**. Це насамперед пов'язано з тим, що Україна **має потенціал стати привабливим місцем для капіталів**, які вже стрімко утікають з Росії, яка дедалі більше занурюється в довгострокову системну кризу. Для цього Україні необхідно прискорити і **посилити системні реформування**, які як

⁸ EUR/USD forecast: What next after parity? — <https://capital.com/eur-to-usd-forecast>.

сприятимуть формуванню належного соціально-економічного середовища, так і стануть **зрозумілим сигналом для міжнародних інвесторів**. У цьому випадку капітали можуть знайти в Україні належне застосування.

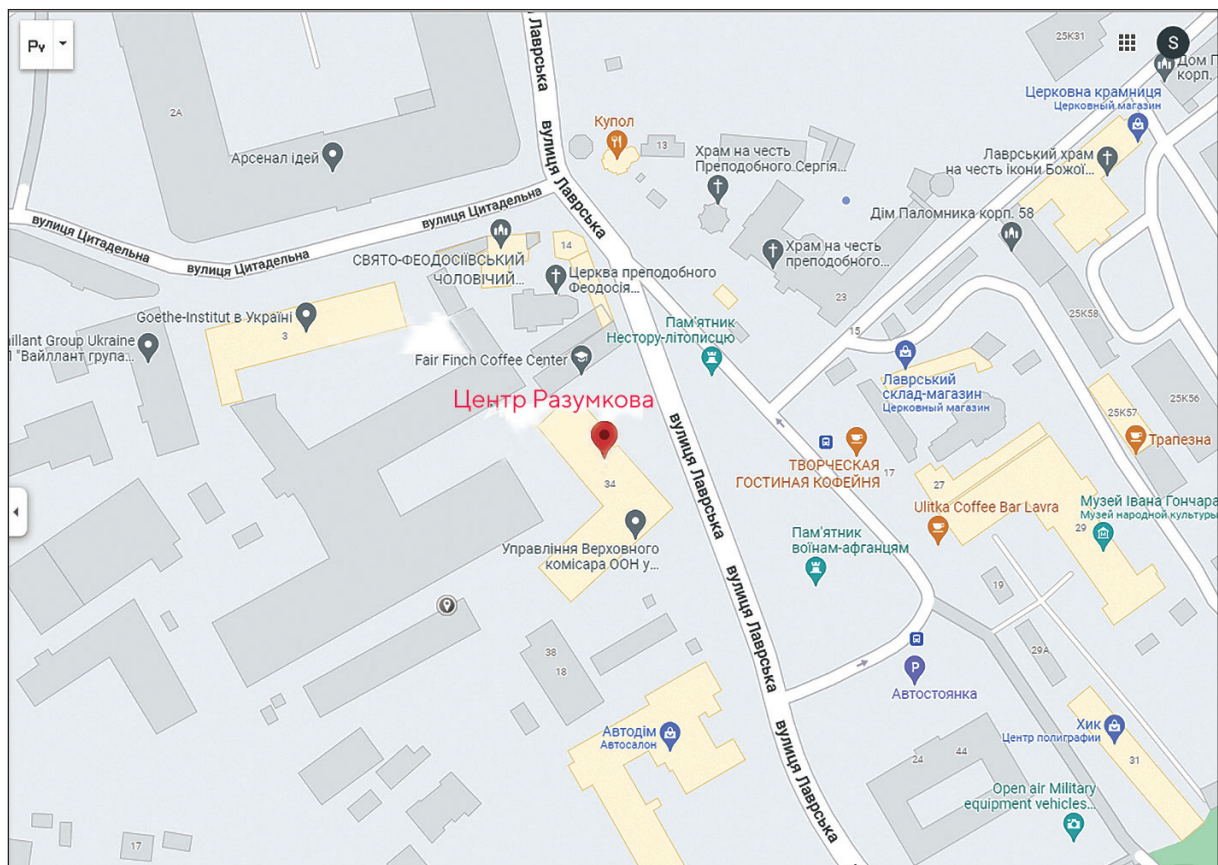
Звичайно, доречно мати на увазі і специфічні ризики для України. Звернемо увагу на два з них. *По-перше, підвищення базової ставки НБУ* (яке вже відбулося і сягнуло 25%), а з тим і кредитних ставок у банківській системі, **нібито означає ускладнення** для економічних агентів доступу до кредитних ресурсів. Однак у дійсності кредитування в Україні вкрай мало залежить від рівня ставок. Принаймні, останніми роками структура кредитування не зазнала принципових змін, а обсяги кредитування реального сектору і домогосподарств (хоча формально запроваджувалися програми стимулювання) залишаються на низькому рівні.

По-друге, підвищення базової ставки США означає і підвищення вартості нових запозичень на світових ринках, насамперед для висхідних країн, а відтак і зростання вартості обслуговування (процентних виплат) за новими боргами, що зменшить непроцентні видатки бюджетів країн-боржників.

Вказане зміцнення долара також означає, що для зовнішніх виплат (за зовнішніми боргами, значна частка яких деномінована в доларах) країни змушені будуть вилучати більші обсяги власних ресурсів (значний доларовий зовнішній борг вимиватиме суттєві ресурси, оскільки боргові обсяги в національній валюті збільшаться).

Тобто здороження долара за зростання вартості запозичених ресурсів може мати відчутний **негативний вплив на державні фінанси**, поглибити їх дефіцити, а боргові показники (абсолютні та відносні) підвищаться, що негативно оцінюватиметься рейтинговими агентствами і ще більше погіршить доступ країн до нових ресурсів.

Однак, випадку **України це мало стосується**. Для країни, яка веде війну за незалежність, вкрай важко розраховувати на «полегшене» ставлення світових фінансових ринків. Тобто ринкові валютні ресурси для України практично закриті. Сьогодні для країни джерелами фінансування можуть бути допомоги, гранти і цільові міждержавні кредити міжнародних фінансових інститутів і провідних розвинутих країн чи союзів (ЄС), що може додати їм надійності за міцного долара.



Наша адреса:

01015, м. Київ, вул. Лаврська, 16, 2-й поверх

Телефон: (38 044) 201-11-98

Факс: (38 044) 201-11-99

e-mail: info@razumkov.org.ua

Веб-сторінка: www.razumkov.org.ua