

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ**  
**Західноукраїнський національний університет**  
**Факультет фінансів та обліку**

Кафедра управління та адміністрування ІФННІМ

**КАЧАК Олег Ігорович**

**Взаємозв'язок валютних воєн та стану національної економіки / The relationship between currency wars and the state of the national economy**

спеціальність 072 Фінанси, банківська справа і страхування  
освітньо-професійна програма – Фінанси

Кваліфікаційна робота

Виконав студент групи ФФмі-21  
О.І. Качак

---

Науковий керівник  
к.е.н., доц. Данилишин В.І.

---

Кваліфікаційну роботу  
допущено до захисту

«\_\_»\_\_\_\_\_ 202\_ р.

Зав. кафедри

\_\_\_\_\_ Л. М. Алексеєнко

Івано-Франківськ - 2023

ВСТУП.....		3
Розділ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ВАЛЮТНИХ ВОЄН .....		6
1.1.	Валютні війни як феномен міжнародних валютних відносин .....	6
1.2.	Ретроспектива валютних воєн як прояву конкуренції в світовій економіці .....	11
Висновки до розділу 1.....		16
Розділ 2. ВЗАЄМОЗВ'ЯЗОК ВАЛЮТНИХ ВОЄН ТА СТАНУ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ (АНАЛІЗ ОСОБЛИВОСТЕЙ ТА РЕЗУЛЬТАТИВНОСТІ ДЕВАЛЬВАЦІЙНИХ ПОЛІТИК ДЛЯ ЕКОНОМІК РОЗВИНУТИХ КРАЇН) .....		17
2.1.	США.....	17
2.2.	Японія.....	23
2.3.	Європейський Союз.....	30
Висновки до розділу 2 .....		35
Розділ 3. ПРОБЛЕМИ ТА ШЛЯХИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ВАЛЮТНО-КУРСОВОЇ ПОЛІТИКИ ДЛЯ ПІДВИЩЕННЯ ГЛОБАЛЬНОЇ КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОСТІ ЕКОНОМІКИ КРАЇН, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ .....		37
3.1.	Аналіз тенденцій та оптимізація валютно-курсової Китайської Народної Республіки .....	37
3.2.	Оцінка викликів девальвації гривні та основні антикризові заходи стабілізації курсу національної валюти.....	42
Висновки до розділу 3.....		52
ВИСНОВКИ.....		54
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....		57
ДОДАТКИ .....		62

## ВСТУП

**Актуальність теми.** Валютний курс – один з вагомих факторів впливу на соціально-економічний розвиток. В умовах зростаючих міжнародних потоків товарів, робіт, послуг, робочої сили і особливо капіталів, валютно-курсова політика будь-якої держави формується для стимулювання економічного розвитку. Поряд із розвитком процесів валютної інтеграції у глобальній економіці досить часто виникає таке явище, як валютні війни (навмисні дії урядів і центральних банків з досягнення низького обмінного курсу своєї національної валюти для збільшення експорту та скорочення імпорту). Глобальні фінансові кризи, спекуляції центробанків і трейдерів з курсом валют призводять до виникнення значних проблем у фінансовому секторі (зниження довіри до фінансових інститутів, зростання ризиків, нерівності тощо). Відтак, в умовах глобальної конкуренції ключового значення набуває ефективність валютно-курсової політики у реалізації впливу на економічні процеси.

Вивчення фундаментальних проблем, особливостей впливу валютного курсу на стан економіки і зовнішньої торгівлі країни, національну та глобальну економіку досліджувались у працях Р. Дорнбуша, С. Едвардса, Б. Ейншенгріна, О. Зункеля, Г. Кальво, Л. Красавіної, П. Кругмана, Р. Манделла, Ф. Мишкіна, М. Мусси, Д. Рійкардса, К. Рогофа, Д. Стігліца, Е. Штейна. Деякі підходи до наукового аналізу проблематики особливостей формування та реалізації валютно-курсової політики застосували вітчизняні вчені, зокрема: Я. Белінська, О. Береславська, О. Галушка, О. Дзюблюк, В. Козюк, З. Луцишин, О. Плотніков, Н. Резнікова, О. Петрик, І. Співак, М. Старинський, О. Шаров, В. Шевчук, В. Юрчишин.

Віддаючи належне доробку згаданих вітчизняних та зарубіжних вчених зазначимо, що проблема використання валютних воєн у реалізації впливу на економічні процеси залишається невирішеною. Недостатньо дослідженими залишаються питання щодо наслідків валютних воєн для забезпечення

економічного розвитку країни і що є первинним в їх розгортанні. Необхідність у вирішенні цих проблем визначили актуальність цієї кваліфікаційної роботи.

**Мета** кваліфікаційної роботи – поглиблення теоретичних та практичних засад удосконалення управління валютним курсом для забезпечення конкурентоспроможності національних економік в світовій економіці.

Згідно поставленої мети кваліфікаційної роботи було визначено необхідність розв'язання таких завдань:

- узагальнити і систематизувати сутність валютних війн як феномену міжнародних валютних відносин;
- виявити особливості ретроспективи валютних воєн як прояву конкуренції в світовій економіці;
- визначити функціональну залежність девальвації валютного курсу та стану національної економіки;
- провести аналіз особливостей та результативності девальваційних політик для економік розвинутих країн;
- проаналізувати цілі і результати девальваційних політик країн, що розвиваються;
- визначити системні детермінанти формування викликів девальвації гривні та основні антикризові заходи стабілізації курсу національної валюти.

**Об'єктом** кваліфікаційної роботи є вплив валютного курсу на національну конкурентоспроможність.

**Предметом** кваліфікаційної роботи є теоретичні аспекти та економічний механізм взаємозв'язку валютних воєн та стану національної економіки.

**Методи дослідження.** У процесі виконання кваліфікаційної роботи використано наступні методи: наукової індукції та дедукції – для розкриття змісту понятійного апарату (перший розділ); метод узагальнень, логічної індукції, методи аналізу і синтезу, факторного аналізу, групування – використано для оцінки діючої практики валютних воєн (другий розділ); графічного зображення даних, вибірок, експертних оцінок – при дослідженні

проблем та формулюванні висновків щодо вдосконалення інструментарію проведення девальваційних політик (третій розділ).

**Інформаційною базою** кваліфікаційної роботи є аналітичні огляди міжнародних організацій, а також узагальнення економістів, що містяться в монографічній літературі, звіти, доповіді, наукові статі, спеціальна та періодична література; дані Європейського центрального банку, Народного банку Китаю, Банку Англії, ФРС США; Банку і Міністерства фінансів Японії; нормативні документи Уряду України і НБУ; дані Державної служби статистики України тощо.

**Наукова новизна.** У процесі виконання кваліфікаційної роботи були одержані такі результати, які характеризують її новизну:

– розкрито механізм впливу валютних воєн на національну конкурентоспроможність. При цьому доведено, що такі дії центробанків не лише негативно впливають на курсову динаміку, а й не сприяють переорієнтації товарної структури національного експорту із сировини на готову продукцію.

**Практичне значення** кваліфікаційної роботи полягає в можливості застосування запропонованих рекомендацій стосовно оптимізації валютного курсу з метою нарощення національної конкурентоспроможності.

**Апробація результатів** кваліфікаційної роботи. Основні результати та висновки, отримані в процесі дослідження, апробовані на міжнародній науково-практичній конференції «Економіко-правові та управлінсько-технологічні виміри сьогодення: молодіжний погляд» (3 листопада 2023 р., м. Дніпро).

Кваліфікаційна робота складається з вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків.

## Розділ 1

### ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ВАЛЮТНИХ ВОЄН

#### 1.1. Валютні війни як феномен міжнародних валютних відносин

Основними процесами, які нині визначають кордони та тенденції валютної мапи світу, можна визнати інтернаціоналізацію валюти, валютне заміщення, валютні війни та валютну інтеграцію. В умовах глобалізації та асиметрії розвитку в світовій економіці між країнами виникають конфлікти, спрямовані на захист своїх національних інтересів. Однак, якщо міжнародна торгівля є об'єктом регулювання СОТ, то інші сфери ЗЕД залишаються менш врегульованими, що зумовило перенесення протистоянь між країнами із торговельної у валютну царину.

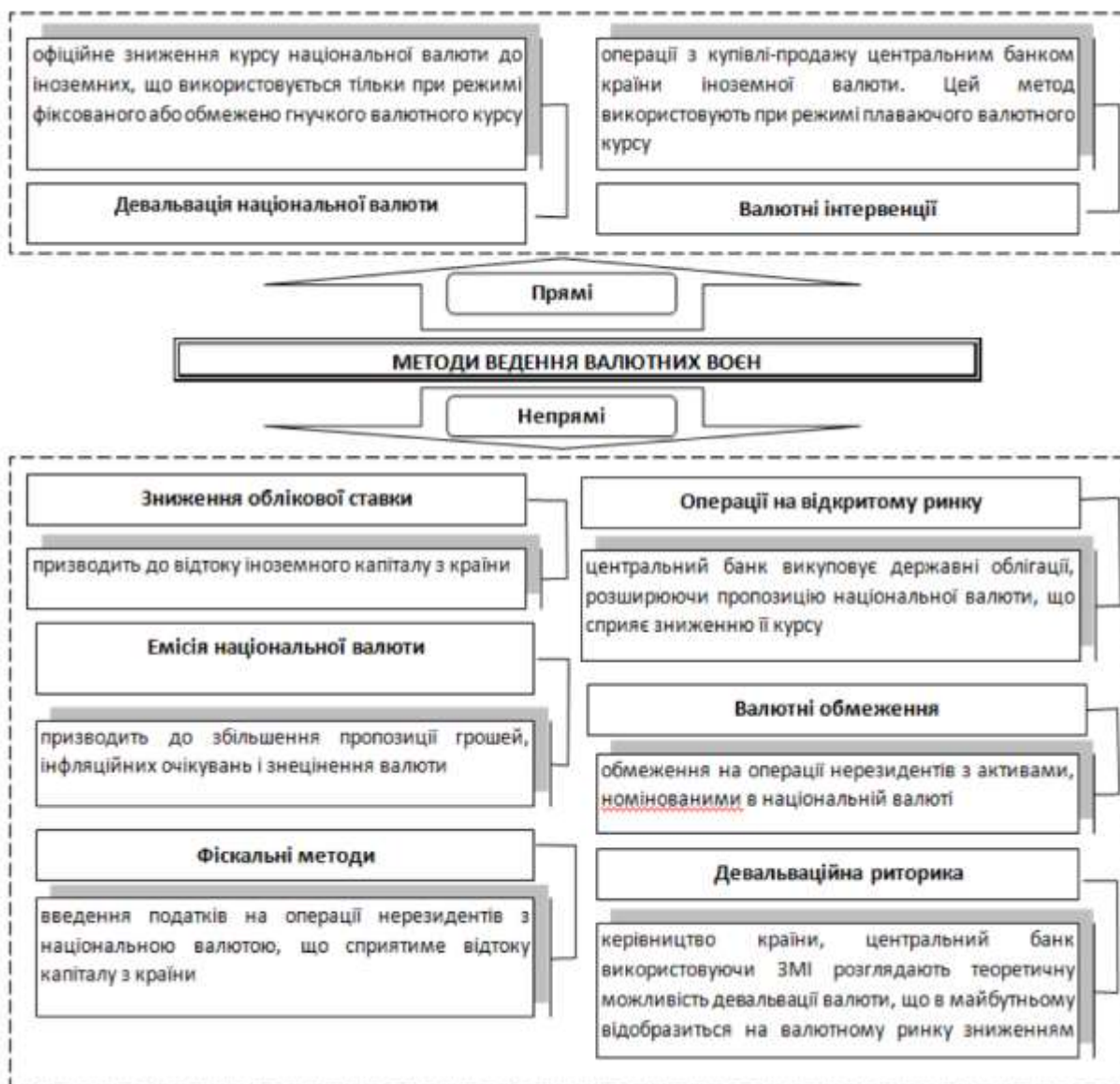
Проблема валютних воєн – одна із найскладніших як у фінансовій науці, так і в царині економічної теорії та політики. Термін «валютна війна» з'явився нещодавно. Він є синтезованою категорією міжнародної економіки та фінансів. У літературі його появу у 2010 р. пов'язують із міністром фінансів Бразилії Г. Мантегою. Він зазначав, що глобальна економіка є на початку «...міжнародної валютної війни, тобто загального послаблення валют. Це загрожує нам, позаяк вона забирає у нас конкурентоспроможність» [26]. Поступово до проведення девальваційних політик долучалось все більше країн. Проблема валютних воєн в світовій економіці набула глобального масштабу. Екс-очільник МВФ Д. Строс-Кан також у 2010 р. визнав факт валютних воєн (навмисного проведення девальваційних політик), за допомогою яких деякі країни хотіли «знайти національне вирішення глобальних проблем, що є дійсно загрозою для відновлення глобальної економіки» [26].

Зазначимо, що незважаючи на численні дискусії, які ведуться серед фінансистів, довкола теоретичних питань, пов'язаних із валютною сферою, досі не вироблено єдиної позиції, а термін «валютна війна» не має чіткого формулювання. Загалом валютна війна в світовій економіці – це не

спекулятивна атака на грошову одиницю, а цілеспрямована маніпуляція з курсом на валютному ринку. Її здійснює центробанк для отримання конкурентних переваг у зовнішній торгівлі через проведення девальваційних політик. За такого підходу суть валютних війн зводиться до явища конкурентних девальвацій валют – зниження валютного курсу для нарощення конкурентоспроможності експорту з країни. Конфлікти, пов'язані зі штучним проведенням девальваційних політик можуть перейти в торговельні протистояння в світовій економіці та призвести до витків протекціонізму. У відповідь країни-контрагенти в свою чергу можуть застосувати такі ж дії. Як наслідок, це призведе до «череди» проведення девальваційних політик та поглиблення соціально-економічної стабільності. «Череди» валютних воєн з'являються, коли одночасно велика кількість країн в світовій економіці намагаються девальвувати свої валюти. Утім тут колективні дії неможливі, бо знецінення валюти однієї країни – це повсякчас зміцнення інших.

Звідси, «валютна війна» – це вид економічного протистояння держав через проведення девальваційних політик. У цьому протистоянні на валютному ринку завжди присутні дві сторони – «свідомі агресори» та «потенційні жертви» [46]. Для девальвації своєї національної валюти на валютному ринку «свідомі агресори» користуються певним набором інструментів. Розвинуті країни зі чималими дефіцитами платіжного балансу та бюджету змушені скорочувати свої витрати, що призводить до зменшення внутрішнього попиту в економіці. Відтак, з метою уникнення стагнації центробанки знижували відсоткову ставку в економіці (Велика Британія, США, ЄС). Це приводило до незначного послаблення їхніх національних валют і зростання економіки. Утім вичерпання потенціалу зниження відсоткових ставок та продовження валютних воєн між країнами змусило центробанки вдаватися до інших методів впливу на економічні процеси та підвищення конкурентоспроможності своїх товарів, таких як прямі валютні інтервенції на ринку (КНР, Швейцарія, Японія) та кількісні пом'якшення (США, країни Євросоюзу).

З'ясування питання методів валютних воєн має неабияке теоретичне й практичне значення. Вони залежать від режиму валютного курсу (фіксований або плаваючий), внутрішніх макроекономічних і фінансових параметрів та економічної кон'юнктури в світовій економіці. Зазвичай, вони поділяються на прямі та непрямі (рис. 1.1).



**Рис. 1.1. Механізми і методи валютних воєн**

*Примітка.* Складено автором за [26].

Таким чином, валютні війни (проведення девальваційних політик) є складним феноменом міжнародних валютних відносин. Він виникає тому, що національні економіки не хочуть поступатись своїми позиціями іншим, які



вживають арсенал інструментів валютних воєн, тому реалізують оборонну політику у валютній сфері. Це є загрозою соціально-економічної стабільності і сприяє розкрученню девальваційної спіралі в світовій економіці. Серед передумов та наслідків проведення таких навмисних девальваційних політик виділимо такі:

1. Зміна позицій світових гегемонів у ХХІ ст. Кризи є найсприятливішими для зміни влади в світовій економіці. Під час змін глобальних валютних стандартів та активних валютних воєн змінилось становище лідерів світової валютної сфери і економіки: втрата лідерських позицій британського фунту після Першої світової війни; монополізація світової фінансової системи долларом США після Другої світової війни; посилення ролі валют інтеграційних утворень (ЄС, BRICS). Нині найбільш амбітним претендентом на лідерство монетарного устрою світу є КНР.

2. В умовах асиметрії в світовій економіці, валютні війни є інструментом посилення могутніми економіками власного впливу в світовому геомонетарному просторі. Зазвичай, валютні війни ведуться між великими розвиненими економіками, (емітентами або кандидатами в емітенти ключових резервних валют). Проведення девальваційних політик спрямовані, фактично, на переділ зон впливу в світовій економіці. Деякі дослідники приходять до висновку, що малі економіки (як правило, це країни, що розвиваються) є не гравцями валютних воєн, а лише реципієнтами їх наслідків.

3. Висока залежність міжнародних фінансів від єдиної валюти-монополіста та її емітента означає фактичну передачу регулювання світовою валютною сферою якомусь одному центробанку, що створює передумови для глобальних дисбалансів у валютній сфері. Ключовою передумовою проведення усіх девальваційних політик стала наростаюча залежність світової фінансової системи і глобальної економіки від американського долара, що експортує внутрішні шоки економіки США в інші країни та не може забезпечити стабільність у валютній сфері. Саме тому проведення девальваційних політик були неефективними під час другої світової валютної

війни, бо золотовалютним стандартом на економіку США було покладено не лише її внутрішні проблеми, але й проблеми всієї глобальної економіки.

4. Переважання національних інтересів над глобальними. Незважаючи на укладені угоди щодо припинення валютних війн та розуміючи їх наслідки для глобальної економіки, країни-емітенти резервних валют готові до проведення девальваційних політик, якщо очікують, що це матиме позитивний вплив на їхню національну економіку. При цьому вони забувають про те, що на них покладено тягар стабільності світової валютної системи і глобальної економіки, яка внаслідок девальвації резервної валюти впливає на решту економік світу.

5. Третя світова війна у валютній сфері має гібридний характер, бо країни-учасники реалізують усі види проведення девальваційних політик: стабілізаційну, захисну і конкурентну. Вона має незначні результати в контексті глобальної економіки, бо при режимі плаваючого курсоутворення депреціація однієї валюти щодо інших приносить переважно короткострокову вигоду. Вона компенсується, як правило, проведенням іншими країнами проведення девальваційних політик у відповідь.

Проведене дослідження природи та специфіки валютних війн дозволяє констатувати, що для глобальної економіки вони завершаться тим, що їх учасники завжди будуть в програвші, бо в майбутньому валютно-курсові співвідношення стабілізуються, а надлишки ліквідності через QE можуть призвести до нестабільності у валютній сфері, розгортання інфляційних спіралей, надування «спекулятивних бульбашок» тощо. Валютні війни також можуть перерости в глобальні торгівельні конфлікти. Втрата довіри до країн-емітентів національних валют внаслідок взаємного їх ослаблення може мати наслідком «втечу капіталу» у криптовалюту та золото, впровадженням протекціонізму у рамках глобальної економіки. А це вже буде небезпекою не лише для світової валютної системи, а й функціонування глобальної економіки загалом.

## **1.2. Ретроспектива валютних воєн як прояву конкуренції в світовій економіці**

Структурно-функціональні дисбаланси глобальної економіки мають наслідком ведення валютних війн. Вони є закономірним явищем егоїстичної поведінки держав у валютній сфері. Валютні війни може розв'язувати тільки держава. Її дії спрямовані на регулювання зовнішніх потоків товарів, робіт, послуг та капіталів за допомогою знецінення валютного курсу. Слід зазначити, що їх наслідки для глобальної економіки можуть бути набагато серйознішими, ніж очікується. За словами американського дослідника Р. Купера, валютні війни є однією з найбільш «травматичних» політик, що переважно загрожує вже політичними ризиками [28].

Водночас, коли економіка страждає від високого рівня безробіття або стагфляції, проведення девальваційних політик може бути суттєвою перевагою. З початку 1980-х років МВФ розглядав девальвацію в якості потенційного вирішення економічних проблем для країн, що розвиваються, з негативним сальдо платіжного балансу. Збільшення експорту при такій політиці мало б сприяти розвитку внутрішнього виробництва, що, в свою чергу, підвищує ріст ВВП і знижує безробіття. У даному випадку проведення девальваційної політики є привабливим вирішенням проблеми зниження безробіття. Причина привабливості девальвації валютного курсу для країн з економікою, що розвивається полягає також в тому, що вона допомагає збільшити валютні резерви центробанку, які можуть захистити їх від майбутніх фінансових криз.

Застосування девальваційної політики скорочує витрати виробників і є поштовхом до зростання економіки. Утім з точки зору впливу на економічні процеси важливіший ефективний курс валют, тобто курс не просто до однієї зі світових валют, а до набору валют країн – торгівельних партнерів. Значення має і рівень інфляції. Якщо ціни ростуть з різною швидкістю, позитивна різниця в інфляції буде призводити до знецінення національної валюти. Курс

валюти, скоригований з урахуванням інфляції («реальний» курс), дає більш точний вимір девальвації. Саме реальна девальвація валюти може дати суттєвий економічний поштовх (в певних умовах) [46].

Проведення девальваційних політик найчастіше використовують розвинуті країни, щоб зберегти своє домінуюче становище у глобальній економіці. Такі країни нав'язують іншим державам умови формування валютних курсів у зв'язку з асиметріями у валютній сфері, що виникають через особливе становище національної валюти економічно високорозвиненої держави, яка на міжнародному рівні є резервною.

До ХХ ст. використання валютних воєн як прояву егоїстичної економічної політики спостерігались не часто, адже в умовах моно- та біметалічного стандарту IV-XIX ст. в світовій економіці країни намагались підтримувати високу цінність своїх валют. Але вже починаючи з 20-х рр. ХХ ст. проведення девальваційних політик як форма протекціонізму в світовій економіці спостерігались і в час криз, і в час глобальної стагнації (Додаток А).

Історія глобальної економіки свідчить, що валютні війни в ХХ ст. відбувалися на тлі глибоких криз, в них було залучено велику кількість країн. Так, у 1929-1930 рр. Австралія, Нова Зеландія, Індія, Аргентина, Мексика через значне падіння цін на сировину на світових ринках використали проведення девальваційних політик. Схожі кроки вчинили Німеччина та Австрія для захисту своїх економік від кризи. Вони відмовилися від розміну національних валют на золото, ввели валютні обмеження і девальвували свої валюти на 25-80% для збереження валютних резервів та підвищення обсягу свого експорту [36].

У вересні 1931 р. валютну війну розв'язує Великобританія. Вона відмовляється від розміну фунта стерлінгів на золото, а згодом девальвує його на 30%. Те ж саме вимушені зробити країни - члени Британської співдружності і основні торговельні партнери (25 країн). Усе це призвело до змагання у валютній сфері (англійською мовою - *beggar-thy-neighbour policy*), на що інші країни відреагували за допомогою протекціоністських мит та

контролю над рухом капіталів. Британські експортери отримали можливість проводити валютний демпінг в рамках глобальної економіки, витісняючи конкурентів зі США і Франції. У 1934 р. США теж провели девальвацію долара на 41%, однак не отримали такого результату, як Великобританія.

Дослідження Б. Ейхенгріна [37] і Д. Ірвіна [45], аналізуючи даний історичний період валютного суперництва, засвідчують, що є різниця між політикою країн, які намагалися зберегти жорстку прив'язку курсу валюти до золота, і тих, що відмовилися від цього. Країни, що провели девальвації своїх валют і «відв'язалися» від золота, доволі швидко підвищили свою конкурентоспроможність за рахунок тих, хто не зробив цього. Хоча уряди-прихильники валютної стабільності розуміли деструктивну природу обмежень зовнішньої торгівлі, вони змушені були йти на це через погіршення платіжного балансу і скорочення ЗВР. Проведення девальваційних політик у формі відмови від золотого стандарту стали одним з ключових детермінант різномірної динаміки розвитку країн в часи Великої депресії 1929-1933 рр. Так, Великобританія і Японія, які відмовилися від золотого стандарту в 1931 р., змогли швидше вийти з кризи, ніж США, які зробили це лише в 1933 р. Франція змогла відновити економіку лише у 1936 р., коли відмовилась від золотого стандарту у валютній сфері.

Однією з найважчих за наслідками девальваційних політик для глобальної економіки була масова депреціація валют у 1948-1949 рр. У ній взяли участь 37 держав. Знецінення валют коливалося від 12 до 30%, були впроваджені обмеження у валютній сфері, відбулося різке здорожчання імпорту, зниження рівня життя населення, збільшення темпів інфляції, а також збільшення кредиторської залежності країн Європи від США.

У 1971 р. у США був здійснений «шок Ніксона» (Смітсонівські угоди) - збільшення мита на імпортні товари, роботи і послуги на 10% і повна відміна золотого забезпечення долара. Відтак, розпочалося знецінення долара, так необхідне для відновлення росту економіки США. У 1985 р. Японія, Західна Німеччина, Франція, США і Великобританія підписали «угоду Плаза», згідно з

якою центробанки країн домовилися про здійснення узгодженої політики у валютній сфері та висловилися за зростання курсової вартості їх валют до американського долара [31].

В 1997-1998 рр. під час кризи країни Азії були змушені істотно девальвувати свої валюти. Утім, в якості «нагороди» вони згодом отримали високі темпи приросту ВВП. У 1997-1998 рр. криза мала регіональний характер і не торкалася інтересів глобальної економіки. Проведення девальваційних політик постраждалих держав дозволило швидко наростити експорт, але не призвело до валютних протистоянь [41]

Д. Рікардс виділив три періоди валютного суперництва в рамках глобальної економіки: 1) 1921-1936 рр., 2) 1967-1987 рр., 3) 2010 р. – дотепер [45]. Перша світова валютна війна була війною окремих країн проти золотого стандарту, а також спрямованою на порушення монополії золота та британського фунту і встановлення одноосібної монополії долара США у валютній сфері. Серед причин першої валютної війни Д. Рікардс виокремив створення в 1907-1913 рр. ФРС США, Першу світову війну в 1914-1918 рр. та підписання 28 червня 1919 року Версальського договору (1919 р.) [45]. Участь у першій валютній війні США характеризувалась веденням дієвої зовнішньоекономічної політики, внаслідок якої роль країни у глобальній економіці посилилась, витісняючи тодішнього лідера - Великобританію.

Відповідно до класифікації Д. Рікардса, друга світова валютна війна проходила з 1967 до 1987 рр. Вона виникла через перехід в 1973 р. від системи фіксованих валютних курсів до плаваючих. Більшість розвинутих країн перейшли до плаваючого режиму валютного курсу. Вони отримали змогу залежно від національних інтересів як вільно девальвувати, так і ревальвувати свої валюти, а також запроваджувати обмеження руху капіталу та вживати інші протекціоністські інструменти. Досягти стабільності у валютній сфері вдалось через укладання угод Плаза Аккорд (1985 р.) та Лувр Аккорд (1987 р.), між Францією, Західною Німеччиною, США, Великобританією та Японією

якими вони зобов'язались протягом дворічного періоду утримувати свої валюти на визначеному рівні.

У 2010 р. розпочався сучасний етап валютної війни як наслідок світової кризи глобальної економіки у 2008-2009 рр. Як зазначає Н. Кравчук, «на початку XXI століття епіцентр нерівномірності розвитку міжнародних валютних відносин змістився у площину валютного суперництва між долларом США і євро, а згодом — між «старими» (США, ЄС) і «новими гравітаційними центрами» (Китай, Росія та ін.), які претендують не лише на геополітичне та гео економічне лідерство у глобальному просторі, але й провокують дестабілізацію світової валютної системи...» [17, с. 431].

Попри намагання окремих країн використати проведення девальваційних політик для збереження конкурентоспроможності свого експорту, на поч. XXI століття не відбулося втягування глобальної економіки в масштабні валютні протистояння. У 2013 р. керівник ОЕСД А. Гурія зазначив, що не бачить ознак валютних війн в глобальній економіці.

На початку другої декади XXI ст. країни-члени G20 заперечили можливість початку нових витків валютних війн та натомість запевнили, що активно протидіятимуть спробам використати механізми проведення девальваційних політик для конкурентної боротьби в рамках глобальної економіки. За підсумками саміту в Російській Федерації (м. Москва, 2016 р.) світові лідери повідомили намір зберегти відкритість глобальної економіки, уникати тарифного протекціонізму та утриматися від війн у валютній сфері [35]. Такі дії є не новими, оскільки подібні наміри керівники країн G20 декларували на саміті в Туреччині (м. Сеул, 2010 р.) [48].

Криза COVID-19 породила новий виток валютних протистоянь в рамках глобальної економіки. У 2020 р. КНР занижує курс свого юаня, після того як він опустився нижче важливої психологічної позначки 7,0 за доллар США. Юань в цей період виявився на найнижчій позначці за десятиліття. У відповідь Мінфін США вперше за чверть століття вніс КНР до країн, що маніпулюють

курсами на валютному ринку, хоча ще у травні 2020 р. визнавав, що центробанк Китаю не робить цього.

Отже, у минулі кризи валютні війни могли стати дієвим способом «перезавантаження» економіки світу. Проблеми виникають тоді, коли значна кількість учасників глобальної економіки намагаються девальвувати свої валюти одночасно. Зрозуміло, що всі відразу країни не можуть цього зробити. В окремих країн валюти повинні зміцнитися, аби забезпечити значимий ефект для країн, які розпочинають проведення девальваційних політик.

### **Висновки до першого розділу**

Дослідження взаємозв'язку валютного суперництва і стану глобальної економіки дало змогу зробити такі висновки:

- по-перше, валютну війну можна трактувати як ситуацію валютного суперництва, в якій центробанк країни здійснює експансивну монетарну політику для девальвації своєї валюти, що сприяє експорту та стимулює зростання економіки, однак підвищує рівень інфляції і знижує суспільний добробут;

- по-друге, проведення девальваційних політик підвищує цінову конкурентоспроможність товарів, робіт й послуг експортерів, бо для іноземних контрагентів вони стають дешевшими. Це породжує зростання зовнішнього попиту і нарощення експорту. Натомість при ревальвації відбуватимуться протилежні процеси;

- по-третє, валютна війна, залежно від мети її проведення, може виконувати конкурентну чи стабілізаційну функції. Вона може бути спричиненою як внутрішньоекономічними проблемами, так і спеціально спланованою центробанком та урядом для підняття конкурентоспроможності національної економіки.



## Розділ 2

### ВЗАЄМОЗВ'ЯЗОК ВАЛЮТНИХ ВОЄН ТА СТАНУ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ (АНАЛІЗ ОСОБЛИВОСТЕЙ ТА РЕЗУЛЬТАТИВНОСТІ ДЕВАЛЬВАЦІЙНИХ ПОЛІТИК ДЛЯ ЕКОНОМІК РОЗВИНУТИХ КРАЇН)

#### 2.1. США

На початку XXI ст. позиції США як глобального лідера похитнулись. Утім, долар США залишається першою за значимістю світовою резервною валютою (табл. 2.1, додаток Б).

Таблиця 2.1

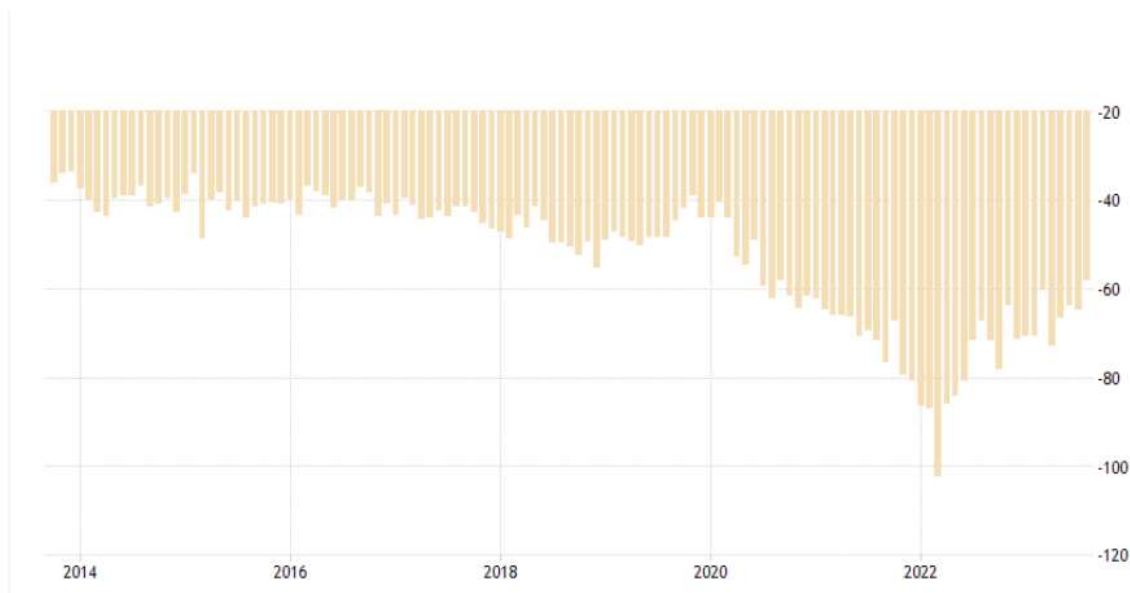
#### Місце долара США у світовій валютній системі

Валюта	Міжнародний ринок Forex (01.2022 р.)		Світові валютні резерви (01.07.2023 р.)	
	Обсяг, млрд. дол. США	Частка ринку, %	Обсяг, млрд. дол. США	Частка ринку, %
Долар США	8924	88,3	6576	58,8

Примітка. Складено автором за даними [39; 50; 52].

Певне розчарування у стабільності американської валюти зумовлене активною експансіоністською політикою уряду і ФРС у 2001-2021 рр. Її ціллю було подолання наслідків фінансової кризи 2008-2009 рр. та збереження конкурентоспроможності в рамках глобальної економіки. У 1990-х рр. США вдалось досягти високих темпів економічного росту (рівень безробіття становив 4-5 %, рівень інфляції - 2-3%, ВВП щорічно зростав на близько 5%).

Динаміка торговельного балансу США також була негативною і зазнала коливань у 2010-2023 рр. внаслідок змін в споживчому попиті, глобальних тенденцій і курсів валют. На протязі цього періоду, США підтримували дефіцитний торговий баланс, а їхні основні торговельні партнери включали Канаду, КНР, ЄС, Мексику та інші країни. Прийняття торгових угод, таких як Трансатлантичний партнерство (ТТІР) та Партнерство Транс-Тихоокеанського регіону (ТТР), мали велике значення для торговельного балансу, утім не змінили його баланс. Торговельний дефіцит США зріс в 3,9 разів в 2000-2023 рр. (рис. 2.1).



**Рис. 2.1. Динаміка торговельного балансу в 01.2014-07.2023 рр., млн. дол. США**

*Примітка.* Складено автором за даними [53].

В 2001 р. у США розпочався спад. Темп зростання ВВП впав до 1,3%, знизилась споживчі видатки населення, рівень безробіття зростав (у 2000-2001 рр. з 4% до 4,7%) [50]. Як видно із рис. 2.2. курс EUR/USD падав починаючи із 2001 р.



**Рис. 2.2. Курс EUR/USD у 2002-2023 рр.**

*Примітка.* Складено автором за даними [53].

З метою запобігання спаду, уряд і ФРС знову розпочали зниження облікової ставки для збільшення пропозиції грошей і зростання споживання. Такі кроки не лише подолали рецесію, але й спричинили надлишок ліквідності, що спровокувало бум на ринку нерухомості. Це і було підґрунтям іпотечної кризи 2007-2008 рр., яка підірвала системну цілісність світової економіки, що була основою світових фінансів. США вдруге після відміни на початку 70-х рр. XX ст. золотодевізного стандарту нагадали, одній країні не під силу утримувати стабільність світової валютної системи та одночасно долати наслідки власних структурних криз в економіці.

Каталізаторами нового витка валютних воєн в рамках глобальної економіки стали зниження процентної ставки ФРС та проведення декількох раундів кількісного пом'якшення (QE). Восени 2008 р. базову процентну ставку ФРС було різко знижено до 0,17-0,13%. Ще нижчий рівень ставки був у період до 1 кварталу 2016 р. У період 2020-2021 рр. ставка дещо впала, злетівши майже до 6 % у 2023 (рис. 2.3).



**Рис. 2.3. Процентна ставка ФРС у 2000-2023 рр.**

*Примітка.* Складено автором за даними [53].

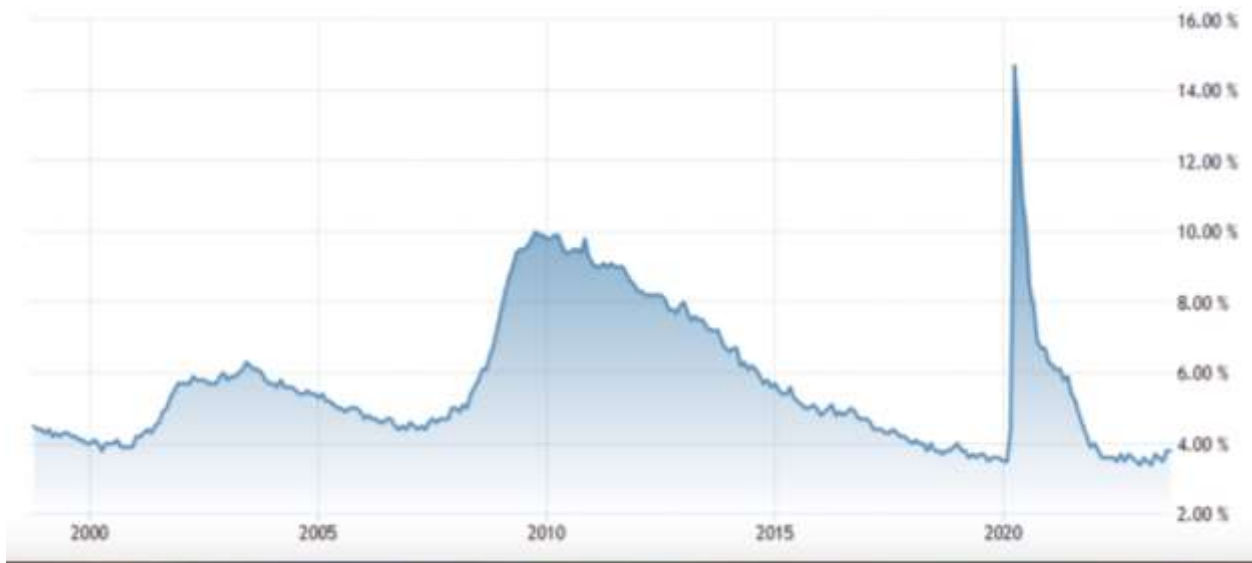
Політику кількісного пом'якшення (далі - QE1) було розпочато у кінці 2008 р. Цілями QE1 було: подолання кризи і відновлення довіри в банківській

системі, зниження рівня безробіття та стабілізація інфляції, порятунок системних банків і національного виробництва. У американських банків ФРС провела викуп безнадійного іпотечного боргу. Всього на початку 2010 р. було викуплено іпотечних цінних паперів на 1,7 трлн. дол. США. Утім політика QE1 не дала бажаних результатів – рівень безробіття перевищував 9%, а рівень інфляції так і не досяг цільових 1,7-2%. Економіка США наблизилась до дефляційної пастки. Для створення робочих місць і збільшення кредитування, у листопаді 2010 р. - червні 2011 р. ФРС було проведено другий етап пом'якшення (далі - QE2) на суму 1 трлн. дол. [52].

З вересня 2011 р. ФРС США запустила нову програму підтримки економіки («Operation Twist»). Її метою була заміна у портфелі ФРС короткострокових облігацій на довгострокові (термін погашення яких 6-30 років) для зниження відсоткових ставок на суму близько 400 млрд. дол. США. Викуп планувалося проводити до червня 2012 р., але через сповільнення економічного зростання програму продовжили до кінця 2012 р. ще на 260 млрд. дол. США. Восени 2012 р. було запущено третій етап QE3. Портфель ФРС США зріс майже на 85 млрд. дол. США. До грудня 2013 р. об'єм викупу паперів залишався на рівні 85 млрд. дол. в місяць. Надалі ФРС почала згортати програму QE3 – на 10 млрд. дол. в місяць.

Загалом, QE3 мала позитивний вплив на економіку США. ВВП США зріс в другій половині 2013 р. до 3,5% з 1,75% у 2012 р. [50], а активізація ділової активності спричинила подальше зростання зайнятості (рівень безробіття у 2014-2017 рр. впав на 2% (рис. 2.4), було створено 5 млн. робочих місць).

В жовтні 2014 р. завдяки макроекономічним діям ФРС та уряду вдалось досягти запланованих цілей (знизити безробіття та утримати інфляцію). До березня 2014 р. програма викупу активів скоротилася до 65 млрд. дол. США [50]. Надалі програму викупу активів було закрито. Водночас, розмір процентної ставки збережено на рівні 0,25-0,4% річних аж до 2016 р. Відсоткова ставка у 2016-2019 рр. поступово була підвищена до 2,5 %.



**Рис. 2.4. Динаміка безробіття в США у 1999-2023 рр.**

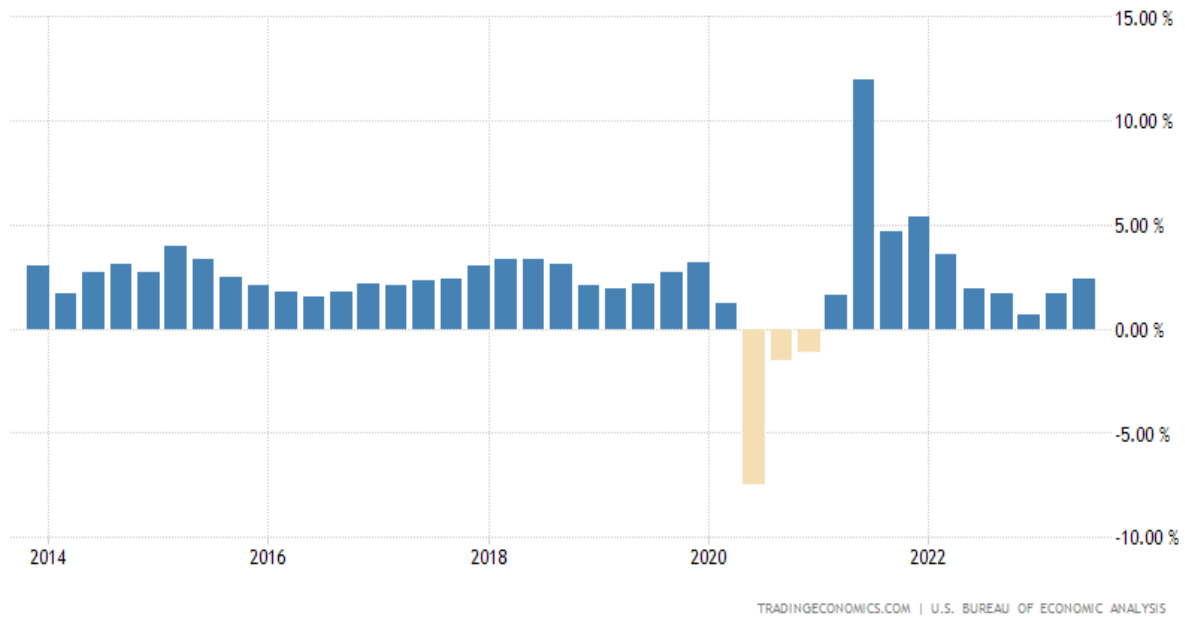
*Примітка.* Складено автором за даними [53].

У 2020-2021 рр. було запущено 4-й етап програми QE4. Він розпочався 15 березня 2020 р. з метою стимулювання економіки унаслідок спаду, спричиненого кризою COVID-19. Після обвалу ринку цінних паперів на тлі пандемії ФРС вирішила використати перевірений механізм реанімації економіки. ФРС знизила розмір процентної ставки практично до нуля (до 0,00-0,25%) і оголосила про запуск QE4 на 700 млрд. дол. У 2021 р. стало очевидно, цих заходів замало, тому ФРС вирішила розширити програму QE4.

У 2022-2023 рр. ФРС продовжила QE4, але з деякими змінами. У 2022 р. ФРС почала поступово скорочувати обсяги викупу активів, щоб підготуватися до підвищення процентних ставок. У 2023 р. ФРС повністю припинила програму і розпочала підвищення процентних ставок. 15 березня 2022 р. ФРС оголосила про продовження програми QE4 на 900 млрд. дол. до серпня 2022 р. (ФРС оголосила про початок поступового скорочення обсягів закупівлі активів). 1 лютого 2023 р. ФРС завершила програму QE4 і 15 березня підвищила процентну ставку на 0,25%. Програма QE4 мала значний вплив на економіку США. Вона допомогла підтримати ринки цінних паперів і запобігти дефолту уряду США. Однак QE4 також призвела до зростання інфляції, яка

досягла рекордного рівня в 2022 р. Наразі ФРС продовжує підвищувати процентні ставки, щоб стримувати інфляцію. Однак це може призвести до зниження економічного зростання за підсумками 2023 р.

Таким чином, 3-й і 4-й етапи програми QE мали позитивний вплив на ВВП США. І в 2014-2017 рр. і у 2021-2023 рр. темп зростання американського ВВП майже досяг докризових рівнів (рис. 2.5).



**Рис. 2.5. Темпи зростання ВВП США у 2012-2023 рр.**

*Примітка.* Складено автором за даними [53].

Початок XXI ст. позначився безпрецедентним зростанням імпорту. Вплив експансіоністської монетарної політики може сприйматись як протекціоністський. Для цього використані емітовані ФРС долари під час 4 етапів QE, які фактично не є підкріпленими золотовалютними резервами США. Водночас, тільки офіційних резервів у доларах США в інших країнах є на 5,5 трлн. дол. США (без врахування доларів, які є в обігу в економіці США, та доларів у формі приватних заощаджень, інвестицій тощо в інших країнах [50]). Це більш, ніж у 130 разів перевищує резерви самих США (станом на жовтень 2023 р. золотовалютні резерви США були 79,6 млрд. дол. (рис. 2.6)).

Відтак, відбулось зменшення частки доларів США у взаємних розрахунках багатьох країн, пов'язане з нестабільністю долара США. Це може

бути загрозою для фінансової безпеки США. Окрім цього, через такий стан платіжного балансу США фактично стала нацією-боржником.



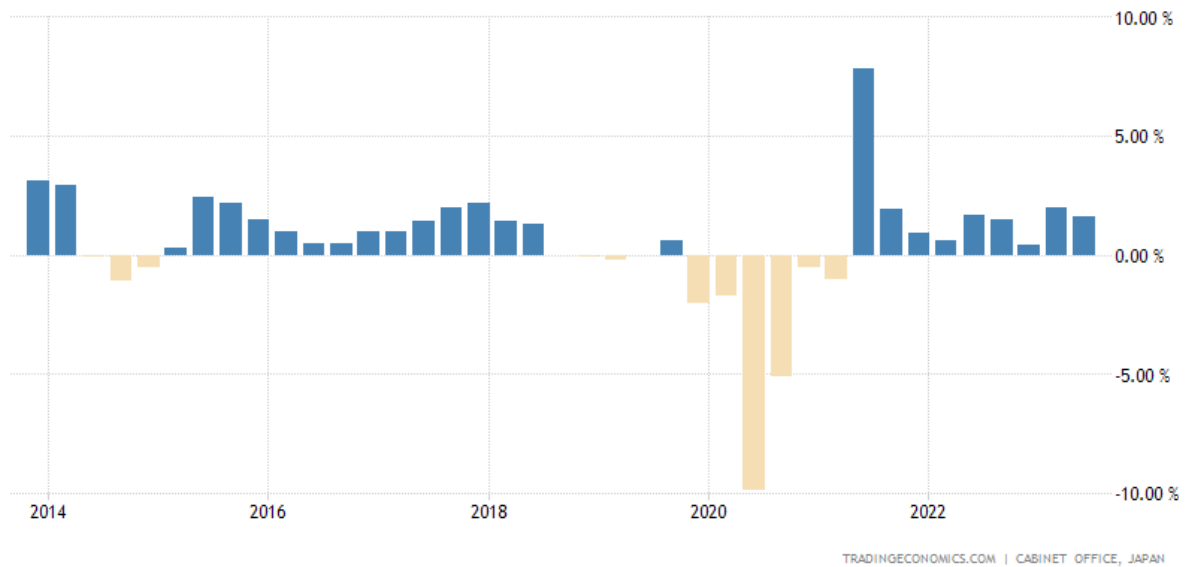
**Рис. 2.7. Золотовалютні резерви США у 2014-2023 рр., млн. дол. США**

*Примітка.* Складено автором за даними <https://tradingeconomics.com/united-states/foreign-exchange-reserves>

У 2023 р. США все ще задають тренд світової економіки, але все гірше справляються статусом країни-емітента світової резервної валюти, часто надаючи прерогативу подоланню внутрішньоекономічних проблем перед забезпеченням стабільності глобальної економіки.

## 2.2. Японія

Проаналізуємо грошово-кредитну політику Банку Японії, яка має як схожі, так і відмінні риси із монетарною політикою США. З кінця 1980-х років ВВП Японії повільно зростав. Починаючи з 2000-х рр. розпочався період стагнації. Темп спаду ВВП в 2008 р. становив 1,04%, а вже у 2009 р. – аж 6,5%. У 2007-2012 рр. відбувалось підвищення курсу японської єни, що тільки поглибило економічний спад. (рис. 2.8).



**Рис. 2.8. Темпи зростання ВВП Японії у 1984-2021 рр., %**

*Примітка.* Складено автором за даними [53].

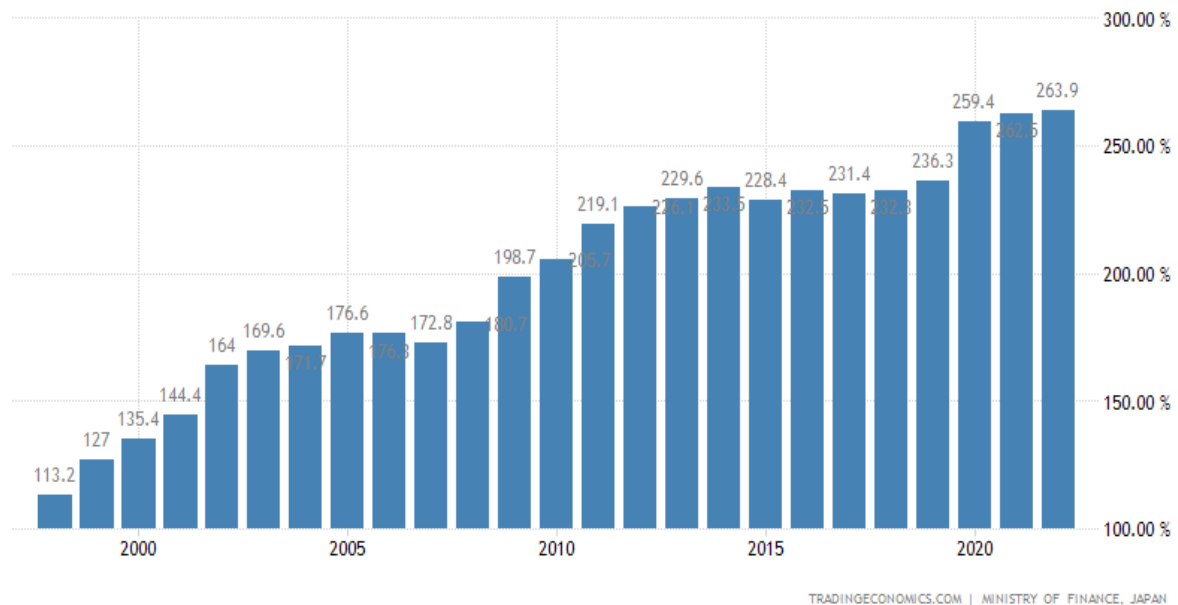
Ревальвації японської валюти в згаданий період сприяло підвищення попиту на неї, бо спантеличені світовою кризою 2007-2008 рр., японські інвестори повернули частину виведених капіталів у внутрішню економіку [6]. Укріпленню єни та поверненню виведених капіталів японських інвесторів також сприяли стимулюючі грошово-кредитні політики ЄЦБ і ФРС.

В умовах рецесії для підтримки конкурентоспроможності на світовому ринку та у відповідь на заходи QE, вжиті ЄС, Великобританією та США, Японією було розпочато велику стимулювальну монетарну політику. Так, у 2010-2011 рр. Банк Японії розпочав перший раунд QE (55 трлн. єн). Він не приніс бажаних результатів: рівень дефляції знизився, але досягти інфляції не вдалось; темпи спаду ВВП дещо скоротились до 2,1% та 2,55% у 2010 та 2011 рр. відповідно. Однак, криза Covid-19, дефляція і стагнація сприяли зростанню державного боргу Японії: якщо у 2008 р. він був 192% ВВП, то у 2020 р. досяг 266,2%.

У 2021-2023 рр. державний борг Японії продовжував зростати, досягнувши 277,5% ВВП у 2023 р. Це зростання було викликано декількома факторами, включаючи і війну в Україні. Війна в Україні призвела до



підвищення цін на енергоносії та інші товари, що спричинило зростання інфляції в Японії. Уряд Японії запровадив заходи для пом'якшення негативного впливу інфляції. Ці заходи збільшили видатки уряду і, відповідно, державний борг. Старіння населення призвело до зростання витрат на соціальні програми, такі як пенсії, медичне обслуговування та догляд за дітьми. Ці витрати також збільшили державний борг. Уряд Японії у 2023 р. продовжує проводити фіскальну політику пом'якшення, щоб підтримати економіку. Ця політика включає в себе традиційні зниження податків і збільшення видатків бюджету. Зниження податків зменшує надходження до бюджету, а збільшення видатків збільшує витрати уряду. Обидва ці фактори сприяють зростанню державного боргу. У 2022 р. уряд представив план скорочення державного боргу. Однак, як показує досвід минулих років, реалізація цього плану буде непростюю і у 2020-2023 рр. держборг Японії продовжував зростати (рис. 2.9).



**Рис. 2.9. Темпи зростання державного боргу Японії у 2000-2023 рр., у % до ВВП**

*Примітка.* Складено автором за даними [53].

У 2012 р. в Японії почалась нова антикризова політика – абеноміка, яка ґрунтувалась на трьох напрямках.

1. *Проведення активного QE* для того, щоб досягти темпу інфляції на рівні 2%. Для цього наприкінці 2012 р. Банком Японії розпочато велику програму монетарного стимулювання економіки (викуп активів і кредитування на 10 трлн. єн), яку уже в квітні 2013 р. було розширено до 70 трлн. єн, з жовтня 2014 р. – до 80 трлн. єн. Масштаби таких QE в японській економіці були дуже великі – тільки за 2014 р. Банком Японії було викуплено активів на суму 57% ВВП [50]. Перший етап QE запрацював уже у 2013 р. Відбулась суттєва девальвація єни щодо долара США (рис. 2.10).



**Рис. 2.10. Курс USD/JPY у 1997-2023 рр.**

*Примітка.* Складено автором за даними [53].

Курс USD/JPY за 2013 р. зріс з 86 до 104,95. За рік єна продемонструвала найслабшу динаміку щодо долара США з 1979 р.: 34 роки тому єна втратила 24% за рік. Загалом у 2013-2023 рр. єна відносно долара знизилась на 37%, (див. рис. 2.10), і це незважаючи на те, що ФРС США в цей час також проводив активну монетарну політику експансії. У 2021-2023 рр. Банк Японії продовжував проводити політику пом'якшення, щоб підтримати економіку, яка відновлювалася після кризи COVID-19. Вона призвела до зростання грошової маси в Японії. У 2023 р. грошова маса в обігу становила 139 трильйонів єн, що на 30% більше, ніж у 2020 р. У 2022 р. Банк Японії також

почав поступово скорочувати обсяги закупівлі активів. Це було зроблено для того, щоб підготуватися до підвищення процентних ставок. У 2023 р. Банк Японії припинив купувати корпоративні облигації і акції. У вересні 2023 р. Банк Японії підвищив процентну ставку на 0,25%. Це було перше підвищення процентної ставки з 2016 р. Банк Японії заявив, що продовжуватиме підвищувати процентні ставки у 2023-2024 рр., щоб стримувати інфляцію.

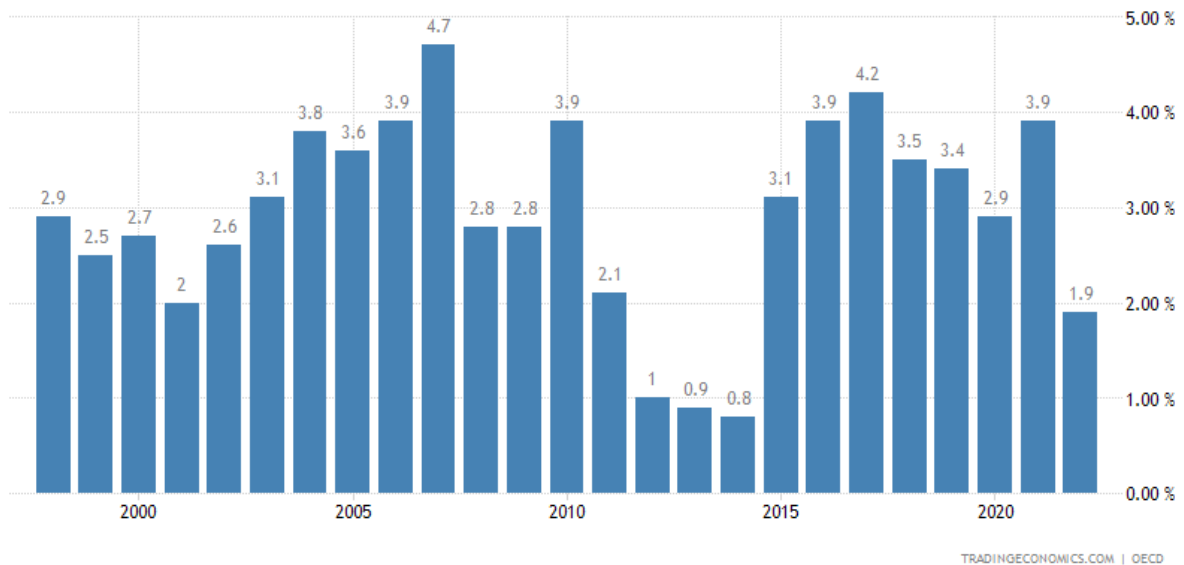
*2. Стимулювальна фіскальна політика*, яка полягала у збільшенні державних видатків до 2% ВВП. Вона також базувалась на скороченні податків з бізнесу, дерегуляції та лібералізації ринку праці. У 2013 р. державні видатки Японії склали 10 трлн. єн, у квітні 2014 р. – 5,5 трлн. єн та в грудні 2014 р. – ще 3,5 трлн. єн. Така стимулювальна фіскальна політика наростила державний борг. З метою зниження темпів зростання боргу, зросло фіскальне навантаження. Це ймовірно і спрацювало в контрнапрямку до решти заходів абеноміки. У квітні 2014 р. споживчий податок в Японії зріс з 5 до 8%, що скоротило обсяг споживання і могло спричинити рецесію. Відтак, подальше підняття податку до 10% було відкладено. Станом на початок 2023 р. його розмір залишився на рівні 8%.

*3. Проведення структурних реформ* в японській економіці. У 2014 р. уряд Абе оголосив початок реформ, серед яких реформа енергетичного сектору, лібералізація сільського господарства, трансформації в сфері охорони здоров'я та освіти тощо. Водночас, змінено засади інвестиційної стратегії пенсійного фонду Японії та запроваджено гендерноорієнтовані зміни до податкових стимулів.

Важливим стимулом до росту в японській економіці став виклик, що постав перед країною через створення Транс-Тихоокеанського партнерства (Trans-Pacific Partnership, далі – ТТП) – зони вільної торгівлі між Японією, США і 10 країнами Азіатсько-Тихоокеанського регіону. Переговори щодо створення ТТП завершилися у 2015 р. підписанням договору між США, Японією, Канадою, Австралією, Новою Зеландією, Сингапуром, Брунеєм, В'єтнамом, Малайзією, Чилі, Мексикою та Перу. Створення ТТП було одним

із пріоритетів абеноміки. Мета угоди ТТП - лібералізація торгівлі в регіоні, який нині є драйвером глобальної економіки. Міністри фінансів країн – учасниць ТТП домовились про укладення у майбутньому окремої угоди, що обмежуватиме використання валютних війн для підтримки національних економік [43]. У 2017 р. Д. Трамп підписав указ про вихід США з ТТП, а 11 учасників підписали нову Угоду про всеосяжне та поглиблене транстихоокеанське партнерство (СРТРР). У 2021-2023 роках СРТРР стала все більш важливою торговою угодою в Азійсько-Тихоокеанському регіоні. Угода знизила тарифи на товари та послуги між 11 країнами-учасницями, що призвело до зростання торгівлі та інвестицій. СРТРР також стала важливим інструментом для регіональної співпраці, сприяла вільному руху капіталу, послуг, людей та інформації. У 2022 р. СРТРР приєдналася Велика Британія, а в 2023 р. - Індонезія. СРТРР є важливим інструментом для торгівлі та розвитку в Азійсько-Тихоокеанському регіоні. Угода продовжує зростати і розвиватися, і вона, швидше за все, буде відігравати важливу роль у регіоні в майбутньому. Угода знизила тарифи на японські товари, що призвело до збільшення експорту та зростання зайнятості. Вона також сприяла інвестиціям в Японію. Компанії з інших країн-учасниць СРТРР стали інвестувати в Японію, щоб скористатися доступом до її ринку.

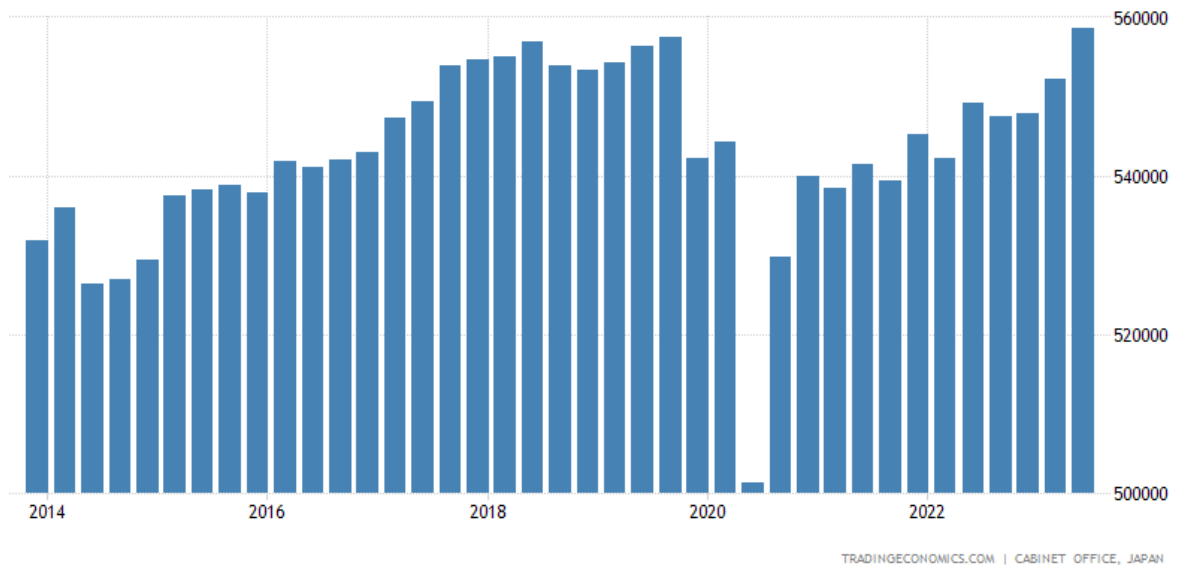
Зазначимо, що абеноміка є класичним прикладом стимулюючої політики, позаяк комбінує QE із фіскальним стимулюванням. Масштаби цієї політики були безпрецедентними. Лише за 2013-2014 рр. монетарну базу країни було подвоєно. У 2015 р. експорт зріс на 2,3% (до ВВП) і в 2016-2017 р. – більше 4 %. У 2018-2020 рр. зберігались сталі темпи його зростання. Імпорт країни також продовжував стрімке зростання. Однак, якщо у 2009-2011 рр. ключовим тригером його зростання була ревальвація єни, що приваблювало імпорتنі товари на японський ринок, то у 2011-2022 рр., вагому частку в японському імпорті займають енергоресурси (внаслідок аварії на Фукусімській АЕС). Девальвація курсу єни мала суттєвий вплив на поживлення експорту, який кардинально змінив тренд у 2015 р. (рис. 2.11).



**Рис. 2.11. Рахунок поточних операцій платіжного балансу Японії у 2000-2023 рр., у % до ВВП**

*Примітка.* Складено автором за даними [53].

Незважаючи на ревальвацію єни в 2010 р. посилення кризових явищ в Японії призвело до скорочення ППІ в країну (в 2013 р. ППІ навіть досягли від'ємного значення). У 2014-2020 рр. приплив інвестицій відновився, що пов'язано з тим, що абеноміка сприймалася як політика структурних змін в економіці та модернізації. Це підтверджує аналіз ВВП Японії, динаміка якого у 2016-2020 рр. характеризувалась зростанням. І лише криза Covid-19 зупинила цей тренд. Впродовж 2021-2023 рр. ВВП Японії роках зріс на 4,9%, 3,6% та 2,5% відповідно. Цей зростання було в основному зумовлене відновленням економіки після пандемії COVID-19, а також зростанням торгівлі та інвестицій. У 2021 році ВВП Японії становив 576 848 млрд. єн. У 2022 році ВВП Японії зріс до 602 659 млрд. єн. У 2023 році ВВП Японії становив 625 175 млрд. єн. (рис. 2.12). Зростання ВВП Японії у 2021-2023 рр. було найбільшим за останні 10 років. Очікується, що ВВП продовжуватиме зростати впродовж 2024 р. Однак темпи зростання, швидше за все, будуть нижчими, ніж у 2021-2023 рр. Це пов'язано з такими факторами, як зменшення стимулів уряду, посилення інфляції, потенційні торгові війни.



**Рис. 2.12. Динаміка ВВП Японії у 2012-2021 рр., млрд. єн**

*Примітка.* Складено автором за даними [53].

Отже, заходи монетарного стимулювання економіки не дали бажаних наслідків для японської економіки. У 2015-2020 рр. рівень інфляції залишається дуже низьким (лише 0,5%), а державний борг становить 250% ВВП [50]. Вплив абеноміки є відчутним на міжнародному рівні: КНР уже звинувалила Японію за розпочаті валютні війни. Відтак, валютна політика Японії має як стабілізаційні, так і неопротекціоністські риси. Глибока рецесія в японській економіці та дефляція роблять її стабілізаційною. Утім, розглядаючи абеноміку в контексті валютних війн, бачимо, що вона має риси оборонної, адже впроваджувалась у відповідь на QE США та Великобританії.

### 2.3. Європейський Союз

Інтеграція у валютний союз і створення Європейського Центробанку (ЄЦБ) вплинуло на зміну структури глобального фінсектору. Євро виявився першою валютою, яка могла б стати альтернативою долару США.

Проаналізуємо монетарну політику ЄЦБ у 2008-2021 рр. Світова фінансова криза мала негативний вплив на економіку ЄС. Обсяг експорту ЄС скорочувався значно швидшими темпами, ніж ВВП (у 2008-2009 рр. він зменшився майже на 20%). У 2009 р. ЄЦБ розпочав активну монетарну

політику експансії. Перший раунд QE на 60 млрд. євро тривав до початку 2011 р. [54]. ЄЦБ було прийнято рішення здійснити цільову політику експансії на ринку державних та приватних боргових цінних паперів ЄС. Ці заходи мали вживатися разом із діями урядів країн Єврозони, спрямованих на проведення бюджетної консолідації. Першу програму QE закінчено наприкінці 2012 р. Її обсяг сягнув 130,6 млн. євро.

В рамках програми QE у 2010 р. ЄЦБ та МВФ домовилися про кредит для Греції у розмірі 110 млрд. євро, Португалії на 78 млрд. євро, Ірландії - 85 млрд. євро. Умовами кредитування були дуже жорсткі заходи фіскальної економії та структурні реформи. Також було ухвалено рішення про пакет антикризових нових заходів QE, серед яких списання 50% боргів Греції.

Не маючи можливості провести девальвацію валюти чи знизити облікові ставки, членам Єврозони не залишалось інших шляхів подолання кризи, окрім як проводити політику протекціонізму, підвищити податки. Такі умови викликали невдоволення і протести у Греції. Жорстка економія спричинила активізацію лівих рухів, зростання популізму (почалися розмови про вихід Греції із ЄС), що ще більше ускладнювало ситуацію [6].

ЄЦБ тривалий час (до 2011 р.) відмовлявся від введення масштабного QE на користь збереження сильного євро, намагаючись поживавити економіку Єврозони та подолати боргову кризу її проблемних членів низькими відсотковими ставками та розширеними пакетами програм кредитування. Позаяк ці заходи не приносили бажаних результатів, наприкінці 2011 р. ЄЦБ було розпочато другий раунд QE2 (на 16,4 млрд. євро). Він тривав до жовтня 2012 р. Було розпочато масштабну програму кредитування банків ЄС. Утім, це не врятувало економіку ЄС. Державний борг країн ЄС все одно зріс до 84,9% ВВП, рівень безробіття також зріс з 9,8% у грудні 2011 р. до 10,7% у 2012 р. Криза у Греції поглиблювалась, тому в лютому 2012 р. було відкрито другу кредитну лінію для країни обсягом 130 млрд. євро.

В рамках програми QE2 ЄЦБ розробив механізм підтримки кризових банків без посередництва центральних банків країн-членів ЄС. Та навіть такі заходи стимулювальної політики QE ЄС не принесли бажаних результатів.

Через те, що девальваційна політика США зустрічала у відповідь аналогічні політики країн ЄС, курс EUR/USD упродовж останньої декади коливався в доволі широкому коридорі (1,05-1,55). Перманентні девальвації долара США змінювались девальваціями євровалюти (рис. 2.14).



**Рис. 2.14. Співвідношення EUR/USD у 2000-2023 рр.**

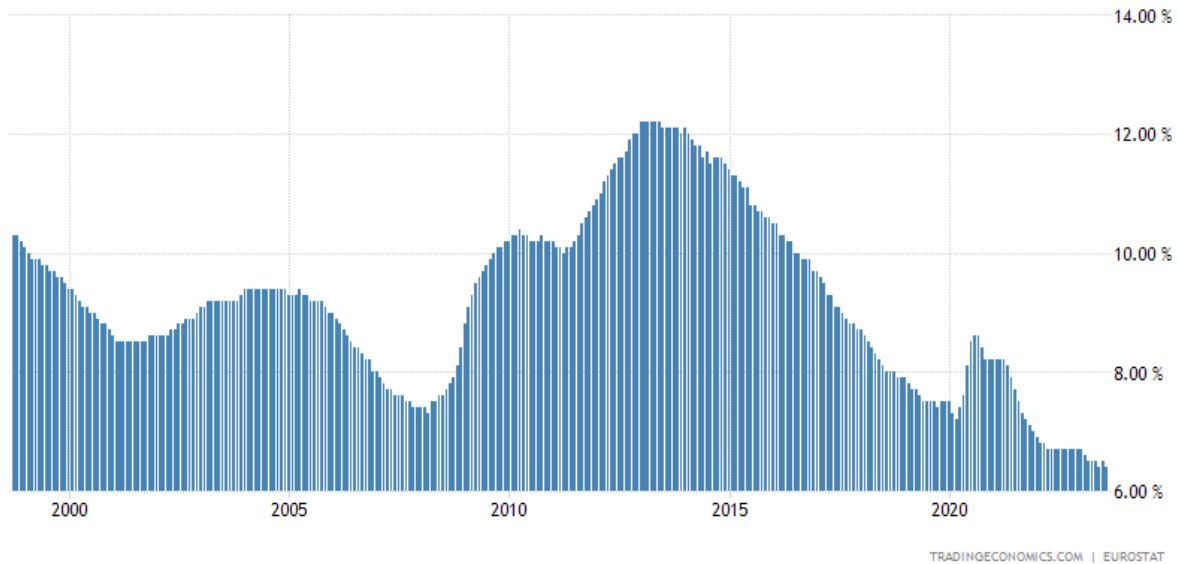
*Примітка.* Складено автором за даними [53].

Внаслідок QE ФРС США у 2008-2009 рр. долар суттєво здевальмував щодо євро. Однак внаслідок проведення QE1 ЄЦБ сприяв послабленню євро щодо американського долара. У 2010-2015 рр. спостерігалось почергове плавне зростання євро і долара США. Це пов'язано з проведенням ФРС і ЄЦБ заходів QE. У 2015-2020 рр. коливання курсу EUR/USD стабілізувались.

Ревальвація європейської валюти і зростання держборгу змусило країни ЄС шукати інші шляхи стимулювання економіки, а саме - проведення фіскальної девальвації. Згаданий протекціоністський механізм не суперечить правилам СОТ. Здійснення у 2011-2014 рр. фіскальної девальвації було однією із рекомендацій політики експансії для Франції, Латвії, Італії, Бельгії, Німеччини, Португалії та Іспанії [6]. Утім, лише Франція та Іспанія фактично



її виконали. Однак, рівень безробіття в ЄС почав знижуватись лише наприкінці 2014 р. Упродовж 2014-2020 рр. рівень безробіття поступово знижувався. У грудні 2019 р. був найнижчий показник (7,2%) в ЄС за останнє десятиріччя (рис. 2.15).



**Рис.2.15. Рівень безробіття країн Єврозони у 2000-2023 рр., %**

*Примітка.* Складено автором за даними [53].

Криза COVID-19 у 2020 році внесла свої корективи на ринку праці. У липні 2020 р., коли більшість країн ЄС послабили карантинні обмеження, рівень безробіття за даними Євростату у Єврозоні склав 7,9%. Тоді як в червні він становив 7,7%. В липні 2020 р. 15,2 мільйона мешканців ЄС, з яких більше 12 млн. у Єврозоні, були безробітними. Нерівномірним був рівень безробіття в рамках самої Єврозони. Так, в Іспанії рівень він склав аж 15,8%, в Італії - 9,7%, у Франції – 7,0 %, в Німеччині – лише 4,4%.

У кінці 2020 р. – січні 2021 р. під тиском показника високого рівня безробіття, у ЄЦБ вдалися до післякризового досвіду 2008 р., було розпочато монетарну політику експансії. Вона була крайнім заходом, якого ЄЦБ намагався уникнути для стабілізації економічної ситуації Єврозони після глобальної кризи COVID-19. У 2020 р. рівень безробіття в Єврозоні зріс до 7,9%, що було найвищим показником з 2014 р. Цей зростання було зумовлене закриттям підприємств і обмеженням економічної активності. У 2021 р. рівень

безробіття в євросоні почав знижуватися. У грудні 2021 р. він становив 7,3%, що було на 0,6% нижче, ніж у грудні 2020 р. Це зниження було зумовлене відновленням економіки після пандемії. У 2022-2023 рр. рівень безробіття в ЄС продовжував знижуватися. У грудні 2022 р. він становив 6,8%, що було на 0,5% нижче, ніж у грудні 2021 року. Це зниження було зумовлене подальшим відновленням економіки, а також прийняттям заходів урядами країн ЄС для підтримки зайнятості. У червні 2023 р. рівень безробіття він становив 6,6%, що було на 0,2% нижче, ніж у червні 2022 р.

Монетарна політика ЄЦБ не призвела до відновлення в зоні після глобальної кризи COVID-19. У 4 кв. 2020 р. ВВП Євросони розпочав спадати, що тривало до III кв. 2021 р. У 2020 р. ВВП Євросони скоротився на 6,8%, що було найнижчим показником з 1945 року. (рис. 2.13).



**Рис. 2.13. Динаміка ВВП країн Євросони у 2020-2023 рр., %**

*Примітка.* Складено автором за даними [53].

Динаміка ВВП Євросони у 2021-2023 рр. була позитивною. ВВП Євросони зріс на 5,3% у 2021 р., на 4,6% у 2022 р. та на 2,5% у 2023 р. Це зростання було зумовлене відновленням економіки після пандемії COVID-19, а також зростанням торгівлі та інвестицій. Основними чинниками, що вплинули на динаміку ВВП Євросони у 2021-2023 роках, було відновлення економіки після пандемії COVID-19. У 2022 р. ЄС прийняв також пакет

економічних стимулів у розмірі 750 млрд. євро. Очікується, що економіка Єврозони продовжуватиме зростати в 2024 році. Утім темпи зростання, швидше за все, будуть нижчими, ніж у 2023 році.

Не зважаючи на позитивну динаміку економіки ЄС, на ринку FOREX євро і надалі частково втрачає свої позиції. Скорочення довіри до євро впродовж останніх років пояснюється внутрішніми проблемами єврозони, пов'язаними із дефолтом Греції, складним станом економік Італії, Ірландії, Іспанії. У період пандемії COVID-19, коли найбільші торговельні партнери ЄС – США, Японія, Китай, активно здійснювали QE для стимулювання власних економік і посилення конкурентних позицій, для окремих урядів країн ЄС такий інструмент в рамках існування монетарного союзу і спільної валюти не є доступним.

## **Висновки до розділу 2**

Проведений аналіз особливостей та результативності девальваційних політик для економік розвинутих країн дав змогу зробити низку висновків:

по-перше, незважаючи на те, що чимало країн ставлять під сумнів стабільність долара, критикують монетарні заходи ФРС США, ступінь монополії долара США як у світовій торгівлі, так і на міжнародному валютному ринку є допоки непохитним. Девальваційні заходи та політики QE ФРС США у 2008-2022 рр. були націлені як на подолання структурних криз в економіці, подолання наслідків пандемії, підвищення конкурентноспроможності американських виробників на світовому ринку;

по-друге, валютна політика Японії упродовж останніх 20 років мала як стабілізаційні, так і неопротекціоністські атрибути. Глибока рецесія в японській економіці (заходи монетарного стимулювання економіки не дали бажаних наслідків) та дефляція (рівень інфляції у 2015-2022 рр. склав лише 0,5%) роблять її стабілізаційною. Розглядаючи абеноміку в контексті валютних війн, бачимо, що вона має риси оборонної, адже впроваджувалась у відповідь

на QE США та ЄС. Утім КНР уже звинуватила Японію за розпочаті валютні війни;

по-третє, ЄЦБ тривалий час (до 2011 р.) відмовлявся від введення масштабного QE на користь збереження сильного євро, намагаючись пожвавити економіку ЄС низькими відсотковими ставками та розширеними пакетами програм кредитування;

по-четверте, у період пандемії COVID-19, коли торговельні партнери ЄС – США, Японія, Китай, активно здійснювали QE для стимулювання власних економік і посилення конкурентних позицій на світовому ринку, для урядів країн ЄС такий інструмент в рамках існування монетарного союзу і спільної валюти не є доступним. Не маючи можливості провести девальвацію валюти чи знизити облікові ставки, членам Єврозони не залишалось інших шляхів подолання кризи, окрім як проводити політику протекціонізму, стимулювати зростання норми заощаджень, розширювати податки і державні видатки.

### Розділ 3

## ПРОБЛЕМИ ТА ШЛЯХИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ВАЛЮТНО-КУРСОВОЇ ПОЛІТИКИ ДЛЯ ПІДВИЩЕННЯ ГЛОБАЛЬНОЇ КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОСТІ ЕКОНОМІКИ КРАЇН, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ

### 3.1. Аналіз тенденцій та оптимізація валютно-курсової Китайської Народної Республіки

Упродовж 1970-х-2000 рр. КНР перетворилась в одного із ключових гравців глобальної економіки, кинувши виклик США. За цей час КНР вдалось стати другим за величиною виробником, найбільшим експортером та акумулювати найбільші золотовалютні резерви в світі. Монетарна політика КНР мала вплив на створення сприятливих умов для розвитку економіки. Режим курсоутворення, що діяв в КНР у 2005-2020 рр. – прив'язка до кошика валют. Для утримання цільового курсу юаню щодо долара США та інших світових валют, урядом КНР введено контроль за рухом капіталу, а також розпочато купівлю доларів та активів у доларах.

Для дослідження впливу каналу трансмісійного механізму у валютній сфері на макроекономічні показники КНР (ВВП, інфляцію, торговельний баланс, золотовалютні резерви) виділимо три періоди:

1. Перший період валютної політики КНР - девальвація переоціненого раніше юаня. У кінці 1970-х років Китаєм було розпочато поступову девальвацію. Валюта КНР подешевшала майже у 6 раз (з 1,5 юаня за долар у 1980 р. до 8,62 у 1994 р.). Звісно, є сумніви, що курс USD/CNY у цей період був ринковим. Утім здешевлення мало відбутись, бо до початку проведення політики реформ курс CNY був завищеним для стримування китайських експортерів. Цей етап валютної політики КНР також характеризувався зростанням: ВВП зріс у 2,5 рази в 1980-1995 рр. (з 177 до 441 млрд. дол.

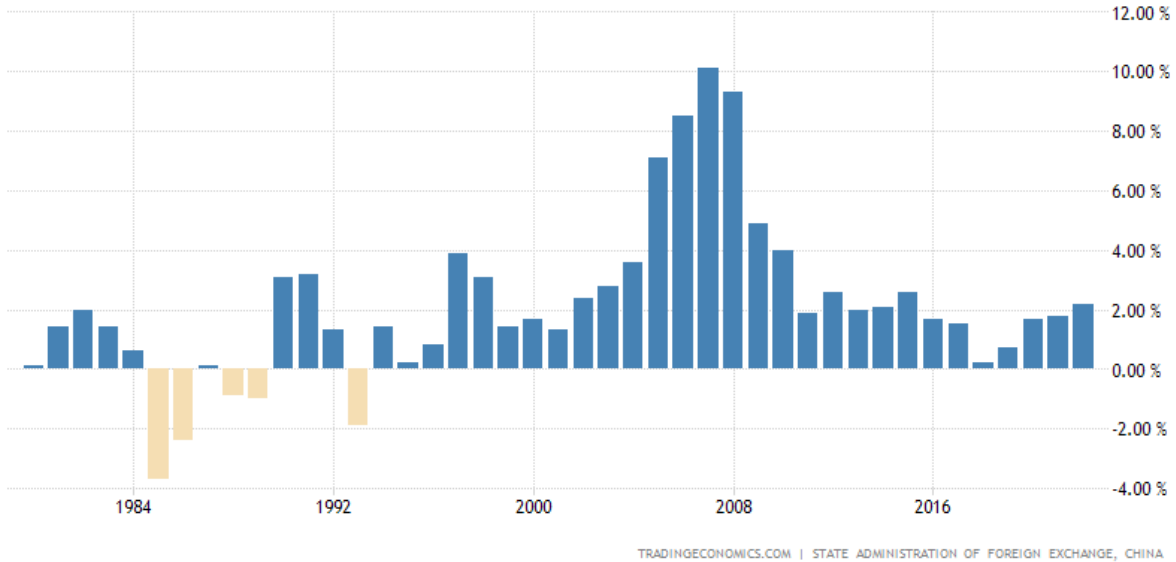
США). Зростання ВВП спостерігалось щороку, окрім 1986-1988 рр., коли була перша в КНР інфляційна криза (рис. 2.16).



**Рис. 2.16. Темпи зростання ВВП КНР у 1989-2023 рр., %**

*Примітка.* Складено автором за даними <https://tradingeconomics.com/china/gdp-growth-annual>

Перша декада реформ економіки Китаю характеризувалось дефіцитним торговельним балансом незважаючи на девальвацію юаня (рис. 2.17).

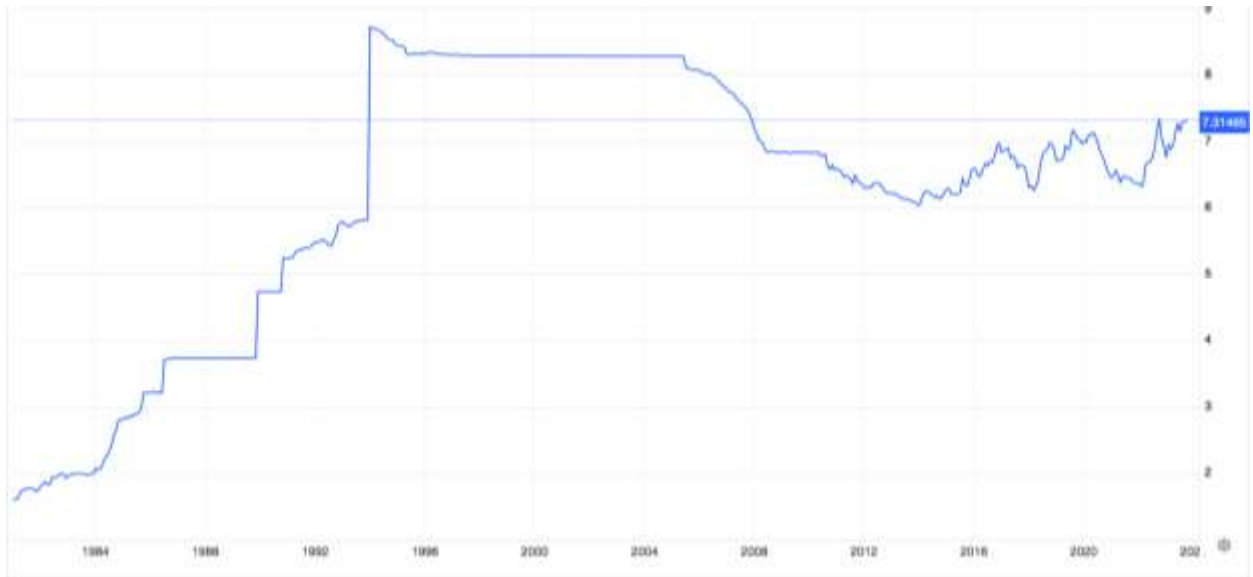


**Рис. 2.17. Відношення рахунку поточного балансу до ВВП КНР у 1980-2022 рр., %**

*Примітка.* Складено автором за даними <https://tradingeconomics.com/china/current-account-to-gdp>

Водночас в цей період зростали обсяги імпорту для модернізації економіки КНР. Аналізуючи динаміку торговельного балансу Китаю (рис. 2.17) видно, що з 1990 р. виробництво і експорт постійно зростали. Це був початок неймовірного тридцятирічного зростання КНР.

Другим періодом політики у валютній сфері КНР стала незначна ревальвація з 8,62 юань за дол. у 1994 р. до 8,27 за дол. у 1998 р. і збереження на цьому рівні до 2005 р. (рис. 2.18).



**Рис. 2.18. Курс USD/CNY у 1982-2023 рр.**

*Примітка.* Складено автором за даними [53].

ВВП КНР продовжував активно зростати: якщо у 1980-1994 рр. він зріс на 250%, то у 1995-2005 рр. зростання було більше 340%. Річні темпи зростання ВВП КНР становили у середньому 9-13%, (найнижчий показник у 2000 р. – 5,9%, а найвищий – у 1993 р. – 15,6% ).

Під впливом девальвованого юаню, а також знаходження КНР свого місця у глобальній економіці, торговельний баланс КНР з 1997 р. був хоч і незначний за обсягом, але стабільно профіцитний, продовжує нарощувати сальдо, яке станом на січень 2006 р. досягло 9,65 млрд. дол. ЗВР центрального банку КНР продовжували зростати: лише у період 1994-2006 рр. ЗВР зросли більше, ніж у 37 раз (з 34 до 818,9 млрд. дол.). Саме таке масштабне зростання міжнародних резервів КНР, як і зростання ВВП, викликало обурення

міжнародної спільноти. Основні контрагенти Пекіна вважали, що вартість юаню є надто зниженою. Відтак, Народним Банком КНР було розпочато наступний етап у валютній сфері – ревальвація CNY.

3. Третім етапом у валютній сфері КНР було проведення ревальвації CNY під тиском світової спільноти, яка відбувалась двічі у 2005-2008 рр. і в 2010-2013 р., після чого Китай провів незначну девальвацію CNY у 2014-2016 рр. Хвиля обурення партнерів КНР його динамічним економічним зростанням, а також нарощенням ЗВР КНР призвело до плавної ревальвації CNY в 2005 р. Втім, коли стали очевидними результати кризи глобальної економіки, урядом КНР було призупинено ревальвацію юаню у липні 2009 р. на рівні 6,83 юань за 1 дол. США. Курс CNY утримувався на цьому рівні до червня 2010 р. (із незначними відхиленнями). Це було здійснено для зменшення негативного впливу посткризового скорочення продажу товарів, робіт, послуг КНР в світовій економіці. З червня 2010 р. ревальвацію CNY було відновлено, і тривала вона до січня 2014 р. На початку 2023 р. курс USD/CNY становить 7,31. Таким чином, з 2005 р. юань подешевшав майже на 20% [37].

У 2005 р., крім початку ревальвації юаню відбулись ще деякі зміни у валютній сфері КНР. Так, у липні 2005 р. курс CNY було відв'язано від долара США та здійснено прив'язку до кошика валют, до складу якого ввійшли: долар США, євро, єна та південнокорейський вон [11]. Народний банк КНР у серпні 2015 р. заявив про перехід до вільного курсоутворення CNY як перший крок до отримання статусу резервної валюти. Втім, такий статус юаню буде нелегко набути через існування низки слабких місць (додаток В).

Незважаючи на те, що у 2005-2014 рр. таки проводилась плавна девальвація CNY у валютній сфері, він вважається переоціненим. Золотовалютні резерви КНР на початок 2015 р. сягнули 4 трлн. дол. США. У 2015-2016 і 2020-2021 рр. КНР продовжувала проводити плавну девальвацію. Це було зроблено для того, щоб зробити китайські товари більш конкурентоспроможними на світовому ринку. У 2016 р. Китай відмовився від прив'язки юаня до долара США і у 2017-2018 рр. почав зменшувати свої



золотовалютні резерви. Це було зроблено для того, щоб підтримати економіку Китаю, яка переживала період уповільнення зростання. До 2023 року золотовалютні резерви коливалися в районі 3 трлн. дол. США. (рис. 2.19).



**Рис. 2.19. Золотовалютні резерви КНР у 2012-2022 рр., млн. дол. США**

*Примітка.* Складено автором за даними <https://tradingeconomics.com/china/foreign-exchange-reserves>

Політика недооцінки CNY у валютній сфері є непрямую субсидією китайським експортерам, що де-факто є захисним тарифом на імпортні товари, що ввозяться до КНР. Вона підриває виробництво глобальної економіки, змушуючи його виготовляти лише ті види товарів, робіт, послуг, що не можуть скласти конкуренцію дешевим китайським аналогам. Це призводить до зростання безробіття у рамках глобальної економіки. 2020-2021 рр. характеризуються повзучою ревальвацією CNY щодо кошика валют, що відбувалась на вимогу торговельних партнерів країни, які погрозили ввести санкції проти дешевого китайського експорту товарів, робіт, послуг, що підриває їхнього національного виробника. Сучасний етап валютної політики КНР починаючи з 2022 р. характеризується посиленням контролю над валютою. Це пов'язано з декількома факторами, включаючи посилення інфляції в КНР (інфляція у 2023 р. досягла 8,6%, що є найвищим показником за останні 25 років). Війна в Україні також призвела до зростання цін на енергоносії та інші товари, що також сприяло зростанню інфляції в КНР.

Торгові війни між Китаєм і США продовжують створювати невизначеність у світовій економіці, що також може призвести до зростання інфляції в Китаї. У відповідь на ці фактори Китайський народний банк посилив контроль над валютою. Він встановив нижню межу для курсу юаня, що ускладнило його девальвацію, а також збільшив продажі долара США на валютному ринку, що також сприяло зміцненню юаня. У результаті цих заходів курс юаня дещо ревальвував у 2022 р. У липні 2023 р. курс юаня до долара США становив 7,31 юанів за долар США.

Це посилення контролю над валютою викликало критику з боку деяких торговельних партнерів КНР, які стверджують, що це порушує принципи вільної торгівлі. Однак КНР запевняє, що ці заходи необхідні для забезпечення макроекономічної стабільності в Китаї. Таке посилення контролю над валютою може мати кілька наслідків для економіки КНР. З одного боку, це може допомогти КНР боротися з інфляцією. З іншого боку, це може зробити китайські товари менш конкурентоспроможними на світовому ринку.

### **3.2. Оцінка викликів девальвації гривні та основні антикризові заходи стабілізації курсу національної валюти**

**Оцінка** викликів девальвації гривні є важливим завданням, бо під час нестабільності головною необхідністю є аналіз тенденцій для вироблення заходів адекватної політики щодо стабілізації існуючої ситуації на валютному ринку.

Дослідивши динаміку курсу гривні до долара США та євро бачимо, що у 2013-2022 рр. спостерігаємо тенденцію знецінення національної валюти, яке розпочалося в лютому 2014 р. (рис. 3.1).



**Рис. 3.1. Динаміка курсу гривні до іноземних валют у 2013-2022 рр.**

*Примітка.* Складено автором за даними НБУ.

Варто відзначити різку зміну курсу гривні до іноземних валют, що відбулася в 2014, 2015, 2018 рр. Після цього, гривня на короткий термін несуттєво укріпилася та утримувала темп зростання до 2020 р. Утім, така ситуація протрималася не довго, і вже в 2020 р. унаслідок коронакризи знову розпочалася девальвація. У 2022-2023 рр. гривня зазнала значної девальвації. Це було пов'язано з вторгненням росії. Війна в Україні призвела до зростання цін на енергоносії та інші товари, що також сприяло зростанню інфляції в Україні. Україна втратила значну частину своїх міжнародних резервів унаслідок війни, в Україні зріс попит на іноземну валюту, що також сприяло девальвації гривні.

У результаті цих факторів курс гривні до долара США зріс з 28,5 грн/USD у грудні 2021 р. до 32,0 грн/USD у грудні 2022 р. Уряд України у 2022-2023 рр. вжив ряд заходів для стабілізації курсу гривні, включаючи: запровадження валютних обмежень (Уряд встановив максимальний обсяг продажу валюти фізичним особам на рівні 30 тис. грн на місяць), збільшення облікової ставки НБУ (з 10% до 25%, щоб зробити гривню більш привабливою

для інвесторів), проведення аукціонів з продажу валюти НБУ проводить щоденні аукціони з продажу валюти, щоб підтримати курс гривні). Ці заходи допомогли стабілізувати курс гривні у 2023 р., однак він залишається на низькому рівні.

Стосовно випадку України аналізуючи причини девальвації національної валюти, варто врахувати, що Україна є країною з сировинною економікою. Її ВВП залежить від рівня зовнішніх цін основних напрямів експорту (метал, руда, зернові). Війна з Росією на сході, де розташована велика частка промислових підприємств, також призвела до скорочення експортної виручки [14; 23]. Скорочення притоку ПІІ, негативні ділові очікування, валютні війни, зростання витрат на обслуговування держборгу, пандемія, сезонні та психологічні фактори тощо – все це відносимо до факторів девальвації національної валюти.

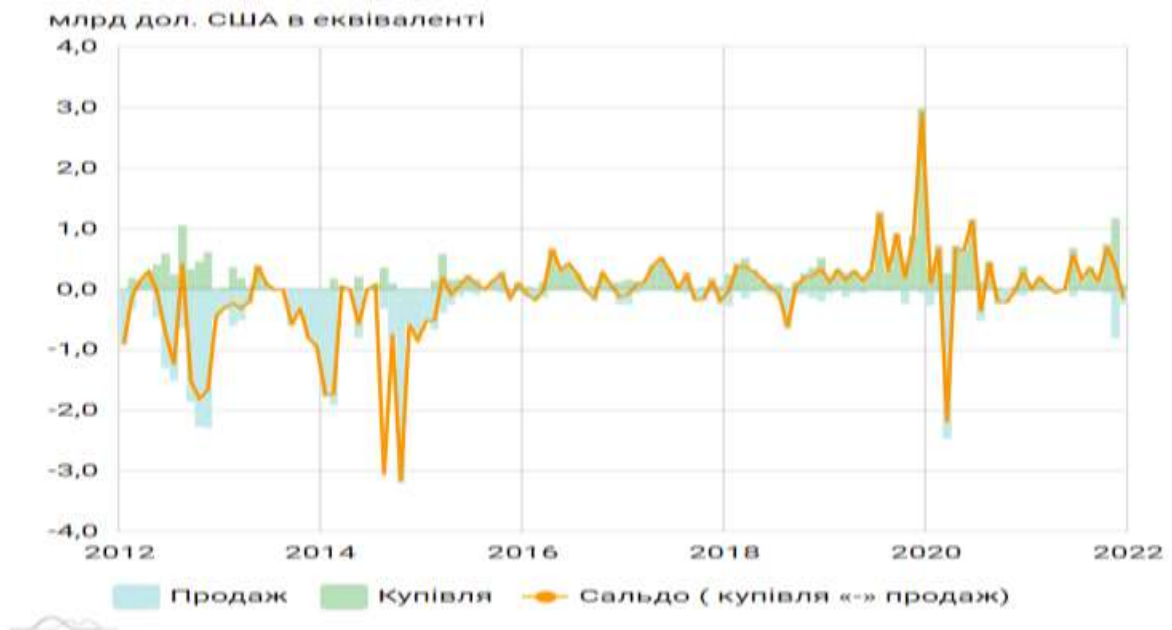
Девальвація гривні має і позитивні моменти, до яких віднесемо:

- 1) зростання боротьби на внутрішньому ринку за споживача, що проявлятиметься у появі якісної продукції (робіт, послуг);
- 2) здорожчання імпорту, що призводить до його витіснення з внутрішнього ринку, що сприятиме прибутковості українських підприємств;
- 3) пошук нових можливостей, наприклад, енергомодернізація.

При дослідженні основних антикризових заходів стабілізації курсу національної валюти окремої уваги заслуговує оцінка валютних інтервенцій НБУ у 2012- 2022 рр. (рис. 3.2).

Валютні інтервенції виконують допоміжну роль щодо основного інструменту монетарної політики – процентної ставки. Проаналізувавши дані рис. 3.2 зазначимо, що у 2013-2015 рр. відбулося їхнє зростання, а у 2016-2019 рр., на зміну зростанню, прийшов значний спад цього показника. У 2020 р. валютні інтервенції проводилися для згладжування коливань валютного ринку і накопичення ЗВР, що відповідало завданням, визначеним у Стратегії валютних інтервенцій НБУ на 2016–2020 рр. [20]. Здійснюючи інтервенції у 2018-2021 рр., НБУ згладжував надмірну волатильність курсу гривні, яка

могла призвести до зовнішньоекономічних перекосів і зашкодити зростанню економіки.

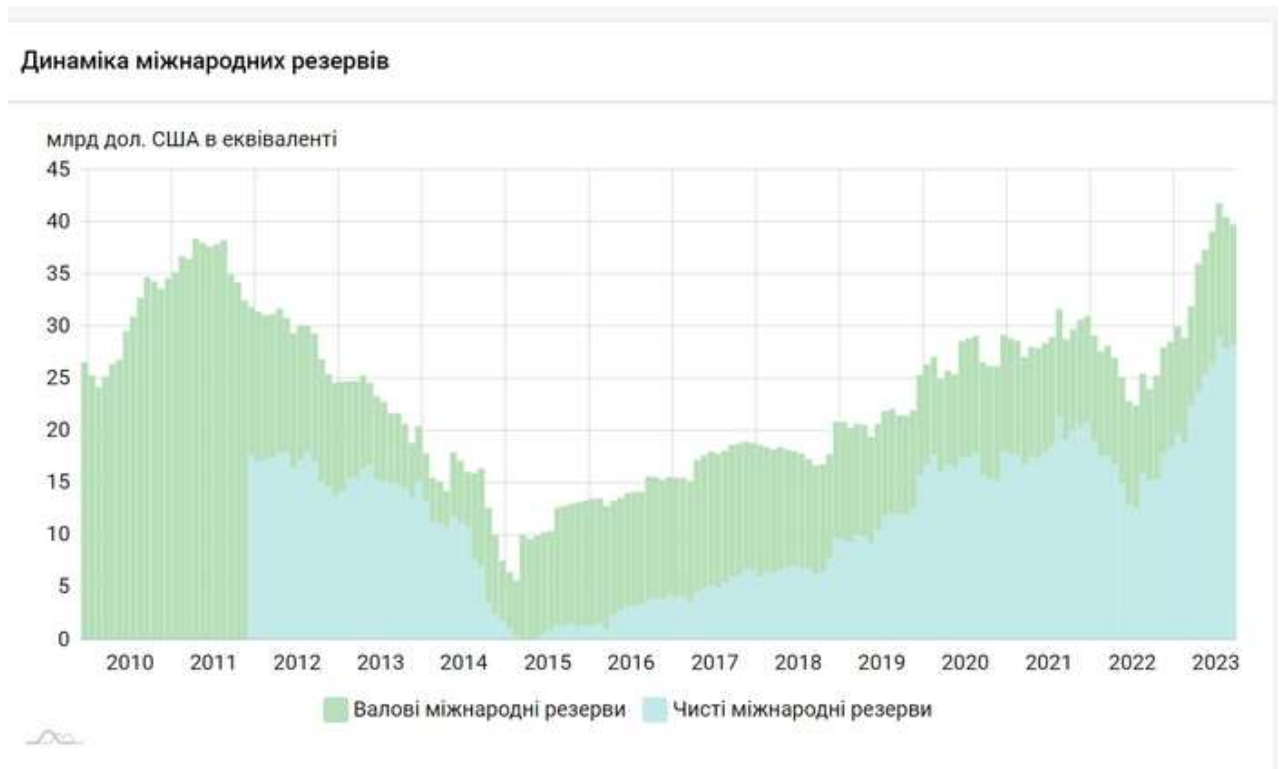


**Рис. 3.2. Обсяг валютних інтервенцій НБУ у 2012-2022 рр.**

*Примітка.* Складено автором за даними НБУ [51].

Після шоку на валютному ринку у I кв. 2020 р., що виник через кризи COVID-19, а також після відновлення витрачених НБУ для стабілізації ситуації на ринку ЗВР у 2021 р. обсяги валютних інтервенцій НБУ істотно сповільнилися. У 2022 р. через війну провів валютні інтервенції на загальну суму 37,3 млрд доларів США. Це є найбільшим обсягом валютних інтервенцій НБУ за всю історію. Основною метою валютних інтервенцій НБУ було стабілізувати курс гривні, який різко девальвувався унаслідок війни в Україні. У першому півріччі 2022 р. НБУ проводив валютні інтервенції на суму 23,3 млрд. доларів США. У II півріччі 2022 р. НБУ проводив валютні інтервенції на суму 14,0 млрд доларів США.

Аналіз тенденцій для вироблення заходів адекватної політики щодо стабілізації існуючої ситуації на валютному ринку України потребує оцінки стану та обсягів золотовалютних резервів (ЗВР). Динаміку обсягів ЗВР НБУ у 2013-2023 рр. подано на рис. 3.3.

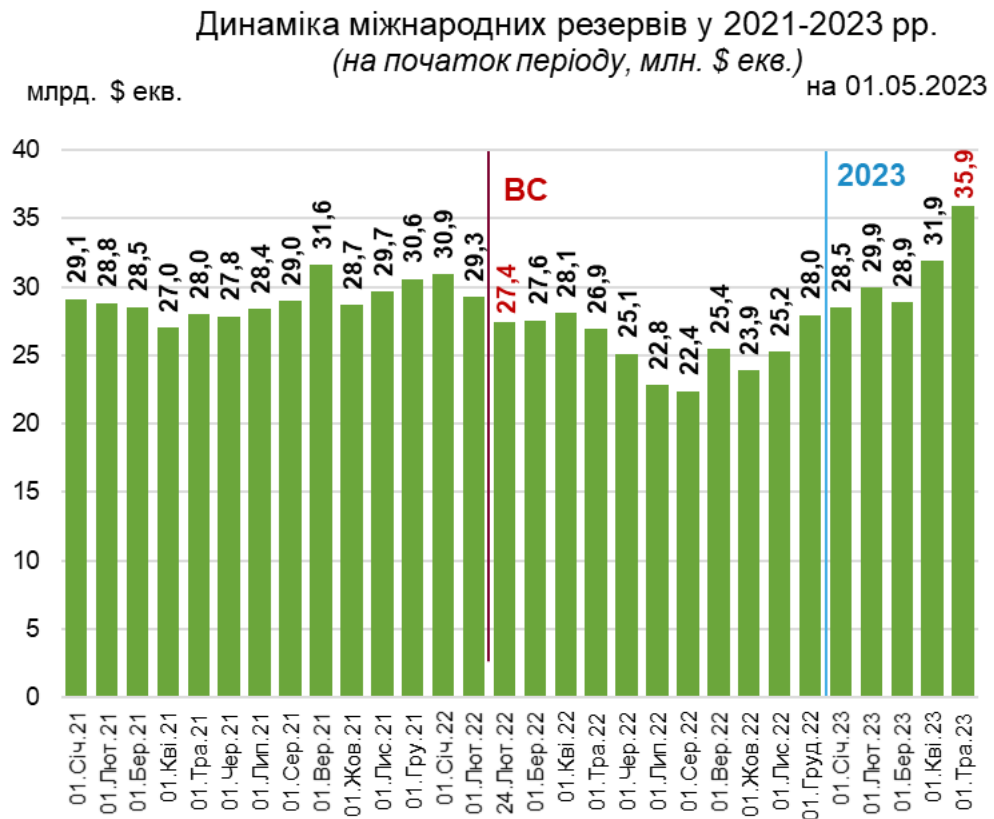


**Рис. 3.3. Динаміка ЗВР НБУ у 2010-2023 рр., млн. дол. США**

*Примітка.* Складено автором за даними НБУ [51].

Починаючи з 2015 р. ЗВР НБУ перманентно зростали та склали у 2021 р. 20,8 млрд. дол. США. [51]. Дана тенденція зростання ЗВР пояснюється надходженням валюти від традиційних експортноорієнтованих галузей (АПК, металургії) та Нафтогазу за одночасного падіння платежів за імпорتنі товари і послуги, що зумовило суттєве перевищення пропозиції над попитом на ринку. Наприкінці I – поч. II кв. 2020 р. ситуація на українському валютному ринку нормалізувалася. Це дало змогу НБУ відновити купівлю іноземної валюти, не протидіючи тенденціям, що переважали на валютному ринку [9].

Якщо проаналізувати динаміку обсягу ЗВР до та після початку повномасштабної війни, бачимо, що до введення воєнного стану відбувалось зростання обсягів як валових, так і чистих міжнародних резервів (рис. 3.4). Станом на лютий 2022 р. Україна наросила достатньо резервів (на 01.02.2022 – 29,09 млрд. дол. США), за рахунок яких була можливість аж до вересня 2022 року (на 01.08.2022 – 22,39 млрд. дол. США, що на 23% менше, ніж на початку вторгнення) покривати видатки державного бюджету в результаті негативного платіжного балансу.

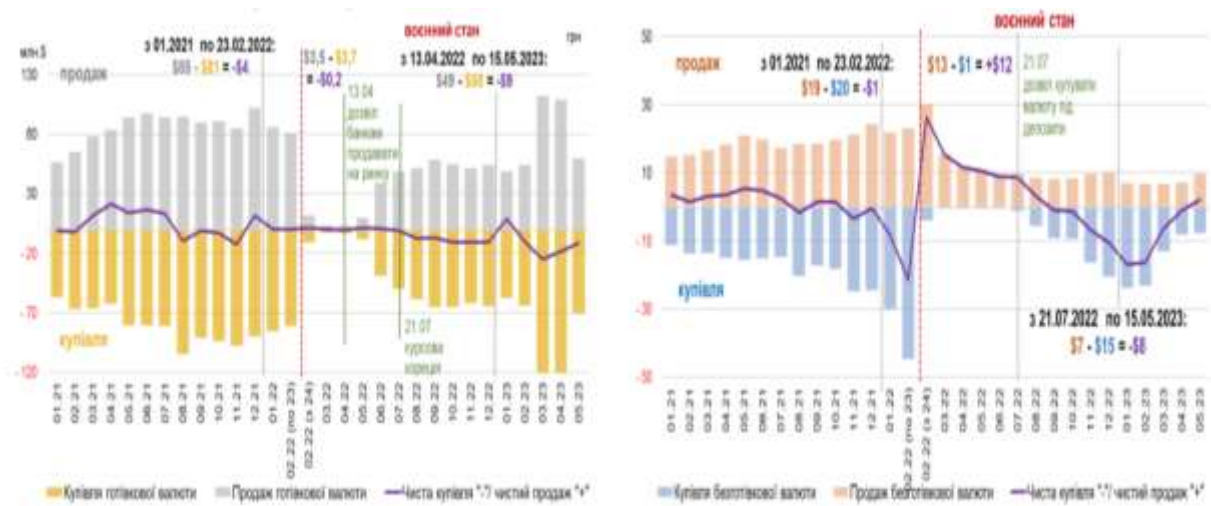


**Рис. 3.4. Динаміка ЗВР НБУ у 2021-2023 рр., млн. дол. США**

*Примітка.* Складено автором за даними НБУ [51].

Починаючи з 01.09.2022 р. спостерігаємо висхідну динаміку в обсягах валових та чистих ЗВР, що пояснюється проведенням послідовної політики західних партнерів щодо підтримки України, а саме: макрофінансової допомоги від ЄС, розширеного фінансування від МВФ, надходження від США, а також від успішного розміщення валютних ОВДП. Така тенденція щодо збільшення обсягу міжнародних резервів призвела до їх зростання до 35,9 млрд. дол США станом на 01.05.2023 р., що є абсолютно рекордним значенням за останні 11 років. Відтак, ризик зменшення ЗВР для України не є наразі критичним питанням.

Проаналізуємо тенденції обсягів операцій фізичних осіб з купівлі/продажу іноземної валюти на валютному ринку України до і в період початку війни (табл. 3.5).



**Рис. 3.5. Операції фізичних осіб з купівлі/продажу іноземної валюти у 2021-2023 рр., млрд. дол. США**

*Примітка.* Складено автором за даними НБУ.

Дослідивши операції фізичних осіб з купівлі/продажу іноземної валюти до і в період початку війни, визначено, що:

- дозвіл на купівлю безготівкової валюти населенням під час війни мав позитивний вплив і на готівковий сегмент;
- з початку війни значно зросли обсяги купівлі валюти банками для проведення власних операцій – насамперед, за наслідками розрахунків українськими картками за кордоном;
  - значний чистий попит на іноземну валюту за наслідками операцій з українськими картками за кордоном став істотною відмінністю між чинниками формування попиту на валюту до та з початку війни;
  - в перші місяці війни картки активно використовувалися для виводу капіталів («картковий туризм» тощо), що створювало значний тиск на валютний ринок і одночасно значний регулювальний виклик, оскільки обмеження на розрахунки картками не мали зачіпати інтересів біженців;
  - регулюючі рішення дали змогу в II пол. 2022 р. знизити і стабілізувати попит на іноземну валюту за наслідками карткових операцій;
  - зменшення переказів за розрахунками з платіжними системами з березня відбулося тлі заходів з наведенням ладу в сфері грального бізнесу.



З'ясуємо наслідки девальвації національної валюти та надамо рекомендації НБУ щодо оптимальної політики на валютному ринку. Аналізуючи девальвації національної валюти у 2013-2023 рр., бачимо, що вони були вимушеними, спричиненими структурними проблемами економіки, пандемічною кризою та вторгнення росії. Війна 2022 р. не лишала вибору в питанні тимчасової відмови від режиму плаваючого курсу на користь фіксованого. Фіксація курсу гривні дала змогу утримати макроекономічну стабільність: цінова ситуація та очікування хоча і погіршилися, але лишилися контрольованими. Попри фіксацію курсу гривні до долара, курс гривні до інших валют змінюється відповідно до зміни курсу відповідних валют до долара. Корекція офіційного курсу НБУ 21 липня 2022 р. на 25% (рис. 3.4) – це логічна відповідь НБУ на зміну макроекономічних умов, яка дала змогу нівелювати накопичені дисбаланси. Валютні обмеження на здійснення готівкових операцій зумовлюють значно більший, ніж до війни, спред між готівковим та безготівковим курсом. Певне послаблення обмежень на операції населення сприяло зниженню спреду та нівелюванню напруги довкола курсових відмінностей.



**Рис. 3.4. Динаміка безготівкового курсу гривні до іноземних валют у 2021-2023 рр.**

*Примітка.* Складено автором за даними НБУ.

Девальвації використовувались для стабілізації внутрішньоекономічних процесів, вимушеного вирівнювання курсу національної валюти щодо долара до ринкового рівня [2; 4; 5]. Така політика мала різносторонній вплив на економіку України. Тому оптимальна модель валютної політики НБУ має включати такі компоненти:

1. Режим курсоутворення. Фіксований курс гривні показав слабку дієвість під час подолання наслідків глобальної економічної кризи 2008 р., утім виправдав себе у 2022-2023 рр. під час вторгнення росії. Відтак, оптимальним режимом для національної валюти буде гнучке вільне курсоутворення гривні, яке буде враховувати зміну рівня інфляції національної валюти та іноземних валют, і може бути скореговане НБУ у випадку спекулятивних атак на валютному ринку. Завдяки його введенню можливо уникнути шоків девальвацій гривні в майбутньому.

2. Валютні інтервенції. Використання ЗВР та проведення валютних інтервенцій має не політизуватись, а вживатись НБУ тільки, коли цього вимагають ринкові умови. Після подолання кризових явищ внаслідок пандемії НБУ слід відновити обсяг ЗВР та утримувати його на рівні щонайменше 6-7 місяців імпорту, що буде гарантією фінансово-економічної безпеки країни.

3. Диверсифікація ЗВР. Вона необхідна у випадку можливої експансії великими економіками малих, а також через ймовірну втрату можливості долара США забезпечити глобальну фінансову стабільність. Окрім цього, через ймовірне надання китайському юаню статусу резервної НБУ слід буде переглядати структуру ЗВР.

4. Конкурентна девальвація. Без проведення комплексних реформ, девальвація національної валюти не принесе конкурентних переваг, натомість спричинить відтік ПІІ (підтверджено досвідом 2008-2009 рр. та 2014-2015 рр.). Відбудеться падіння довіри до гривні та зростання попиту на іноземну, більш стабільну валюту, а також різке зниження купівельної спроможності громадян. Взавши до уваги імпортозалежність національної економіки, проведення

девальвації не матиме позитивного впливу на економічні процеси, адже велика частина виробництв експортноорієнтованих галузей розташовувались на Сході України і/або були знищені через агресію Росії, і впродовж найближчих років навряд чи будуть повернуті/відновлені.

Отже, девальвація національної валюти зможе набувати форму конкурентної за таких умов:

- реформа імпортозалежних галузей економіки (перш за все енергетики) через реформи у Нафтогазі, а також диверсифікації поставок енергоносіїв;
- забезпечення нарощення імпорту високих технологій Індустрії 4.0;
- стимулювання політики енергозбереження та термомодернізації;
- розвиток конкурентоспроможних галузей в Україні, серед яких ІТ сфера, АПК, літакобудування, нанотехнології тощо;
- популяризація збільшення споживання національної продукції;
- розвиток інфраструктури фінансового сектору та його діджиталізація;
- переорієнтація товарної структури українського експорту із сировини на готову продукцію шляхом сприяння залученню ПШ.

5. Організаційні заходи. Важливим заходом є комунікаційна політика та роз'яснення дій, які вживаються НБУ щодо забезпечення курсової стабільності національної валюти. НБУ повинен бути інформаційно відкритим із населенням, публікувати новини/інформацію як щодо позитивних, так і негативних рішень та показників впливу на економічні процеси. Брак належного діалогу знижує довіру до гривні та сприяє спекулятивним атакам в умовах глобальної конкуренції.

6. Адміністративні заходи. В арсеналі НБУ є чимало методів валютних обмежень: обмеження продажу готівкової валюти; заборона на видачу валюти готівкою за платіжними картками; обмеження обсягів валютних переказів закордон; обмеження видачі готівки у банкоматах; обмеження на виведення закордон дивідендів у валюті тощо. Всі ці заходи є вимушеними і тимчасовими (більшість з них скасовані на основі прийнятого в 2018 р. Закону України "Про валюту і валютні операції"). Вони мають

використовуватись не на постійні основі, а лише у антикризовий перехідний період та період війни, аби не обмежувати процеси вільного ринкового курсоутворення.

### **Висновки до розділу 3**

Дослідивши виклики та шляхи вдосконалення валютно-курсової політики КНР та України можна зробити такі висновки:

по-перше, суттєве завищення валютного курсу юаня до 1980 р., а також загальний занепад економіки КНР спричинили до сповільненої результативності першого етапу девальвації юаня у 1980-1994 р., який був націлений на здобуття конкурентних переваг в світовій економіці. У 2015 р. Народний банк КНР перейшов до режиму вільного курсоутворення (як перший крок до отримання юанем статусу світової резервної валюти);

по-друге, тривале утримування НБУ курсу гривні щодо долара без коригувань під дією ринкових чинників спричиняло до обвальної втрати вартості національної валюти, внаслідок чого купівельна спроможність різко падала, населення втрачало заощадження та бідніло, а стрімко зростаючий попит на іноземну валюту тільки ще більше підсилював девальваційний тиск;

по-третє, нині втручання НБУ в економічні процеси характеризується політикою обмеження, що проявляється в згладжуванні флуктуацій валютної сфери, накопиченні ЗВР, а також подоланні негативних факторів, що спричинили значний вплив на знецінення національної валюти. До таких належать як зовнішні (відсутність траншів від МВФ; скорочення припливу ІІІ і потоків від мігрантів; загострення конфлікту з Росією; значне зростання ціни на енергоресурси у 2020-2021 рр.), так і внутрішні (розвиток інфляційних процесів в державі; пандемія тощо);.

по-четверте, аналіз пост-девальваційних періодів (2000-2008, 2010-2013 і 2020-2023 рр.) засвідчив, що знецінення гривні не одразу спричиняє зростання експорту, бо він є сировинним, і є дуже залежним від кон'юнктури в світовій

економіці: у випадку криз попит на нього різко падає. Аналізуючи передумови та наслідки девальвацій національної валюти у 2013-2021 рр., очевидно, що вони були вимушеними, спричиненими пандемічною кризою, структурними проблемами економіки, війною з Російською Федерацією. Девальвації використовувались для стабілізації внутрішньоекономічних процесів, для вимушеного вирівнювання курсу національної валюти щодо долара США у період війни.

## ВИСНОВКИ

У кваліфікаційній роботі висвітлено теоретико-методологічні основи та практику взаємозв'язку валютних воєн та стану національної економіки. За результатами дослідження зроблено такі висновки:

1. Валютна війна – це агресивне протистояння держав на валютному ринку, в якій центробанк країни здійснює експансивну монетарну політику для девальвації своєї валюти, що сприяє експорту та стимулює зростання економіки, однак підвищує рівень інфляції і знижує суспільний добробут. Методи ведення валютних війн поділяють на прямі (девальвація національної валюти, валютні інтервенції) та непрямі (валютні обмеження, зниження облікової ставки центробанку, девальваційна риторика влади у ЗМІ та фіскальні методи, емісія національної валюти, операції на відкритому ринку).

2. Незважаючи на те, що чимало країн ставлять під сумнів стабільність долара, критикують монетарні заходи ФРС США, ступінь монополії долара США як у світовій торгівлі, так і на міжнародному валютному ринку є допоки непохитним. Девальваційні заходи та політики QE ФРС США у 2008-2022 рр. були націлені як на подолання структурних криз в економіці, подолання наслідків пандемії і кризи Covid-19, підвищення конкурентноспроможності американських виробників на світовому ринку.

3. Глибока рецесія в японській економіці (заходи монетарного стимулювання економіки не дали бажаних наслідків) та дефляція (рівень інфляції у 2015-2020 рр. склав лише 0,5%) роблять її стабілізаційною. Розглядаючи абеноміку через призму світових валютних війн, бачимо, що вона має риси оборонної, адже впроваджувалась у відповідь на QE США та ЄС. Утім КНР уже звинуватила Японію за розпочаті валютні війни

4. На початку XXI ст. стало очевидно, що ЄЦБ не претендує на лідерство євро серед резервних валют. Пріоритетами політики ЄЦБ є подолання макроекономічних проблем єврозони та забезпечення стабільності євро (таргетування інфляції залишається ключовим елементом монетарної

політики ЄЦБ), що підтверджується обережним використанням заходів QE, навіть в умовах валютних війн. Низька ефективність стимулювальних заходів ЄЦБ обумовила очевидну переоцінку євровалюти, внаслідок чого Єврозона потрапила у дефляційну пастку.

5. Ключовими інструментами неопротекціоністської політики Китаю є ведення валютних війн, мінімізація витрат на оплату праці, контроль за рухом капіталу. Завищення курсу китайської валюти до 1980 р., а також занепад економіки КНР спричинили до сповільненої результативності валютних війн у 1980-1994 р., метою яких було здобуття конкурентних переваг в світовій економіці. У 2015 р. Народний банк КНР заявив про перехід до вільного курсоутворення юаню як перший крок до отримання статусу світової резервної валюти.

6. Аналізуючи передумови та наслідки девальвацій національної валюти у 2013-2023 рр., бачимо, що вони були вимушеними, спричиненими структурними проблемами економіки, агресією РФ, пандемічною кризою. Девальвації використовувались для стабілізації внутрішньоекономічних процесів, для вимушеного вирівнювання курсу національної валюти щодо долара США. Аналіз пост-девальваційних періодів (2000-2008, 2010-2013 і 2020 рр.) засвідчив, що, що знецінення гривні не одразу спричиняє зростання експорту, бо він є сировинним, і є залежним від кон'юнктури в світовій економіці: у випадку виникнення криз попит на нього різко падає.

7. Нині втручання НБУ в економічні процеси характеризується політикою обмеження, що проявляється в згладжуванні флуктуацій валютної сфери, накопиченні ЗВР, а також подоланні негативних факторів, що впливали на знецінення національної валюти. До таких належать як зовнішні (відсутність траншів від МВФ; загострення конфлікту з Росією; скорочення припливу ПІІ і потоків від мігрантів; значне зростання цін на енергоресурси у 2020-2022 рр.), так і внутрішні (розвиток інфляційних процесів в державі; пандемія тощо).

8. Війна 2022 р. не лишала вибору в питанні тимчасової відмови від

режиму плаваючого курсу на користь фіксованого. Фіксація курсу гривні дала змогу утримати макроекономічну стабільність: цінова ситуація та очікування хоча і погіршилися, але лишилися контрольованими. Попри фіксацію курсу гривні до долара, курс гривні до інших валют змінюється відповідно до зміни курсу відповідних валют до долара. Корекція офіційного курсу НБУ 21 липня 2022 р. на 25% – це логічна відповідь НБУ на зміну макроекономічних умов, яка дала змогу нівелювати накопичені дисбаланси.



## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Адамик, В. В.; Лебідь, Д. Р. Валютна війна як інструмент досягнення цілей зовнішньоторговельної політики. Проблеми економіки, фінансів та управління експортно-імпортною діяльністю: матеріали III Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції, 2018, С. 92-94.
2. Ануфрієва К. В. Волатильність гривні в умовах конкуренції світових валют. Наукові праці НДФІ, 2018, 2. С. 20-23.
3. Белінська Я. В. Валютно–курсове регулювання: проблеми теорії та практики. К., 2007. 372 с.
4. Береславська О. І. Валютна політика України: теорія та практика: монографія. Держ. податк. адмін. України [та ін.]. Ірпінь: Нац. ун–т ДПС України, 2010. 330 с.
5. Відякіна М. М., Резнікова Н. В. Детермінанти кризових потрясінь: макроекономічні виміри. Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки. 2013. Вип. 33. Ч. II. С. 96-101.
6. Галушка О. Конкурентна девальвація валюти як прояв неопротекціонізму в сучасному світовому господарстві: дис. ... канд. екон. наук : 08.00.02 ; Київ. нац. ун-т ім. Тараса Шевченка. Київ, 2016. 245 с.
7. Галушка О. Ефективність валютного каналу трансмісійного механізму в стабілізаційних заходах великих і малих економік. Вісник Маріупольського державного університету: зб. наук. пр.: Серія: Економіка. Маріуполь: МДУ, 2014. №7. С. 23-31.
8. Галушка О. М. Еволюція використання інструменту конкурентної девальвації лідерами світового господарства. Актуальні проблеми економіки. Світове господарство і міжнародні економічні відносини. 2015. №8 (170). С. 66-75.

9. Гордєєва Д. Валютні ресурси у врівноваженні платіжного балансу України : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08; М-во освіти і науки України, ДВНЗ "Ун-т банк. справи". Київ, 2017. 22 с.
10. Гроші та кредит: підручник / О. В. Дзюблюк, Б. П. Адамик, Г. Р. Балянт [та ін.] ; за ред. О. В. Дзюблюка. Тернопіль : ТНЕУ, 2018. 892 с.
11. Дергачова В., Голюк В., Згуровський О. Наслідки девальваційної політики Китаю для світового господарства в умовах торговельної війни США і Китаю. Вісник Маріупольського державного університету. Серія: Економіка, 2019, 17. С. 41-48.
12. Дзюблюк, О. Валютна політика : підручник / О. В. Дзюблюк. К. : Знання, 2007. 422 с.
13. Журавка Ф. Валютна політика в умовах трансформаційних змін економіки України : монографія. Суми : Ділові перспективи : ДВНЗ "УАБС НБУ", 2008. 334 с.
14. Захарченко В. Етапи та інституційні засади розвитку грошово-кредитної системи України. Український журнал прикладної економіки. 2021. Том 6. № 1. С. 109-117.
15. Іващенко О. Специфічні прояви глобальних економічних дисбалансів в умовах становлення Бреттон-Вудс II. Розвиток міжнародної торгівлі в умовах глобальних економічних дисбалансів: матеріали виступів Всеукраїнського форуму з проблем міжнародних економічних відносин (11 квітня 2019 року). Житомир: ЖДТУ, 2019. С. 47-50.
16. Козюк В. Резервні валюти: глобальний периметр нестабільності: монографія. Тернопіль: Астон, 2015. 468 с.
17. Кравчук Н. Дивергенція глобального розвитку: сучасна парадигма формування геофінансового простору . К.: Знання, 2012. 782 с.
18. Лебідь О. Міжнародні розрахунки і валютні операції : навч. посіб.; М-во освіти і науки України, Харків. нац. екон. ун-т ім. Семена Кузнеця.

Харків : ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2016. 199 с.

19. Мелих О. Сутнісно–теоретичні основи валютно–курсової політики держави . Сталий розвиток економіки. 2013. № 2. С. 38–47.
20. Національний банк України. Стратегія валютних інтервенцій Національного банку України на 2016-2020 роки. К., 2016. 14 с. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=38081080> (дата звернення: 21.01.2023 р.)
21. Новак, Сергій Миколайович. Моделювання вільно плаваючих валютних курсів: теоретичні і практичні аспекти ; Нац. банк України, Ун-т банк. справи. Київ : УБС НБУ, 2014. 315 с.
22. Панченко В., Резнікова Н. Конвеєр м'якої сили. Український тиждень. 2021. URL: <https://tyzhden.ua/Culture/251400> (дата звернення: 22.03.2023 р.)
23. Резнікова Н.В. Теоретико-методологічні підходи до визначення природи економічних дисбалансів в контексті кризових потрясінь. Вісник Донецького національного університету. Серія В. Економіка і право. 2012. №1. С. 177-184.
24. Резнікова Н., Луцишин З. Валютні курси як інструмент економічних воєн в умовах фундаментальної розбалансованості світової економіки. Актуальні проблеми міжнародних відносин. 2013. Вип. 116. Ч. II. С. 11–22.
25. Рікардз Д. Валютні війни : витоки наступної світової кризи; пер. з англ. Д. Тавровецький. Київ : Наш формат, 2018. 327 с.
26. Свірський В., Мелих О. Монетарні механізми управління конкурентоспроможністю національних економік: валютні війни . Маркетинг і менеджмент інновацій. 2017. № 4. С.324-333
27. Співак І. Глобальна монетарна економіка та геополітичні інтереси держав: валютні механізми; Ун-т банк. справи Нац. банку України, Ін-т міжнар. відносин Київ. нац. ун-ту ім. Т. Шевченка. К. : УБС НБУ, 2013. 395 с.

28. Старинський, М. Валютні відносини: окремі проблеми правового регулювання; Нац. банк України, Держ. ВНЗ "Укр. акад. банк. справи Нац. банку України". Суми : Мрія, 2014. 207 с.
29. Теорія і практика грошового обігу та банківської справи в умовах глобальної фінансової нестабільності; за ред. О. В. Дзюблюка. Тернопіль : Осадца Ю. В., 2017. 298 с.
30. Успенко, В. І. Центральний банк і грошово-кредитна політика : підручник; Харків. нац. ун-т буд-ва та архітектури. Харків : Щедра садиба плюс, 2015. 207 с.
31. Філіпенко А. С. Міжнародні економічні відносини: Історія. Теорія. Політика: Підручник. Київ: Либідь, 2019. 960 с.
32. Химич І. Валютний ринок України: оцінка тенденцій зміни та основні антикризові заходи політики стабілізації. Соціально-економічні проблеми і держава. 2018. Вип. 1 (18). С. 149-165.
33. Шаров О.М. Грошова глобалізація. Історіософський трактат з питань гео економічного поширення грошових відносин : монографія; НАН України, ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України». К., 2020. 680 с.
34. Шемет Т. Валютна інтеграція в глобалізованому світі. Харків : Технол. центр, 2014. 319 с.
35. G20 Leaders'Communique, Hangzhou Summit. 2016. URL: [http://www.g20chn.org/English/Dynamic/201609/t20160906\\_3396.html](http://www.g20chn.org/English/Dynamic/201609/t20160906_3396.html) (дата звернення: 11.02.2023 р.)
36. Albers T. Currency devaluations and beggar my neighbour penalties: evidence from the 1930s. The Economic History Review. 2020. Vol. 73. P. 233-257.
37. Barry J Eichengreen, Masahiro Kawai Renminbi internationalization : achievements, prospects and challenges / Washington, D.C. : Brookings Institution Press . 2015.
38. Beggar-Thy-Neighbor Definition / Investopedia. URL:

<http://www.investopedia.com/terms/b/beggarthyneighbor.asp#ixzz4Y5nuCkxt> (дата звернення: 11.03.2023 р.)

39. Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)  
URL: <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>

40. Dergachova V., Kravchenko M., Vynogradova O., Holiuk V., Kuznietsova K. Управління детермінантами конкурентної девальвації: теоретичні та практичні аспекти. Financial and credit activity: problems of theory and practice, 2021, № 1.36. С. 281-292.

41. Frankel J. Currency crashes in emerging markets: an empirical treatment. Bank of Governors of the FRS, International Finance Discussion Papers №534. – 1996. URL: <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1996/534/ifdp534.pdf>. (дата звернення: 04.04.2023 р.)

42. Hussain Sarfraz et al. Pak rupee as a currency and currency war. Journal of Contemporary Issues in Business and Government, 2021, № 27.1. P. 88-95.

43. Jeanne Olivier. Currency Wars, Trade Wars and Global Demand. National Bureau of Economic Research, 2021.

44. Ojuolape A. Currency Devaluation: A review. Chiang Mai University Journal of Economics, 2021, № 25.2. P. 15-35.

45. Rickards J. Currency Wars: The Making of the Next Global Crisis . New York: Portfolio / Penguin, 2012. 320 p.

46. Rose A. Currency wars? Unconventional Monetary policy does not stimulate exports. Journal of Money, Credit and Banking, 2021, № 53.5: P. 1079-1096.

47. Sinn, Hans Werner The euro trap: on bursting bubbles, budgets, and beliefs / Hans-Werner Sinn Oxford : Oxford univ. press, 2017 - XIX, 380 с.

48. The Seoul Summit Document 2010. URL: <http://www.g20.utoronto.ca/2010/g20seoul-doc.pdf> (дата звернення: 15.02.2023 р.)

49. Williamson J. The Failure of World Monetary Reform, 1971–1974 / Williamson J. N.-Y. : New York University Press, 1977.
50. <http://data.worldbank.org>
51. <http://www.bank.gov.ua/>
52. <http://www.imf.org>
53. <https://tradingeconomics.com>
54. <https://www.ecb.europa.eu>