



Razumkov
centre

Аналітична записка

ЯК ВИКОРИСТАТИ КУРСОВУ ДИНАМІКУ

Василь ЮРЧИШИН
директор економічних і
соціальних програм Центру
Разумкова



Київ 2022

ЯК ВИКОРИСТАТИ КУРСОВУ ДИНАМІКУ

Сьогодні, коли американський долар демонструє усталені тенденції до зміцнення відносно практично всіх світових валют, множаться сценарії впадання у депресивність економік багатьох країн унаслідок зростання інфляції, занепаду світової торгівлі, утікання капіталів, зростання боргових дисбалансів та ін.

Між тим, фактично жодна країна світу не застрахована від можливого «негативного» тиску на її національну валюту. І якби дійсно кожне послаблення (навіть значне) національної валюти виявлялось руйнівним для національних чи світових фінансів і економіки, то й про глобальний розвиток зовсім би не йшлося. Однак у дійсності за будь-яких обставин уряди «успішних» країн намагаються отримати вигоди від ситуації, що розгортається, причому зовсім не шляхом протидії валютному тиску. Радше використовуючи валютні зміни для раціональних заходів сприяння підприємницькій активності та підтримці добробуту.

Курсові впливи. Звернемося до аналізу впливу курсової динаміки на виокремлені складові економічного середовища деяких розвинутих країн в останні десятиліття ХХ ст. Вказаний період досить цікавий і повчальний для формування й втілення заходів та інструментів економічного стимулювання. Саме цей період характеризується розквітом монетаризму, який став одним з чинників глобального економічного прискорення, створенням єдиної монетарної системи європейських країн (кожна з яких до кінця 1990-х років ще мали власні валюти, які «вільно» коливались відносно долара, єни та ін.), розширенням лібералізації світових потоків товарів і капіталів.

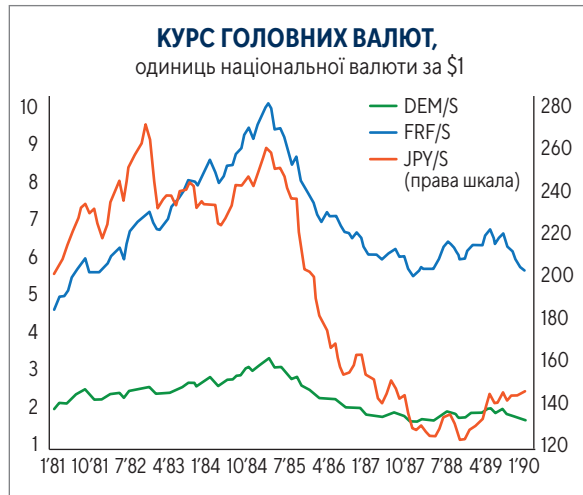
Між тим, за посилення міжнародного конкурентного змагання в умовах вільних курсових коливань країни повинні були швидко адаптуватися до змін глобального середовища, а також виникаючих валютних чи монетарних дисбалансів. Нагадаємо, у вказаний період найбільше зміцнення долара відбулося у I половині 1980-х років, коли, з одного боку, формувалася європейська валютна система (ЄВС), а з іншого — активно реалізовувалася політика стимулювання американської економіки («рейганоміка»). Інший «кризовий» прояв на європейських валютних ринках відбувся на початку 1990-х років, коли були укладені Маастрихтські угоди, а Велика Британія вийшла з угоди про ЄВС.

За відносно короткий період провідні валюти як досить стрімко подешевшали, так і подорожчали. Зокрема на початку 1981р. долар коштував близько 200 єн, на початку 1985р. курс зріс до 260 єн за долар (значна девальвація), а у 1989р. знизився до рівня 120-140 єн за долар (висока ревальвація). Не менш значними були коливання й інших провідних валют. Так, значення курсу німецької марки у той же період зросло з 2 до 3,3, далі знизившись до 1,7, відповідні показники французького франка становили 4,6, 10 і 5,8 (діаграма «Курс головних валют»).

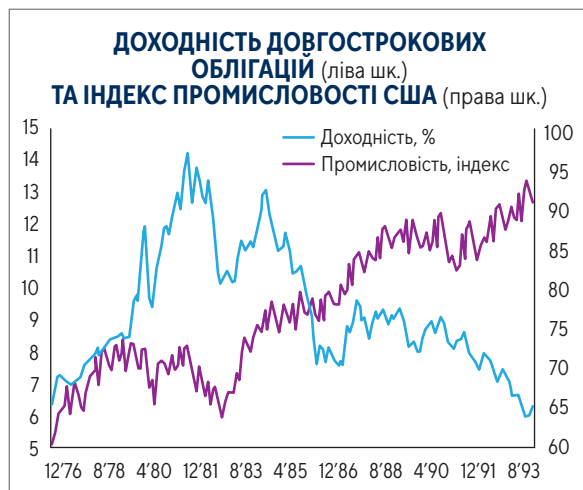
Однією з найдинамічніших (на той час) економік світу II половини ХХ ст. виявилася японська єна. Країна, яка вийшла з Другої світової війни переможеною із значними втратами, до кінця століття (завдяки «японському диву») посідала вже другу позицію у світовому економічному рейтингу¹. Причому значною мірою успіх Японії був зумовлений успіхами у важкій промисловості, машинобудуванні, електроніці і, насамперед, автомобільній промисловості, яка стала «візитівкою» країни. Звичайно, експортоорієнтована промисловість Японії загалом і виробництво автомобілів зокрема повинні були реагувати на стрімкі зміни валютного середовища.

Зазначимо, висока девальвація єни (марки, франка та ін.) у I половині 1980-х років була зумовлена не стільки внутрішніми

¹ ВВП Японії у 1960р. складав \$44 млрд., у 1995р. — \$5,5 трлн.



проблемами (економіка Японії розвивалася стабільно високими темпами), скільки зміцненням долара як результат монетарної і фінансової експансії США – втілення політики, відомої як «рейганоміка». Доходність державних облігацій США підтримувалася на значно вищому рівні (діаграма «Доходність довгострокових облігацій...»), що забезпечувало приплив капіталів. Водночас така переорієнтація капіталів мала і «негативні» ефекти. Зокрема, дещо пригальмувала динаміку промислового виробництва, оскільки вартості на грошових ринках також зросли, а торговельний баланс зазнавав погіршення.



Для Японії ж, високі (і зростаючі) значення номінального курсу (за низької інфляції) означали реальну недооціненість єни, що визначало додаткові зовнішні переваги, і саме в I половині 1980-х років відбулося

значне нарощування експорту², в т.ч. на американські ринки, що потребувало додаткового врегулювання (обмеження) експорту (про що далі) для недопущення нарощування надмірних торговельних надлишків і дефіцитів.

Накопичення економічних і фінансових дисбалансів призвело навіть до того, що міністри фінансів провідних країн світу у вересні 1985р. підписали спільну угоду («Плаза»), якою передбачалося суттєве послаблення долара (відносно інших головних валют). Що дійсно запустило «маховик» досить швидкого зміцнення єни (діаграма «Курс головних валют»). При цьому стрімка ревальвація єни та обмеження експорту вимушено призупинили темпи японського промислового виробництва, а з ними і економіки загалом³.

Вплив на виробництво. Що ж значні валютні коливання означали для автомобільного експорту Японії до США, де японські автомобілі вже користувалися сталим попитом? Девальвація єни (I половина 1980-х років) означала, що японські автомобілі значно подешевшали (в доларовому еквіваленті) на американських ринках. З точки зору американського споживача, за інших рівних умов, було набагато вигідніше купувати саме японські моделі (різниця могла сягати 10-20% навіть з урахуванням митних «накруток»). Водночас, перед японськими експортерами постали альтернативи в отриманні додаткових вигод:

- (а) підвищити доларову ціну своїх автомобілів до рівня американських, отримуючи значні доходи в єнах на кожній проданій одиниці, при цьому обсяги продажів не зазнали б суттєвих змін;
- (б) скориставшись зниженням доларової ціни (доходи в єнах тоді за кожний проданий автомобіль незмінні), значно розширити ринок збуту чи ринкову частку японських автомобілів на американському ринку, при цьому загальне збільшення доходів відбувалося б за рахунок збільшення обсягів продажів.

² Товарний експорт Японії в 1980р. складав \$130 млрд., а 1986р. – понад \$210 млрд.

³ Темпи зростання ВВП у II половині 1980-х років складали близько 4%.

Звичайно, можливим є і третій варіант, коли пропонується незначне зниження доларової ціни, що веде до зростання частки ринку, отож сукупні доходи також збільшувалися б. На практиці дійсно формувалася комбінація вказаних тактик, однак вона була зумовлена деякими додатковими експортними умовами.

Так, у I половині 1980-х років японські виробники автомобілів віддавали перевагу підтриманню доларової ціни (отримуючи на кожній одиниці значні доходи в єнах). Слідування ж іншій альтернативі було політично ускладнене — ще в 1981р. Японія погодилася запровадити т.зв. «добровільні експортні обмеження» (країна самостійно обмежувала кількість експортованих одиниць товарів до США, оскільки на той час в американському суспільстві почалися значні занепокоєння стосовно «завоювання» автомобільних та електронних ринків Америки Японією), що фактично означало впровадження квоти. У такому випадку, не могло йтися про подальше захоплення ринку та нарощування японської частки на автомобільному ринку США (яка за попереднє десятиріччя помітно зросла)⁴.

Разом з тим, такий підхід мав вигоди в наступні найближчі періоди. Отримуючи додаткові доходи, японські виробники автомобілів дістали змогу зосередитися на покращанні якості своїх виробів, а подальше підвищення цін супроводжувало продукцію з новою вищою доданою вартістю.

Ситуація з перерозподілом ринкових часток могла змінитися на протилежну, коли єна почала зміцнюватися (1985–1989рр.). За таких умов відбувалося подорожчання японських автомобілів унаслідок ревальвації єни. Проте американські виробники проігнорували можливість розширення своєї частки на внутрішніх (американських) ринках, підтримуючи сталі ціни на свої вироби за зростання ціни на японські. Натомість відбулося підвищення ціни на американські автомобілі практично в тій самій пропорції як (внаслідок ревальвації єни) подорожчання японських. Відтак

витіснення японських автомобілів з американських ринків не спостерігалось.

Більше того, враховуючи, що попередніми роками японські виробники (як вказувалось) докладали додаткові зусилля на покращення якості своїх виробів, такі заходи сприяли зміцненню японської присутності на американських ринках. Тому якість японських моделей продовжувала залишатися вищою за американські подібного класу, а з тим — експортна експансія продовжувалась і надалі (хоча дещо нижчими темпами).

Тобто, конкурентоспроможні підприємства і галузі економіки за виважених підходів цілком можуть отримувати додаткові вигоди навіть за погіршення зовнішніх торговельних умов чи валютних дисбалансів (не намагаючись зламати стримуючі макроекономічні тенденції).

Стимування девальваційного тиску.

У переважній більшості випадків економічне середовище країн є досить чутливим до динаміки національних валют (і часто проявляється через імпорт інфляції, торговельні дисбаланси, утікання капіталів). Особливо небажаними є девальваційні тенденції у висхідних країнах. У таких випадках уряди (центральні банки) намагаються стримати тиск на національні валюти вивіреними заходами — інтервенціями і підвищенням процентних ставок. Можливості інтервенцій зазвичай обмежені, в т.ч. внаслідок провокованого розмивання валютних резервів країни. Таким чином ослаблення національної валюти часто призводить до негативних «побічних ефектів»:

- ✓ зростання процентних ставок;
- ✓ підвищення інфляційного тиску;
- ✓ скорочення виробництва і доходу країни.

Підкреслимо, суттєвим недоліком підвищення процентних ставок є супровідне пригнічення реального сектору, що може ще сильніше погіршувати економічне

⁴ Більше того, відбувалося розширення виробництва і продажів японських експортерів у країнах Південно-Східної Азії — країнах, валюти яких були прив'язані до долара. Така ситуація дозволила японським автомобілебудівникам продовжувати свою експансію не лише на американські, але й на інші ринки світу.

середовище, а з тим — вимагати нових інтервенцій, зростання процентних ставок, інфляційних ризиків та ін.

Як не дивно, макроекономічне заспокоєння може відбутись в умовах, якщо «піддатись» девальваційному тиску. Звичайно, це можуть собі дозволити лише розвинуті країни з міцним фінансовим сектором. Це, зокрема, спостерігалось на початку 1990-х років, коли деякі європейські країни відмовилися підтримувати практикований механізм спільного коливання валют саме тому, що така підтримка призводила до макроекономічних дисбалансів (зростання ставок, інфляції, депресивного тиску на реальний сектор)⁵.

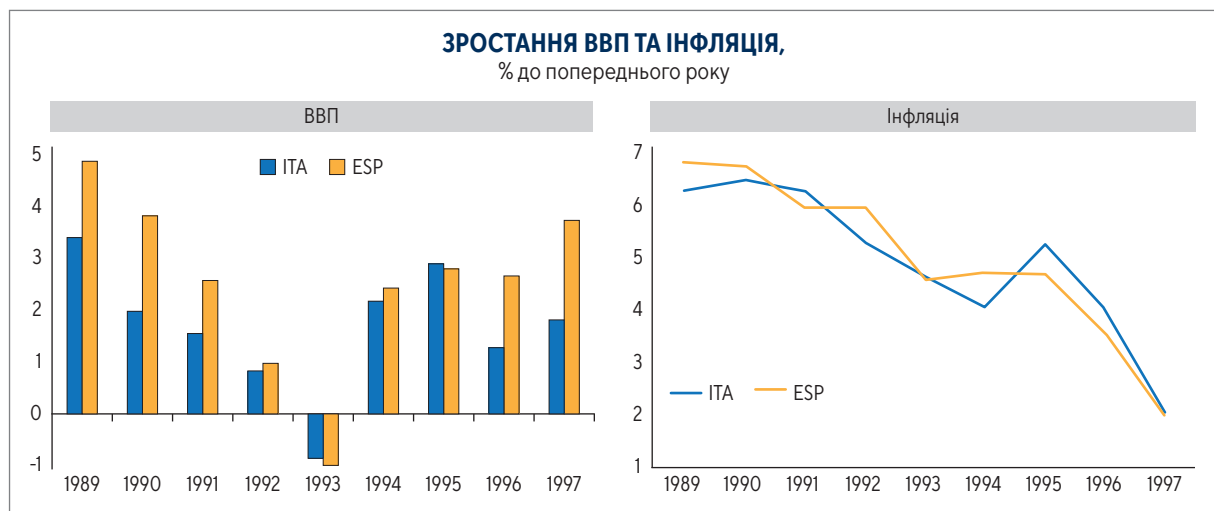
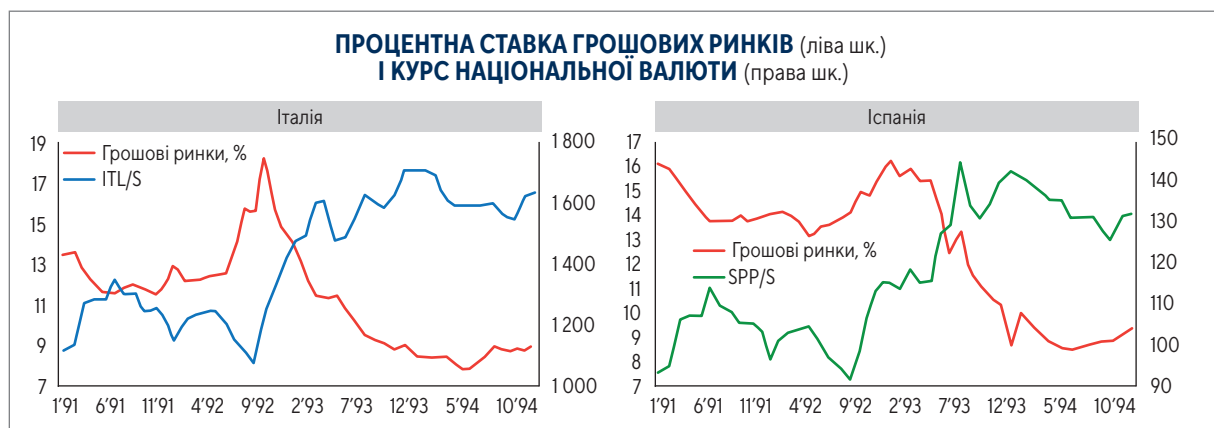
Розвиток подій на валютному та грошовому ринках у Європі в 1992-1994рр. продемонстрував, що за умов наявності ємких внутрішніх ринків доцільною може виглядати девальвація національної валюти, супроводжувана зниженням процентних ставок

(діаграма «Процентна ставка грошових ринків...»), що приймається бізнесом і дозволяє економіці як розширити виробництво через стимулююче кредитування і зниження інфляції (діаграма «Зростання ВВП та інфляція»), так і покращити конкурентоздатність на зовнішніх ринках. При цьому, звичайно, також досягалось завдання зняття негативного тиску на національну валюту.

Таким чином, ослаблення «підтримки» національної валюти в окремих розвинутих країнах Європи в I половині 1990-х років уже найближчим часом спричинило:

- ✓ зниження процентних ставок;
- ✓ стримування інфляційного тиску;
- ✓ зростання виробництва і доходу країни.

Тобто мало протилежні наслідки, ніж це найчастіше проявляється (вказаним вище) для висхідних країн. Більше того, вказане



⁵ ...тобто уряди «відпустили» валютні курси і використали зниження валютних дисбалансів як можливість для зниження процентних ставок.

«заспокоєння» девальваційного тиску лише підкреслює витонченість інструментальних застосувань, яке має базуватися на виваженій макроекономічній політиці.

Чим скористається Україна. Нинішній розвиток України не має історичних прецедентів. Тому й пошук належних заходів та інструментів економічного відновлення і стимулювання, в т.ч. протидії валютним дисбалансам і девальваційним шокам, залишається важливим і актуальним. Звернемо увагу на кілька «валютних» обставин.

Зрозуміло, оскільки українські бізнес і населення були, є і ще довго залишатимуться зорієнтованими на долар, то перехід до вільного курсоутворення сьогодні не виглядає доцільним. Водночас в умовах стійкого девальваційного тиску на національну валюту інтервенції зберігають результативність і можуть бути цілком виправданими. Однак, відкритим залишається питання, як довго можна їх [інтервенції] продовжувати, якщо поряд із втратою резервів, девальваційний тиск продовжиться. Винятковість нинішнього часу для України — значна довгострокова підтримка міжнародних партнерів, чим забезпечується стійке наповнення валютних резервів країни.

Загалом же, спрямування значних резервів на утримання курсової динаміки (з необхідністю підвищення процентних ставок) не має довгострокової перспективи. Дедалі актуальнішими для відновлення України стають завдання формування середовища як сприятливого для розвитку вітчизняного підприємництва у відкритому економічному просторі, так і спроможного витримувати конкурентний тиск на внутрішніх і зовнішніх ринках (в умовах входження в єдиний європейський ринок).

Тільки в умовах наявності конкурентних підприємств чи навіть галузей Україна може скористатись вигодами від будь-якої курсової динаміки гривні, як це демонструвалось для випадку захоплення американського ринку автомобілями Японії. І допускати курсові зміни навіть ті, які попередньо початково можуть виглядати несприятливими, як у представлених випадках Італії та Іспанії.

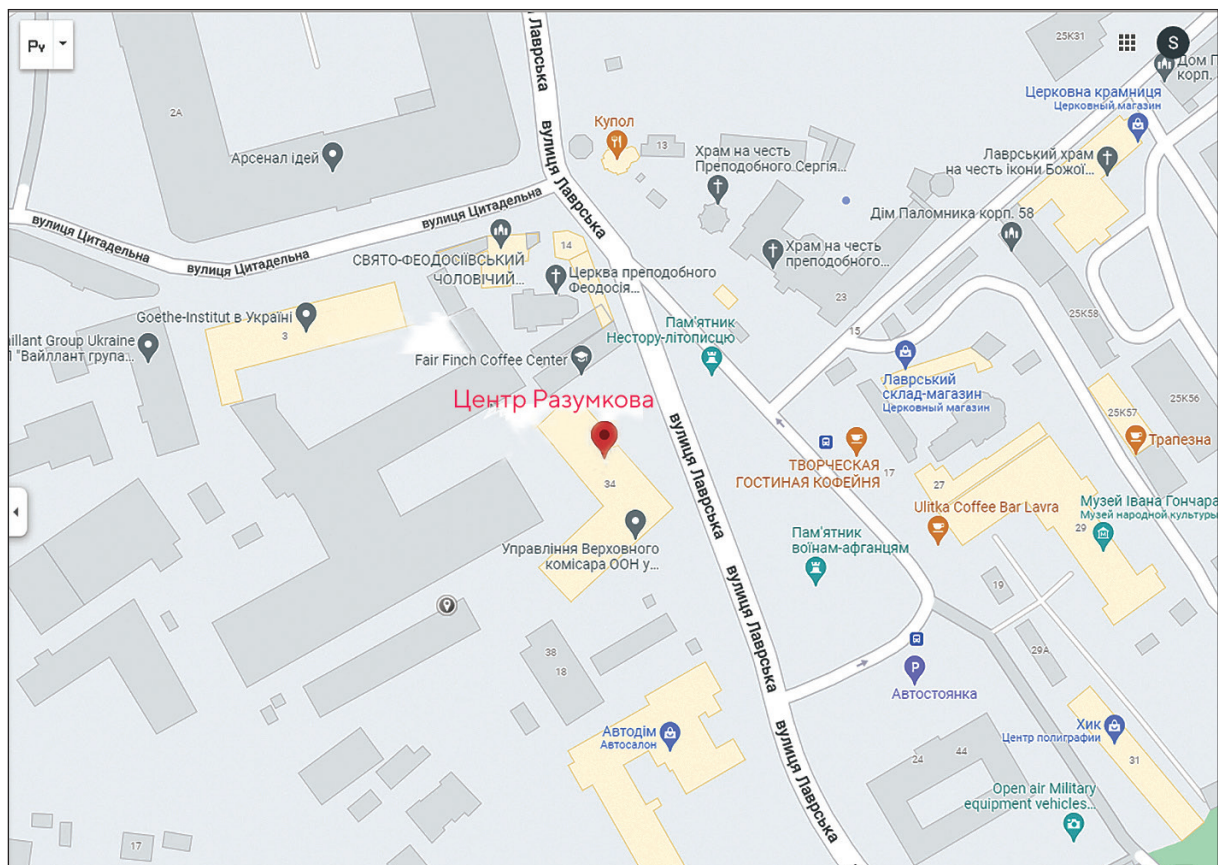
Загальні ж напрями дій, спрямовані на відновлення України, мають переслідувати дві «макромети» — **формування безпекової структури** національної економіки, а також її **повноцінну інтеграцію** до європейського економічного середовища. Якщо відповідні механізми будуть передбачені в майбутньому «плані Маршалла» для України, то можна сподіватися на успіх.

Поки ж ситуація з підтримки проникнення українського бізнесу на конкурентні ринки є вкрай невизначеною. Ще менш привабливою є ситуація з входженням іноземних інвестицій, без яких сподіватися на успіх, навіть у середньостроковій перспективі — сумнівна справа. Утім, значне просування у покращенні економічної та інвестиційної ситуації в Україні (навіть в умовах продовження війни), зважаючи на високі ризики, які негативно впливають на **інвестиційні рішення**, можливо на шляху:

- ✓ укладання Україною договорів про **страхування інвестицій** (надання інвестиційних гарантій) у найбільших країнах-донорах (США, ЄС, Японії), що може бути реалізовано за рахунок частини допомоги партнерських країн;
- ✓ створення фонду (на базі фінансових інститутів США чи Великої Британії) зі **страхування політичних і військових ризиків** для іноземних інвесторів, а також для підтримки вітчизняних експортерів та інвесторів на міжнародних ринках.

Між тим, перманентна близькість ворога зумовлює потребу мілітаризації економіки та суттєвого зміцнення сектору безпеки. Локомотивом розвитку економіки в цей період може стати оборонна промисловість, орієнтована на виробництво (в кооперації з партнерськими іноземними компаніями) якнайширшого спектра озброєнь⁶. Такий військово-промисловий потенціал можливий лише за умови підтримки партнерськими країнами (для чого потрібна їх партнерська згода і готовність), що забезпечить стійкий конкурентний попит, а Україна зможе увійти в конкурентну нішу, стійку до зовнішніх коливань.

⁶ Відновлення України: точка відліку і напрями дій влади. — Центр Разумкова, 2022р., с.5-19, https://razumkov.org.ua/images/2022/17/2022_MATRA_IV_KVARTAL_1.pdf.



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