

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ТАРАСА ШЕВЧЕНКА**

На правах рукопису

ГАЛУШКА ОЛЕНА МИХАЙЛІВНА

УДК 339.743

**КОНКУРЕНТНА ДЕВАЛЬВАЦІЯ ВАЛЮТИ ЯК ПРОЯВ
НЕОПРОТЕКЦІОНІЗМУ В СУЧАСНОМУ СВІТОВОМУ ГОСПОДАРСТВІ**

ДИСЕРТАЦІЯ

на здобуття наукового ступеня

кандидата економічних наук

Спеціальність 08.00.02 – Світове господарство і міжнародні економічні відносини

Науковий керівник

Рубцова Марина Юріївна

Кандидат економічних наук, доцент

Київ – 2015

ЗМІСТ

Вступ	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ РЕАЛІЗАЦІЇ ПОЛІТИКИ ВАЛЮТНОЇ ДЕВАЛЬВАЦІЇ	13
1.1 Еволюція теоретичних підходів до формування валютної політики країн в умовах посилення міжнародної конкуренції	13
1.2 Девальвація національної валюти в системі інструментів неопротекціонізму в умовах глобальної конкуренції	35
1.3 Ефективність каналу обмінного курсу трансмісійного механізму монетарної політики для великих та малих економік	53
Висновки до розділу 1	65
РОЗДІЛ 2. КОНКУРЕНТНА ДЕВАЛЬВАЦІЯ ВАЛЮТ ЯК ФОРМА ПРОЯВУ ПОЛІТИКИ НЕОПРОТЕКЦІОНІЗМУ РОЗВИНЕНИХ КРАЇН НА СВІТОВИХ РИНКАХ	68
2.1 Валютні війни як прояв неопротекціоністської конкуренції ключових валют	68
2.2 Результативність девальваційних політик США та Японії в системі неопротекціоністських заходів у посткризовий період	90
2.3 Проблеми реалізації принципів монетарної політики Єврозони в контексті подолання макроекономічних дисбалансів	112
Висновки до розділу 2	130

Розділ 3. ДЕВАЛЬВАЦІЇ ВАЛЮТ В ЕКОНОМІЧНІЙ ПОЛІТИЦІ КРАЇН, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ	132
3.1 Конкурентна девальвація центрального банку КНР у трансформації юаню від нерезервної до резервної валюти	132
3.2 Вразливість валютного каналу малих країн щодо девальваційних викликів країни – регіонального торговельного лідера в форматі стратегічного партнерства	156
3.3 Оптимізація валютної політики України в умовах прояву неопротекціонізму в світовому господарстві	166
Висновки до розділу 3	192
ВИСНОВКИ	194
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	199
ДОДАТКИ	226

ВСТУП

Актуальність теми. Конкуренція, що склалася в умовах міжнародного поділу праці, змушує країни адаптуватися до нових економічних, політичних та соціальних викликів, зумовлених глобалізацією. Лібералізація міжнародних економічних відносин відкриває перед країнами нові можливості, що проявляються у розширенні ринків збуту, доступі до іноземних об'єктів інвестування, зниженні виробничих витрат, залученні кваліфікованої робочої сили тощо. Водночас для країн, що розвиваються, надмірна лібералізація може спричинити скорочення обсягів внутрішнього виробництва, і, як наслідок, послаблення національних виробників, приплив спекулятивного капіталу, тиск на національну валюту та ін.

Такі форми світогосподарських зв'язків, як міжнародна торгівля, є чітко врегульованими міждержавними угодами, виконання яких контролюється СОТ, тому країни мають обмежені можливості щодо посилення власної конкурентоспроможності на міжнародних ринках через запровадження торговельних бар'єрів. Це змушує їх впроваджувати нові інструменти здобуття конкурентних переваг, порядок використання яких є менш врегульованим, і девальвація національної валюти є саме одним із таких інструментів.

З огляду на вищезазначене, особливо актуальним є розкриття природи валютної девальвації як засобу неопротекціоністської державної політики, спрямованого не лише на захист національних виробників від конкуренції з боку іноземних компаній, а й на посилення позицій країни у світовому господарстві; а також дослідження впливу проведеної девальвації на національну економіку, економіки країн – торговельних партнерів та на світове господарство в цілому.

Питання, пов'язані із фундаментальними факторами курсоутворення та оптимальними режимами валютного курсу, досліджувались Дж.Кейнсом, Р.Нурксе, М.Фрідменом, Г.Джонсоном, П.Кругманом, П.Кененом, М.Кляйном, А.Роузом, Дж.Острі, А.Гальчинським, Т.Мареною, М.Рубцовой. Взаємозв'язок між монетарною політикою та зміною валютного курсу ґрунтовно проаналізовано у працях О.Руммела, Ф.Мішкіна, Дж.Бойвіна, М.Кілі, Л.Свенссона, Р.Нурєєва,

С.Мойсєєва, та вітчизняних вчених Р.Пустовійта, Є.Андрущака, В.Міщенко, А.Сомик, С.Аржевітіна.

Питання нового протекціонізму, переваги від його застосування для країн та загрози для світового господарства досліджували в своїх роботах К.Грін, Р.Болдвін, А.Брюне, Ж.-П.Гішар, С.Хен, Б.Баласа, А.Роуз, К.Янг, Д.Малпас, К.Галлахер та вітчизняні науковці О.Довгаль, Н.Кравчук, З.Луцишин, Н.Резнікова. Питанням валютної девальвації значну увагу приділили Р.Купер, Дж.Франкель, С.Александр, П.Кругман, Дж.Корсетті, Н.Рубіні, Е.Боренштейн, А.Мату, Л.Пуглісі, Н.Анаракі, а девальвації в контексті інструментарію монетарних та валютних війн – О.Шаров, Дж.Рікардс, З.Луцишин, Н.Резнікова та інші дослідники. Взаємозв'язок між валютним курсом гривні та економічним зростанням України досліджували С.Кораблін, О.Береславська, В.Стельмах, Ф.Журавка, Є.Андрущак, В.Міщенко, С.Ніколайчук.

Водночас залишаються неоднозначними підходи до тлумачення та використання у вітчизняних дослідженнях поняття «конкурентна девальвація» як все більш поширеного інструменту досягнення країною експансіоністських цілей в глобальних масштабах. Важливе значення у цьому контексті має дослідження проявів неопротекціонізму через трансформації, що відбуваються на міжнародних ринках товарів і капіталів в умовах нових реалій конкуренції. Все вищезначене підтверджує актуальність обраної теми дисертаційної роботи.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконана відповідно до планової теми наукових досліджень кафедри міжнародного бізнесу «Стратегія інтеграції України у світову економіку» в рамках загальної науково-дослідної теми Інституту міжнародних відносин «Україна в міжнародних інтеграційних процесах» (№ держреєстрації 11БФ048-01), яка є складовою Комплексної наукової програми Київського національного університету імені Тараса Шевченка «Модернізація суспільного розвитку України в умовах світових процесів глобалізації» (2011-2015 рр.). Внесок автора у дослідження зазначеної теми полягає в аналізі взаємозв'язку між станом зовнішньої торгівлі країни та валютною девальвацією, яку вона проводить, а також в обґрунтуванні

відмінностей в ефектах та наслідках валютних девальвацій для різних типів економік залежно від їх розміру та рівня розвитку.

Мета і завдання дослідження. Мета дисертаційної роботи полягає в обґрунтуванні теоретико-методологічних основ та визначенні практичних аспектів застосування країнами з різними моделями економічного розвитку політики девальвації національної валюти у якості як стабілізаційного інструменту, так і засобу підвищення конкурентоспроможності країни у світовому господарстві.

Для досягнення поставленої мети передбачено вирішення таких завдань:

- дослідити еволюцію теоретичних підходів до формування валютної політики країн в умовах посилення міжнародної конкуренції;
- оцінити дієвість конкурентної девальвації в системі інструментів політики неопротекціонізму країн;
- дослідити ефективність каналу обмінного курсу трансмісійного механізму монетарної політики залежно від розміру економіки та рівня її розвитку;
- охарактеризувати сучасні процеси у світовому господарстві в контексті валютних війн ключових валют;
- проаналізувати цілі і результати девальваційних політик Федеральної резервної системи США та Банку Японії як форми прояву неопротекціонізму на посткризовому етапі розвитку;
- визначити проблеми політики «дорогих грошей» Єврозони в контексті подолання макроекономічних дисбалансів;
- розкрити особливості політики курсоутворення КНР у трансформації юаню від нерезервної до резервної валюти;
- виявити взаємозв'язок між валютною політикою країн, що розвиваються, та монетарними заходами країн – стратегічних партнерів на прикладі Казахстану та Білорусі;
- визначити системні детермінанти формування оптимальної моделі валютної політики України.

Об'єктом дослідження є трансформаційні процеси у світовому господарстві, які зумовлюють формування нових форм конкурентної боротьби країн на міжнародних ринках товарів та капіталів.

Предмет дослідження – теоретичні та науково-практичні аспекти девальвації валюти як інструменту конкурентної боротьби і форми прояву неопротекціонізму в сучасному світовому господарстві.

Методи дослідження. Теоретичною і методологічною основою роботи є фундаментальні положення загальної економічної теорії, дослідження вітчизняних й зарубіжних вчених. В процесі дослідження поєднувались як теоретичні, загальнонаукові, так і експериментальні методи, на основі системного підходу і комплексного аналізу. У процесі дослідження використано такі методи наукового дослідження як теоретичне порівняння, узагальнення та синтез; системно-структурний аналіз використано в усіх підрозділах; метод економіко-статистичного аналізу – в підрозділах 2.1, 2.2, 2.3, 3.1 та 3.2; метод графічного моделювання – у підрозділах 2.2, 2.3, 3.1, 3.2; історичний метод – у підрозділах 1.1, 1.2, 1.3, 2.1; метод побудови регресійних моделей – у підрозділах 2.2, 3.1, 3.3.

Інформаційно-емпіричною базою дослідження є матеріали наукових конференцій та наукові праці вітчизняних і закордонних дослідників; аналітичні матеріали, статистичні дані та звіти міжнародних організацій, таких як Світова організація торгівлі, Світовий банк та Міжнародний валютний фонд; офіційні дані статистичної служби Європейського Союзу (Євростат), Європейського центрального банку (ЄЦБ) та Європейської Комісії; дані Федеральної резервної системи США, Державного казначейства США, Бюро економічного аналізу Департаменту торгівлі США, Комітету фінансів Сенату США, Національного бюро економічних досліджень; Банку Англії; Банку Японії, Кабінету Міністрів Японії, Міністерства фінансів Японії; Народного банку Китаю, Державної валютної адміністрації Китаю, Національного бюро статистики Китаю; законодавчі, нормативні, програмні документи України; дані Державної служби статистики України, Національного банку України, Міністерства закордонних справ України та ін.

Наукова новизна отриманих результатів полягає в обґрунтуванні теоретичних і практичних аспектів реалізації країнами з різними моделями економічного розвитку валютної девальвації як із метою стабілізації внутрішньоекономічної ситуації, так і задля підвищення конкурентоспроможності країни у світовому господарстві.

У процесі дослідження автором було отримано найбільш суттєві наукові результати, які розкривають особистий внесок у розроблення досліджуваної проблеми та конкретизують новизну роботи:

вперше:

- розроблено класифікацію основних форм валютної девальвації з урахуванням системи факторів її ефективності та визначення характеристик залежно від мети проведення, інтенції, типу валютної політики, в рамках якої вона проводиться, та очікуваних наслідків. Виокремлено такі форми валютної девальвації: *стабілізаційна девальвація*, яка проводиться національною економікою з метою подолання внутрішніх структурних проблем; *захисна девальвація*, що спрямована на захист національної економіки від зовнішніх впливів; *конкурентна девальвація*, метою якої є підвищення конкурентоспроможності національної економіки на міжнародних ринках. Доведено, що в рамках політики неопротекціонізму країни реалізують конкурентну та захисну девальвації, тоді як посилення конкурентоспроможності національної продукції країни на міжнародних ринках в результаті вжиття нею стабілізаційних девальваційних заходів є похідним від первинної цілі, яка полягає у подоланні внутрішньоекономічних проблем, та, відповідно, не характеризується неопротекціоністськими ознаками. Запропоновано авторське визначення конкурентної девальвації як неопротекціоністського інструменту валютної політики центрального банку, спрямованого на зниження курсу національної валюти задля посилення конкурентних позицій країни на світовому ринку, що проявляється за умов значної частки участі країни у міжнародному товаро- і капіталообігу;

- визначено канали експансії країн-емітентів резервних валют на економіки інших країн, серед яких: контроль курсу валюти міжнародних розрахунків, вартості золотовалютних резервів центральних банків та курсу валют, що прив'язані до певної резервної валюти, а також вплив на динаміку експортно-імпортних операцій. Це дало змогу стверджувати, що девальвація резервних валют впливає не лише на обсяги та структуру світової торгівлі та потоків інвестицій і капіталу, а й на внутрішньо-економічну ситуацію в малих економіках, що в сукупності за слабкої національної валюти малої економіки може призвести до її монетарної залежності від великої;

удосконалено:

- теоретико-методологічні засади дії каналу обмінного курсу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики через включення до нього системи додаткових макроекономічних показників, серед яких рівні інфляційного попиту та пропозиції, вартісні обсяги зовнішньої заборгованості країн, обсяг внутрішніх та зовнішніх інвестицій, сукупний попит, сальдо платіжного балансу та обсяг золотовалютних резервів, на основі чого доведено суперечливий вплив девальвації як інстру-менту неопротекціонізму для експортноорієнтованих й імпортозалежних економік;

- теоретико-методологічні засади оцінювання наслідків валютної політики для резервних та нерезервних валют в залежності від наступальної, оборонної та стабілізаційної інтенції емітентів. Доведено, що превалювання національних економічних інтересів країн над глобальними при формуванні ними власних валютних політик стає причиною валютних війн, особливо у кризові періоди. Обґрунтовано гібридний характер сучасних валютних війн; виявлені характеристики етапів валютних війн дали можливість встановити причинно-наслідковий зв'язок у розгортанні сучасних валютних війн, що полягає у переході до оборонної або наступальної валютної політики як зворотної реакції країн – економічних партнерів у відповідь на запроваджені девальваційні заходи країною-емітентом з метою подолання внутрішньої структурної кризи;

набули подальшого розвитку:

- моделювання взаємозв'язку між рядом екзогенних змінних (курс юаню до долара США, обсяг прямих іноземних інвестицій до Китаю, обсяг золотовалютних резервів Китаю) та сальдо торговельного балансу Китаю побудоване за допомогою програмного пакету Eviews8, на основі чого показано, що за великої частки експорту Китаю в світовій торгівлі незначна ревальвація недооціненого юаню справляє позитивний вплив на його торговельний баланс, втім у довгостроковому прогнозованому періоді за умови збереження динаміки ревальвації після досягнення юанем рівноважного ринкового курсу цей вплив зміниться на негативний. Доведено, що валютна політика Китаю є типовою формою неопротекціонізму; вона ґрунтується на поєднанні недооціненої валюти, наднизьких витрат на працю, державного контролю за рухом капіталу та низького рівня споживчого попиту та є основною запорукою здобуття країною світової економічної гегемонії і глобальних конкурентних переваг);

- оцінка взаємозалежності між свободою монетарної політики центрального банку країни та ступенем інтеграції країни в міжнародні інтеграційні блоки, яка підтвердила тезу про те, що у випадку участі країни у поглиблених формах інтеграції (Єврозона) країною-членом втрачається власний монетарний суверенітет, а для підвищення конкурентоспроможності національної економіки або задля подолання кризових явищ нею впроваджуються фіскальні стимулювальні заходи; у випадку стратегічного партнерства (Митний союз) монетарна політика країни-члена реалізується не через управління інфляцією національної валюти, а через синхронізацію дій її центрального банку із монетарною політикою її стратегічного торговельного партнера перш за все у сфері курсоутворення, що є важливою умовою для утримання країною-членом балансу у товаро- і капіталообігу із партнером;

- обґрунтування детермінантів оптимальної моделі валютної політики України (режим керовано плаваючого валютного курсу в умовах економічної кризи та воєнних дій, диверсифікація валютних резервів, виважений підхід до використання валютних інтервенцій), а також визначення умов, за яких валютна девальвація гривні зможе набувати форми конкурентної девальвації: реформування

імпортозалежних галузей економіки України, перш за все енергетичного сектору, а також хімічної промисловості та машинобудування, розвиток вітчизняних конкурентоспроможних галузей, серед яких сфера інформаційних технологій, легка промисловість, сільське господарство, розвиток інфраструктури фінансового сектору, популяризація споживання вітчизняної продукції, забезпечення вільного імпорту високих технологій, переорієнтація товарної структури експорту країни із сировини на готову продукцію шляхом максимального сприяння залученню інвестицій у галузі – експортери готової продукції.

Практичне значення отриманих результатів. Теоретичні положення та практичні рекомендації дисертаційного дослідження щодо особливостей монетарної та валютної політик ФРС США, Банку Японії та ЄЦБ в посткризовий період враховано у міжнародній діяльності коаліції громадських організацій “Реанімаційний пакет реформ” (довідка від 28.09.2015 р.). В роботі Комітету Верховної Ради з питань бюджету використано теоретичні положення та практичні рекомендації дисертації щодо детермінантів оптимальної моделі валютно-курсової політики України (довідка №216-6/33 від 12.10.2015 р.). Наукові висновки дослідження враховано у законотворчій діяльності Комітету Верховної Ради України у закордонних справах, при формуванні політики міжнародного співробітництва, а також при підготовці матеріалів для міжнародних візитів, круглих столів та відряджень (довідка №482-2/11/15 від 15.10.2015 р.). Окремі положення дисертаційної роботи використано у навчальному процесі при викладанні дисциплін: «Макроекономічна політика й моделювання в міжнародному бізнесі» (зокрема, підходи до визначення ефективності валютного каналу трансмісійного механізму монетарної політики, що поглибило теоретико-методологічну складову курсу); «Кон’юнктура світових товарних ринків» (у частині впливу валютних політик КНР, США та Японії на кон’юнктуру світових товарних ринків) (довідка №048/11-334 від 15.10.2015 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертація є самостійним завершеним дослідженням. Усі представлені в дисертаційній роботі та наукових працях висновки, результати та рекомендації отримані автором самостійно.

Апробація результатів дослідження. Основні положення і висновки дисертаційного дослідження обговорювалися на міжнародних науково-практичних конференціях: «Розвиток економіки України в умовах активізації євроінтеграційних процесів» (Львів, 2012 р.); «Проблеми різних економік світу в процесі трансформації світової фінансової системи» (Київ, 2012 р.); «Глобальні фінансові ризики в умовах трансформації світової фінансової системи» (Київ, 2013 р.); «Пріоритети, напрями та сучасні чинники розвитку міжнародних відносин: економічні та політичні аспекти» (Ужгород, 2013 р.); «Шляхи трансформації міжнародної валютно-фінансової системи» (Київ, 2013 р.); «Шевченківська весна 2015: Економіка» (Київ, 2015 р.); «Розвиток фінансової системи України в умовах економічних перетворень» (Київ, 2015 р.); «Концептуальні засади економічного і правового забезпечення безпеки держави в умовах євроінтеграції» (Одеса, 2015 р.).

Публікації. Основні результати дисертаційного дослідження опубліковано в 12 наукових працях (загальний обсяг 4,46 друкованих аркушів), з них 5 одноосібних статей у фахових наукових журналах і збірниках наукових праць, 1 стаття в іноземному виданні, 6 – у матеріалах і тезах конференцій.

Структура та обсяг роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Загальний обсяг дисертації становить 245 сторінок, у тому числі основний текст дисертації викладено на 198 сторінках, включаючи 25 таблиць та 37 рисунків. Список використаних джерел містить 267 найменувань на 27 сторінках; 16 додатків на 20 сторінках.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ РЕАЛІЗАЦІЇ ПОЛІТИКИ ВАЛЮТНОЇ ДЕВАЛЬВАЦІЇ

1.1. Еволюція теоретичних підходів до формування валютної політики країн в умовах посилення міжнародної конкуренції

Впродовж кількох століть основною характеристикою світової економіки є міжнародний поділ праці, який є одним із ключових чинників визначення місця національних економік у світовому господарстві. Національні економіки проводять взаємний обмін результатами своєї діяльності у формі експорту та імпорту товарів і послуг, міжнародного руху капіталу, міжнародної науково-технічної кооперації тощо, внаслідок чого між цими економіками виникають валютно-грошові та кредитно-розрахункові відносини. З огляду на це, основною ціллю зовнішньоекономічної діяльності країни є забезпечення її конкурентноспроможності у світовому господарстві, яка досягається шляхом реалізації комплексу заходів та інструментів торговельної, монетарної, валютної та фіскальної політик, що відповідають філософії обраної державою економічної політики та повинні сприяти подоланню викликів, які вона контролювати не може.

Після Другої світової війни вільна міжнародна торгівля стала загальноприйнятим принципом в економічних відносинах між розвиненими країнами, який було покладено в основу угод ГАТТ і ГАТС, а згодом і СОТ. Очільники СОТ неодноразово заявляли, що саме вільна міжнародна торгівля сприяє економічному зростанню її учасників та скороченню бідності [1]. В теоретичній науковій думці також

торгівлі, тоді як практика, фактично, часто показує протилежне. Хоча протекціонізм у своєму класичному вигляді офіційно відійшов в минуле, до кінця його переможено не було. Так, зокрема, науковець К.Дж.Грін зауважує, що протекціонізм нікуди не подівся – лише пристосувався до нового міжнародного середовища завдяки багатогранній здатності набувати нових форм [2, с. 2].

Американський вчений Р.Болдвін ще в 1986 р. досліджував питання впровадження країнами нетарифного протекціонізму, який, на його думку, був зумовлений структурними змінами у світовому господарстві, зокрема послабленням домінуючого становища США та посиленням на міжнародній арені Європейського Співтовариства, Японії, а також нових індустріальних країн. Висновок вченого полягав в тому, що ні вільна торгівля, ні імпортерський протекціонізм не є політично стабільними політиками в умовах глобальних структурних змін. Натомість правильним рішенням, на думку Р. Болдвіна, було б забезпечити абсолютну відкритість одних галузей та захист інших із можливістю зміни галузей в цих категоріях через деякий час [3, с. 27-28]. Ф.Ліст стверджував, що існує феномен домінування, а країни, які не знаходяться в становищі домінування і хочуть розвивати свою промисловість, повинні захищати її до моменту, поки вони не зможуть домовлятися на рівних [4, с. 52] з домінуючими країнами. Схожої думки дотримувався вчений Г.Касьянов, який вважає, що лібералізація і породжена нею економічна відкритість в умовах асиметрії розвитку світового господарства може бути шкідливою, адже створює умови для перекачування природних ресурсів зі слабо розв

прорив [5, с. 140]. Вітчизняний науковець О.А.Довгаль погоджується, що механізми та інструменти підвищення конкурентоспроможності, якими користуються великі розвинені економіки, часто є недоступними країнам, що розвиваються, що, фактично, позбавляє їх шансів на успіх не лише на іноземних ринках, але й внутрішньому. Таким чином, одностороння лібералізація може активізувати тиск на національних виробників та відповідно ускладнити їх ринкову адаптацію, особливо в сегментах капітало- і наукоємної технологічно складної продукції [6, с. 15].

О.А.Довгаль подає визначення сутності неопротекціонізму як складного комплексного державного механізму підвищення конкурентоспроможності національної економіки у процесі глобалізації, який все частіше використовується країнами не лише з метою реалізації зовнішньоекономічних пріоритетів, але й для

вирішення економічних та соціальних проблем, що мають суто внутрішнє походження [6, с. 18]. При тому варто зауважити, що, на нашу думку, вирішення внутрішніх проблем, підтримка національних виробників на внутрішньому ринку можуть вважатись елементами політики неопротекціонізму, коли вони розглядаються через призму конкуренції, яку можуть скласти національним виробникам іноземні компанії претендуючи на завоювання або розширення частки цього ринку.

Специфічною рисою неопротекціонізму початку XXI ст. є його діалектична природа, яка полягає в тому, що впроваджуючи заходи протекціонізму щодо своїх економічних партнерів та конкурентів у короткостроковому періоді, в довгостроковому країни прагнуть до повної лібералізації міжнародної торгівлі.

Особливості неопротекціоністської політики згрупуємо в таблиці 1.1.

Таблиця 1.1.

Особливості неопротекціоністської економічної політики

<i>Особливість політики</i>	<i>Характеристика</i>
Цілі	Підвищення конкурентоспроможності національної економіки шляхом збільшення частки міжнародних ринків для збуту продукції національних виробників, накопичення капіталу, забезпечення модернізації економіки та соціальної структури суспільства
Характер	Переважає наступального характеру (з яскраво вираженими агресивними експансіоністськими рисами) над оборонним
Вектор спрямованості	Зовнішньо- та внутрішньоекономічний
Інструменти	Нетарифні інструменти міжнародної торгівлі, заходи та інструменти монетарної, валютної, фіскальної політик
Рівень регульованості в міжнародних відносинах	Не врегульовано міжнародними угодами, слабкий контроль міжнародних організацій

Джерело: складено автором із використанням результатів дослідження О.Довгаль [6].

Переважає в неопротекціоністській політиці наступального характеру над оборонним фактично означає, що сучасний зовнішньоекономічний протекціонізм спрямований не лише на захист внутрішнього ринку і національних виробників від іноземної конкуренції, але у великій мірі і на підвищення конкурентоспроможності, посилення позицій і зростання експансії національного бізнесу закордоном [6, с. 22]. Така державна політика, очевидно, ставить перед собою за мету досягнення двох внутрішньо суперечливих цілей, які полягають в спробі країною отримати

максимальну вигоду від своєї участі у міжнародній торгівлі та одночасно захистити власні позиції від намагань інших країн досягти те саме. О.Довгаль називає це “розумним протекціонізмом”, який характеризується таким рівнем обмежень у міжнародній торгівлі, який, з одного боку, відповідає національним економічним інтересам, а з іншого – забезпечує стимули для виходу на світовий ринок вітчизняних товарів та неускладнений доступ конкурентноспроможних іноземних товарів та послуг на внутрішній ринок [6, с. 14].

Важливою особливістю неопротекціонізму є розширення арсеналу його засобів за рахунок використання порівняно нових і завуальованих нетарифних інструментів [6, с. 22]. Дослідник Б.Баласа подає такі складові політики неопротекціонізму: нетарифні торговельні обмеження, державну допомогу під егідою “раціоналізації галузей”, так само як і спроби укладення домовленостей щодо поділу світового ринку [7, с. 414]. До нетарифних торговельних обмежень можна віднести: ускладнення митних та адміністративних процедур, сертифікація, технічні стандарти та інші спеціальні вимоги до товарів, які ввозяться, добровільне обмеження експорту, імпорتنі податки та збори та інші. Погоджуємось, що дані заходи є важливими елементами цієї політики, проте, на нашу думку, неопротекціонізм ними не обмежується. Відповідно до видів економічних політик, в рамках яких неопротекціоністські заходи реалізуються, хочемо виділити форми неопротекціонізму: фінансовий, валютний і фіскальний.

Е.Роуз та Т.Віладек розглядали фінансовий протекціонізм як зміну пріоритетів вітчизняних фінансових інституцій, спричинену державною політикою, що призводить до дискримінації іноземних домогосподарств та/або підприємств [8, с. 1]. К.Янг виділяє три головні типи, які, на нашу думку, більше підходять під визначення “інструменти”, фінансового протекціонізму: обмеження доступу до фінансового ринку, асиметричність застосування правил та впровадження субсидій [9, с. 1]. На нашу думку, фінансовий неопротекціонізм – це державна політика, спрямована на забезпечення конкурентноспроможності національної економіки шляхом створення пріоритетних умов доступу до фінансових ресурсів для вітчизняних суб’єктів господарювання у порівнянні з іноземними. В ширшому понятті фінансовий

неопротекціонізм можна розглядати як використання країною нетрадиційних інструментів монетарної політики для забезпечення конкурентноспроможності національної економіки на світовому ринку.

Щодо другої форми неопротекціонізму, то вчений В.М.Корден зазначає, що якщо уряд проводить заходи, які спричиняють девальвацію валюти з ціллю стимулювання експорту або галузей-виробників продукції, конкурентної імпорту, без реальної потреби скорочення фіскального або торговельного дефіциту, то така політика може вважатись валютним протекціонізмом. В цьому випадку відбувається захист виробників-експортерів за рахунок виробників-неекспортерів [10, с. 38]. Іншу думку висловлює Д.Мелпес, згідно з якою основою валютного протекціонізму є твердження, що нестабільна валюта спричиняє недорозвиненість економіки, а це, в свою чергу, стримує імпорт та експорт країни, і навпаки – експорт та імпорт країн зі стабільним валютним курсом зростає швидше [11, с. 107]. На нашу думку, твердження В.М.Кордена є більш коректним, тому валютний неопротекціонізм розглядаємо як забезпечення конкурентноспроможності національної економіки на світовому ринку через реалізацію заходів, пов'язаних зі зміною валютного курсу.

Класифікацію інструментів обох вищезгаданих форм неопротекціонізму запропонували вітчизняні науковці З.Луцишин та Н.Резнікова на рис. 1.1.

Серед інструментів неопротекціонізму вчені виділяють деякі обмежувальні заходи щодо руху капіталу. В той же час, згідно з К.П.Галлахером, найновіша хвиля неокласичних досліджень не відносить заходи з контролю капіталу до протекціоністських, але до корекціоністських, які спрямовані на підвищення ефективності діяльності світового ринку капіталу [13, с. 20]. Втім, з огляду на те, що інтенцією для введення контролю капіталу є перш за все власний національний інтерес країни, а не сприяння стабілізації світового ринку капіталу, а також беручи до уваги запропоноване нами власне визначення, вважаємо за доцільне залишити контроль капіталу серед заходів фінансового неопротекціонізму.

Окрім цього, важливо також зауважити, що

ного порогу, якого більшість країн, що розвиваються, ще не дістались.

Зниження валютного курсу національної валюти	Політика процентної ставки
Емісія грошей у рамках політики кількісного пом'якшення. Такий механізм полягає у купівлі Центральним Банком фінансових активів у банків та інших приватних компаній на нову електронну емісію грошей, що дозволяє збільшити обсяги банківських резервів понад необхідний рівень, підняти ціни придбаних фінансових активів, тим самим зменшивши їхню дохідність.	Реалізація стабілізаційних програм, у межах яких здійснюється фінансування неефективних банківських установ
Рестриктивні заходи щодо руху капіталу, що базуються на кількісних показниках (обмеження невідповідності валют; встановлення мінімального строку перебування; обмеження кінцевого використання; вимоги неоплачених резервів)	Обмеження на рух капіталу за критерієм ціни (податки на притік капіталу (Бразилія) і вивезення капіталу (Малайзія), вимоги неоплачених резервів)
Визначення оптимального рівня валютної складової у золотовалютних резервах і рівня заощадження	Реалізація крайною механізми системи самострашування через використання великих запасів міжнародних резервів

Рис. 1.1. Фінансові інструменти неопротекціонізму

Джерело: з дослідження З. Луцишин, Н. Резнікової [12, с. 56]

То ж н, що розвиваються, є не
потреба в зовнішніх інвестиціях, а, навпаки –
загалом. Тому вплив потоків іноземного капіталу на економіку буде не
позитивним, а радше навпаки – “підігріє” економіку, зумовить зростання реального
обмінного курсу, зниження конкурентоспроможності товарів і зменшення бажання
приватного сектора до інвестування [12, с. 57].

Серед інших неопротекціоністських заходів контролю капіталу, на нашу думку, можна виділити: обмеження національних економічних суб'єктів, які можуть брати іноземні кредити, обов'язковий дозвіл національним економічним суб'єктам інвестувати закордон або утримувати банківські рахунки в іноземній валюті, обов'язкова вимога до національних економічних суб'єктів звітувати про іноземні інвестиції та операції, здійснені з їхнім іноземним рахунком, заборона або обмеження інвестування іноземців в деякі галузі та ін. [13, с. 3].

На нашу думку, важливо окремо підкреслити роль такого інструменту валютно-фінансового неопротекціонізму як накопичення золотовалютних резервів та їх диверсифікація. Належний рівень резервів скорочує волатильність обмінного курсу валюти та забезпечує його стабільність, зменшує вразливість національної економіки до зовнішніх шоків. Окрім цього, за допомогою міжнародних резервів країна може компенсувати нерівномірність зовнішньоекономічної діяльності її суб'єктів господарювання. Для великої економіки, що накопичила значну кількість певної валюти, міжнародні резерви можуть стати каналом експансії її емітента шляхом впливу на попит та пропозицію цієї валюти. В той же час, диверсифікація міжнародних резервів, навпаки – скорочує можливість емітента резервної валюти впливати на фактичну вартість резервів іноземних держав через маніпулювання курсом власної валюти.

Окремим напрямком неопротекціонізму є фіскальний. Важливо зауважити, що країни, які відмовились від свого монетарного суверенітету задля участі в інтеграційних об'єднаннях в результаті позбавлені можливості використовувати інструменти фінансового та валютного неопротекціонізму задля забезпечення конкурентноспроможності на світовому ринку. Фактично, із делегуванням права формувати монетарну та валютну політику наднаціональним фінансовим структурам, центральні банки та уряди таких країн змушені винаходити нові інструменти підвищення власної конкурентноспроможності, одним із яких є так звана фіскальна девальвація. Вперше цю ідею запропонував нс, але розвинула її на початку XXI ст. професор Гарвардського університету Г.Гопінат, а реалізована вона була в пост-кризовий період в країнах Європейського Союзу, зокрема у Франції та Іспанії. Суть даної полягає в піднятті податку на додану вартість та зниженні податків на заробітну плату: в результаті зростання ПДВ призводить до збільшення ціни на імпортні товари, а скорочення податків на зарплату допомагають пом'якшити наслідки зростання податків саме для національних компаній [14].

В умовах сучасного рівня глобалізації світогосподарських зв'язків країна не може залишатись осторонь міжнародних економічних відносин. В той же час, без

належного регулювання з боку органів державної влади, можливості, які в ідкриває перед країною міжнародна торгівля, можуть перетворитись на небезпеку та принести суттєві збитки. Варто зауважити, що різні групи та стейкхолдери, залучені в міжнародні економічні відносини, фактично є зацікавленими в різних типах зовнішньоекономічної політики: лібералізація міжнародної торгівлі є вигідною перш за все ТНК та міжнародним організаціям, тоді як уряди країн більше схиляються до захисту національних виробників. Так само різним є підхід країн в залежності від рівня їхнього розвитку: розвинені країни виступають на захист лібералізму, тоді як ті, що розвиваються, більш зацікавлені у протекціонізмі. Так само імпортери підтримують ліберальну торгівлю, тоді як виробники – протекціоністську політику. Саме тому, в умовах системної трансформації економіки ефективна зовнішньоекономічна політика повинна полягати в оптимальному поєднанні заходів лібералізації та неопротекціонізму в кожний даний момент часу [6, с. 23].

Важливою складовою державної економічної політики, через яку країна може досягати неопротекціоністських цілей є валютна політика. З огляду на те, що впродовж останнього століття бачення валютної політики держави часто змінювалось проведемо аналіз еволюції поглядів вчених на ефективні валютні режими та моделі обмінного курсу.

До 1914 р. існував золотий стандарт, згідно з яким держави не могли прямо впливати на коливання обмінного курсу власної валюти, окрім як змінюючи обсяги золотовалютних резервів, що можна було досягти лише шляхом ведення активної міжнародної торгівлі із позитивним зовнішньоторговельним сальдом. Втім, уже під час Першої світової війни країни відійшли від золотого стандарту з метою емітувати кошти задля фінансування воєнних видатків. З огляду на невизначеність щодо майбутнього золотого стандарту та введення плаваючих обмінних курсів, виникла потреба оцінки реальної вартості валют. Саме тому в 1918 р. Г.Касселем було сформовано концепцію паритету купівельної спроможності, відповідно до якої номінальний обмінний курс вирівнює відносні ціни корзин товарів, якими торгують, вироблених в двох країнах. Згодом, концепція стала розглядатись для

всієї сукупності товарів – і тих, якими торгують, і тих, якими не торгують, але які враховано при розрахунку загального рівня цін. За гіпотезою паритету купівельної спроможності динаміка номінального обмінного курсу в довгостроковому періоді визначається відношенням рівнів цін в національній та зарубіжній економіках. В той же час, в короткостроковій перспективі номінальному курсу характерна висока волатильність, пов'язана із його чутливістю до змін ряду макроекономічних показників та інформаційних шоків з врахуванням кон'юнктури валютного ринку [15, с. 6]. Виділяють абсолютний та відносний паритети. В основі теорії абсолютного паритету купівельної спроможності лежить відношення рівнів цін в двох країнах, якому і дорівнює обмінний курс, а згідно з теорією відносного паритету купівельної спроможності зміна обмінного курсу валют пропорційна відносній зміні рівнів цін в цих країнах – в цьому випадку враховується інфляція [15, с. 6]. Варто враховувати, що в деяких випадках може відбуватись відхилення від паритету через дію ряду зовнішніх факторів: зміни державних видатків; різниці в номінальних заробітних платах в розвинутих економіках та економіках, що розвиваються; зміни умов торгівлі; введення протекціоністських заходів тощо.

У 1922 р. на Генуезькій міжнародній конференції було введено золотодевізний стандарт, який базувався на золоті та іноземних валютах. За міжнародні платіжні засоби почали використовувати національні кредитні гроші, а курсоутворення валют було вільним. Таке використання національних кредитних грошей показало, що зміни в монетарній політиці мають значний вплив на валютний курс, а валютна політика за режиму вільного курсоутворення є фактично похідною від грошово-кредитної. Зростання національної відсоткової ставки звичайно тягне за собою підвищення вартості національної валюти, і навпаки. Ці ідеї стали основою теорії паритету процентних ставок Дж. М. Кейнса [16, с.124]. Паритет процентних ставок має дві форми – покритий і непокритий. Непокритий паритет ґрунтується на твердженні, що існує ідеальне заміщення активів, номінованих в національній та іноземній валютах. Тобто за інших рівних умов фактичне або очікуване зростання внутрішньої номінальної процентної ставки призведе до зростання попиту на національні активи, попиту на національну валюту та її посилення [15, с. 11], і

навпаки – зменшення процентної ставки зумовить скорочення попиту на національні активи та національну валюту. Покритий паритет процентних ставок описує відносини між валютними курсами спот-ринку та форвардного ринку з процентними ставками за облігаціями у двох економіках, чії курси порівнюються [17, с. 2].

Що стосується оптимального валютного режиму, то науковці того періоду різко висловлювались проти плаваючого валютного курсу через його неспроможність забезпечити повоєнне економічне зростання країн та світової економіки, то ж під впливом Великої депресії 1929-1933 рр. виникла кейнсіанська теорія регульованої валюти. Дж.М.Кейнс виступав як проти золотого стандарту, так і проти гнучкого валютного курсу – вчений дотримувався думки, що оптимальною може бути лише система регульованих міжнародними правилами валютних курсів [18, с. 1], якою мала стати Бреттон-Вудська валютна система.

В той же час, у вченнях Дж.М.Кейнса також прослідковується визначення первинності монетарної політики та вторинності, похідного характеру валютної. Вибираючи між ціновою та курсовою стабільністю, Дж.М.Кейнс вважав, що зосередитись потрібно на першій, адже коли бюджет, рівень внутрішніх цін, валютний курс та зовнішня торгівля будуть врегульовані належним чином [18, с. 4], зміни обмінного курсу здійснюватимуться повільно та плавно. Відповідно до даної теорії, регулювання валюти повинне включати регулювання грошового обігу і кредиту для забезпечення стійкості цін, а регулювання валютних курсів має здійснюватись внаслідок дій центральних банків. Дж.М.Кейнс наголошував, що увагу слід приділяти не номінальному, а реальному обмінному курсу [19, с. 227].

Важливим напрямом теорії регульованої валюти є теорія еластичних паритетів І.Фішера та Дж.М.Кейнса. Перший вчений пропонував стабілізувати купівельну спроможність грошей шляхом зміни золотого вмісту грошової одиниці, тоді як Дж.М.Кейнс захищав еластичні паритети кредитних і паперових грошей, так як вважав золотий стандарт минулим [20, с.17]. Г. фон Хаберлер також притримувався схожої думки, що вільно плаваючі валютні курси можуть спричинити небажані для економіки наслідки, серед яких – відтік капіталу та різкі

коливання [21, с. 177] обмінного курсу. Р. Нурксе також вважав, що відпускати валюти в щоденне вільне плавання під впливом ринкового попиту та пропозиції не варто, адже це спричиняє хаос [22, с. 137]. До такого висновку вчений дійшов на основі аналізу фактичних коливань валютних курсів у міжвоєнний період, які значно перевищили коливання, спричинені змінами відносних цін в країнах [23, с. 10], тобто концепція паритету купівельної спроможності не спрацьовувала. В той же час, Нурксе також відкидав систему жорстко фіксованих валютних курсів та вважав, що міжнародне співробітництво в сфері регулювання валютних курсів є можливим та бажаним [22, с. 211]. Окрім цього, науковець визнавав позитивний вплив девальвації на торговельний баланс країни [21, с. 181] та зростання обсягів її експорту, тобто поділяв думку, що валютна політика може бути ефективною задля досягнення країною наступальних зовнішньоекономічних цілей.

Після Другої світової війни розвинені країни утворили Бреттон-Вудську валютну систему, яка за первинним задумом мала бути системою регульованих валютних курсів, та перетворилась на систему фіксованих валютних курсів, у якій функції світових грошей між собою поділили золото та долар США.

Засновник монетаристської школи М.Фрідмен жорстко критикував Бреттон-Вудську валютну систему. Вчений передбачував її розвал та висловлювався на підтримку системи плаваючих валютних курсів. Вчений порівнював систему вільноплаваючих курсів із переходом на літній час і робив висновок, що значно простіше дозволити помінятися одній ціні – ціні на валюту, аніж розраховувати, що зміняться безліч цін, які разом формують систему внутрішніх цін країни [24, с. 173], а це на практиці можна досягти лише при гнучкому курсоутворенні.

Окрім цього, в економічній думці подальшого розвитку набув підхід до оцінки валютного курсу з позицій платіжного балансу. На основі моделі IS-LM, яка стала основою для розвитку економічного напрямку неолібералізму, двома економістами Р.Манделлом та М.Флемінгом в ході окремих незалежних досліджень було розроблено модель, яка аналізує ефективність фіскальної і монетарної політики малої відкритої економіки залежно від обраного режиму валютного курсу. Дана модель також демонструє слабину Бреттон-Вудської системи, яка полягає у

виникненні так званої «трилеми відкритої економіки», в результаті якої держава може досягти лише дві з трьох цілей: забезпечити вільний рух капіталу, утримувати фіксований валютний курс або забезпечити автономію внутрішньої монетарної політики. Таким чином, коли ступінь інтеграції країни у світову фінансову систему дозволяє вільний приплив та відплив капіталу, внутрішні процентні ставки автоматично прирівнюються до світових. Коли обмінний курс є фіксованим, монетарна експансія компенсується відтоком капіталу і навпаки. Держава може вплинути на цю ситуацію шляхом обмеження мобільності капіталу, втім, це спричинить негативну реакцію бізнесу [25, с. 15].

Окрім цього, модель Манделла-Флемінга надає також важливий аналіз, яка комбінація заходів грошово-кредитної, валютної та фіскальної політики є ефективними для малої економіки при плаваючому та фіксованому валютних курсах та різних ступенях мобільності капіталу:

1) за умов фіксованого валютного курсу і високого ступеня або абсолютної мобільності капіталу бюджетно-фіскальна політика разом з девальвацією та стимулювальною монетарною політикою матиме позитивний вплив на зростання національного доходу;

2) за умов плаваючого валютного курсу та обмеженій мобільності капіталу заходи стимулювальної політики разом із використанням девальвації призведуть до підвищення національного доходу, тобто збільшення виробництва, а також зниження процентної ставки;

3) за умов плаваючого валютного курсу та низького ступеня мобільності капіталу підвищення процентної ставки та заходи девальвації компенсуюватимуть погіршення платіжного балансу, внаслідок чого національний дохід зросте.

У 1969 р. професором Лондонської школи економіки Г.Джонсоном було також висловлено ряд аргументів за використання державами плаваючих курсів: самостійність монетарної та фіскальної політики, автоматичне збереження зовнішньої рівноваги тощо. Окрім цього, вчений стверджує, що за існуючої Бреттон-Вудської системи валютна девальвація стала символом політичної поразки, а ревальвація – політичної перемоги над іншими країнами, то ж уряди

країн до останнього намагаються опиратись цим заходам. Цей політичний символізм заважає регулюванню валютного курсу, який має бути сприйнятий як необхідний для нормального функціонування світової валютної системи. Плаваючий курс забезпечить скорочення або усунення цього існуючого політичного елемента в регулюванні валютного курсу, та дозволить анонімному конкурентному валютному ринку самому регулювати валютні курси [26, с. 22].

Як і передбачував засновник монетарної школи М.Фрідман, у 1971 р. Бреттон-Вудська валютна система припинила існування з огляду на неможливість долларом США забезпечувати стабільність світової економічної системи, то ж з 1976 р. і до сьогоднішнього дня діє Ямайська система плаваючих валютних курсів.

Як уже було зазначено раніше, прихильники монетаризму виступали проти державного втручання у ринкові відносини та підтримували введення режиму плаваючих валютних курсів. В їхній теорії обмінного курсу виділяють два основні напрями залежно від припущень про гнучкість цін: монетарні теорії з гнучкими цінами та монетарні теорії з жорсткими цінами. Перший напрямок ґрунтується на моделі загальної рівноваги, яка була запропонована швейцарським економістом, фундатором теорії маржиналізму Л.Вальрасом. Прихильники теорії стверджували, що рівновага є результатом вирівнювання двох грошових ринків і постійного збереження абсолютного паритету купівельної спроможності. Тобто курс валюти визначається відносною пропозицією грошей так як національна пропозиція грошей визначає рівень національних цін [27, с. 5].

Так як моделі з гнучкими цінами не пояснювали різких коливань валютних курсів, це зумовило розвиток монетарних моделей з жорсткими цінами, серед яких найвідомішою вважається модель Р.Дорнбуша, запропонована в 1976 р. Вона ґрунтується на допущенні жорсткості товарних цін і неможливості миттєвого пристосування рівня цін маси. У таких випадках значення реального і номінального обмінного курсу у короткостроковому періоді перевищуватимуть довгостроковий рівноважний рівень обмінного курсу. Корируючою змінною в такій моделі виступає рівень відсоткових ставок, який зазнає періодичних змін для компенсації жорсткості товарних цін [28, с. 322].

В 1977 р. В. Брансоном була запропонована теорія портфельного балансу. У даній теорії припускається, що активи приватних агентів є представленими внутрішніми та іноземними облігаціями, а також грошима. Обсяг купівлі кожного активу залежить від рівня внутрішніх процентних ставок та очікуваного темпу здешевлення валюти. Емісія додаткових грошей при очікуваній стабільності вартості національної валюти призведе до зменшення рівня внутрішніх процентних ставок, а також зумовить девальвацію даної валюти. На думку авторів моделі, це відбуватиметься з ціллю стимулювати економічних агентів замінити частину власних внутрішніх облі на гроші, тоді як рівень процентних ставок при цьому мусить зменшитись. В той же час, вимушене скорочення внутрішніх активів у х портфелях

обмі курс підвищуватиметься [29, с. 25].

Імплементация базових принципів Ямайської валютної системи стала стимулом розвитку моделей валютних криз. У 1979 р. неокейнсіанець П.Кругман, який у 2008 р. отримав Нобелівську премію, у дослідженні «Модель криз платіжного балансу» показав, що режим фіксованого валютного курсу ймовірно закінчуватиметься неочікуваною спекулятивною атакою. Такі дії вчений пояснює так: задля утримання курсу уряд використовуватиме резерви, обсяг яких буде постійно зменшуватись. Перед повним виснаженням резервів відбудеться спекулятивна атака інвесторів. Іноді уряду вдається залучити зовнішню допомогу або кредит, і тоді капітал, що відтік, повертається назад в країну, золотовалютні резерви відновлюються. Втім, таке відновлення є тимчасовим [30, с. 311-312], допоки залучених коштів вистарчатиме, аби утримувати курс. Такі дії будуть циклічними, поки країна не відмовиться від фіксованого курсу.

У 1997-1999 рр. відбулась Азійська фінансова криза, внаслідок якої багато економістів заявили про неспроможність до саморегуляції системи плаваючих валютних курсів. Незважаючи на те, що П.Кругман не є прихильником фіксованого курсу, він все ж вважає, що для подолання наслідків Азійської фінансової кризи країнам варто було вводити валютний контроль на короткостроковий період.

Вчений наводить приклад Мексиканської боргової кризи 1982 р., коли країна ввела валютний контроль, внаслідок країна перебувала у 5-річній стагнації, втім, порівняно зі скороченням ВВП на 20%, 10%, навіть на 5% стагнація є позитивним зрушенням. Кругман вказує на досвід Китаю, який внаслідок цієї кризи постраждав менше, ніж його сусіди, тому, що скоротив процентні ставки, а не підняв, навіть незважаючи на збереження фіксованого обмінного курсу, що вдалось зробити завдяки неконвертованій валюті, іншими словами – валютному контролю [31].

Впродовж останніх років виник ще один новий підхід до моделювання формування обмінного курсу – з врахуванням мікроструктури валютного ринку, тобто структури його учасників, врахування їхньої неоднорідності та стратегій поведінки. Це дозволяє пояснити відхилення номінального обмінного курсу від рівноважного рівня та дослідити процес передачі інформації між учасниками, їхню поведінку, зв'язки між потоками інформації та потоками заявок на купівлю чи продаж валюти, неоднорідність очікувань учасників ринку, волатильність валютного курсу та можливі міри щодо його стабілізації [15, с. 21]. У стандартній моделі з врахуванням мікроструктури ринку передбачається, що номінальний курс встановлюється на валютному ринку, учасниками якого є неоднорідні (інформовані і непоінформовані) агенти, який характеризується певним потоком заявок на купівлю або продаж валюти [15, с. 22]. Дії інформованих інвесторів, ґрунтують свої прогнози на фундаментальних макроекономічних показниках, мають стабілізуючий вплив на курс, приводячи його до рівноважного стану. Якщо значення номінального валютного курсу істотно відхиляються від рівноважного рівня, інформовані трейдери втрачають довіру до ринку і закривають свої позиції, адже реалізація заявок, сформованих на основі фундаментального аналізу, є збитковою. Якщо відхилення курсу від рівноважного значення є мінімальним, фундаментальний аналіз дає достовірні прогнози та інформовані трейдери знову приходять на ринок [15, с. 23]. Центральні банки в моделі мають більш повну інформацію, заздалегідь знають майбутні зміни фундаментальних показників і здатні оцінити їх вплив на обмінний курс. Здійснюючи інтервенції, ЦБ повертає довіру інформованих трейдерів до фундаментального аналізу в ситуаціях значних

відхилень курсу, вони знову виходять на ринок, приводячи своїми діями валютний курс до рівноважного стану. Тому в рамках даного підходу інтервенції можуть розглядатися як інструмент координації очікувань трейдерів.

У сучасній вітчизняній економічній літературі також є багато визначень валютної політики. О.І.Береславська розглядає валютну політику як сукупність заходів, що реалізуються органами монетарної влади у сфері регулювання динаміки обмінного курсу національної грошової одиниці та встановлення його режиму [32, с. 25]. В.С. Стельмах зазначає, що валютна політика – це сукупність здійснюваних державою економічних, організаційних та правових заходів у сфері валютних відносин з метою реалізації стратегічних завдань розвитку національної економіки [33, с. 149]. Т.В. Філіпенко вважає, що валютна політика є важливою частиною загальноекономічної політики і стверджує, що вона є комплексом здійснюваних державою економічних, організаційних та правових заходів у сфері валютних відносин задля реалізації стратегічних завдань розвитку національної економіки, що спрямовані на досягнення головних цілей економічної політики держави: забезпечити усталеність економічного росту; підтримати рівновагу платіжного балансу; стримати ріст інфляції і та ін. [34, с.166]. Ф.О.Журавка стверджує, що валютна політика – комплекс економічних, організаційних, правових, адміністративних та інших заходів, методів, форм, інструментів, які здійснюються державою у сфері валютно-фінансових та кредитних відносин відповідно до поточних та стратегічних цілей загальної економічної політики країни [35, с. 9]. У Господарському кодексі України надається визначення валютної політики як “державної політики, що спрямована на встановлення і підтримання паритетного курсу національної валюти щодо іноземних валют, стимулювання зростання державних валютних резервів та їх ефективне використання” [36].

Втім, на нашу думку, жодне із вищенаведених визначень не характеризує повністю всю багатогранність валютної політики держави. Саме тому, на нашу думку, валютна політика держави – це сукупність економічних, правових, організаційних, адміністративних заходів та інструментів, що використовуються центральним банком у співпраці із урядом та іншими органами державного

регулювання з власної ініціативи чи у відповідь на заходи монетарної та валютної політики інших держав з метою досягнення країною макроекономічного зростання, посилення нею власних позицій у світовому господарстві, а в умовах кризових явищ – подолання внутрішніх структурних дисбалансів.

Будучи частиною макроекономічної політики держави, валютна політика є тісно пов'язана із грошово-кредитною. У цьому взаємозв'язку криється фундаментальна, на нашу думку, проблема державної економічної політики, яка полягає у діалектичій за своєю суттю в короткостроковому періоді спробі поєднати забезпечення стабільності національної валюти через стабільність цінову або номінального курсу, досягнення конкурентних переваг на міжнародних ринках, що є можливим через проведення валютних девальвацій, а також захист національних виробників від оборонних заходів у відповідь. Таким чином, на нашу думку, ключове завдання ефективної монетарної та валютної політики полягає в оптимальному поєднанні заходів наступального, оборонного та стабілізаційного характеру в кожний даний момент часу.

Валютна політика спрямована на досягнення загальноекономічних цілей, серед яких забезпечення рівноваги платіжного балансу країни, зростання ВВП, підвищення конкурентноспроможності благ національних виробників на міжнародних ринках, недопущення і подолання кризових явищ та ін. Крім цього, валютна політика має ряд специфічних завдань, які можуть бути досягнені лише за рахунок її ефективної імплементації: забезпечення стабільного функціонування внутрішнього валютного ринку країни [37, с. 58]; створення сприятливих організаційно-правових умов валютних відносин задля стимулювання зовнішньоекономічної діяльності суб'єктів госпо-дарювання, а також приваблення припливу капіталу з-за кордону [37, с. 58]; сприяння нормальній організації грошового обігу в країні для забезпечення ефективних товарообмінних операцій у зовнішньоекономічній діяльності [35, с. 13]; забезпечення довіри громадян та суб'єктів економічної діяльності до національної валюти; недопущення і подолання валютних спекуляцій; лібералізація або обмеження можливостей

суб'єктів господарювання у здійсненні валютних операцій залежно від загальних цілей економічної політики держави [37, с. 56] та ін.

Як видно із аналізу заходів валютної політики, результати якого систематизовані та подані у таблиці А.1 в додатку А, більшість із них пов'язані зі зміною валютного курсу, а від обраного державою режиму валютного курсу залежить, фактично, роль валютної політики та її місце у державній економічній політиці. Так, зокрема, у випадку режиму вільноплаваючого обмінного курсу валютна політика стає вторинною, похідною від монетарної, тоді як при режимі фіксованого курсу вона навпаки займає первинну, домінуючу позицію.

Режим фіксованого валютного курсу найчастіше реалізується через прив'язку курсу національної валюти до резервної або таргетування обмінного курсу. Його квінтесенцією є якраз забезпечення стабільності номінального обмінного курсу, для досягнення якої відповідно підлаштовані заходи грошово-кредитної та бюджетної політик. Фіксований валютний курс – це співвідношення між національною та іноземною валютою, зафіксоване центральним банком. Цей курс встановлюється на основі ряду показників, серед яких співвідношення цін країнах, обсяг золотовалютних резервів, сальдо торговельного балансу тощо.

Із аналізу переваг та недоліків фіксованого валютного курсу, поданого у таблиці Б.1 додатку Б, можемо зробити висновок, що цей режим найчастіше має позитивний ефект у малих відкритих економіках, що розвиваються, які беруть активну участь в міжнародній торгівлі, але не є у ній ключовими гравцями, а їхня валюта – частково конвертована або ж неконвертована. Грошово-кредитна система та фінансових ринок (особливо вторинний) таких країн зазвичай ще не є сформованими, а керівники уряду та державних фінансових установ не досягли необхідного рівня компетенції та досвіду, щоб проводити абсолютно самостійно та автономно монетарну політику своєї країни.

В той же час, режими плаваючого валютного курсу відзначаються тим, що валютний курс є лише одним із інструментів цілого спектру заходів макроекономічної політики. Він змінюється під впливом співвідношення ринкових сил. Стабільність обмінного курсу не є задачею валютної політики, вона

поступається грошово-кредитній, ключовою ціллю якої є забезпечення цінової стабільності – так зване таргетування інфляції.

Теорія плаваючих обмінних курсів була сформульована та розвинена представниками монетаристської школи М.Фрідманом, Г.Джонсоном, Г.Гіршем. Відповідно до даної теорії, обмінний курс повинен змінюватись в результаті дії попиту та пропозиції даної валюти на валютному ринку без жодного втручання держави. М.Фрідман виступав проти прив'язки обмінного курсу національної валюти до іноземної, оскільки у разі використання режиму валютного управління або офіційної доларизації частково або повністю втрачається монетарний та валютний суверенітет [38, с. 10], тобто заходи в рамках цих політик не можуть бути ефективно використані країною в наступальних, оборонних або стабілізаційних цілях. Він також називав плаваючий курс основою досягнення головної цілі економіки – вільної та заможної світової спільноти, що бере участь у необмеженій багатосторонній торгівлі [39, с. 15].

Гнучкий валютний курс – це співвідношення між національною та іноземною грошовими одиницями, що формується залежно від попиту та пропозиції на валютному ринку країни. Цей режим найчастіше використовується в розвинених економіках із високим рівнем доходу. Передумовами успішного застосування гнучкого курсу є економічна та політична стабільність держави, а також невисокий рівень інфляції, що досягається через реалізацію жорстких бюджетної та грошово-кредитної політик. В той же час, при вільноплаваючому курсі зовнішні фактори меншою мірою впливають на стан національної економіки, оскільки гнучкий обмінний курс вирівнює попит і пропозицію на іноземну валюту без зміни розміру золотовалютних резервів [40, с. 98].

Дискусія про те, який режим валютного курсу є оптимальним, тривала десятиліттями. Очевидно, що в країнах із розвинутою, стабільною ринковою економікою ефективним є режим вільноплаваючого курсоутворення, адже їхні економіки характеризуються добробутом, передбачуваною політикою уряду, жорстким контролем грошової маси, процентних ставок та інфляції. Інвестиції в активи у даних валютах менш ризиковані, окрім того найчастіше саме ці валюти

використовуються як засоби платежу в експортно-імпорتنих операціях. Окрім цього, курс національної валюти розвиненої країни є чутливим до змін їхніх внутрішньоекономічних показників. Окрім цього, гнучкий курс рекомендується малим економікам, в яких часто спостерігаються фінансові шоки, адже він забезпечує незалежність монетарної політики держави від зовнішніх факторів.

Незважаючи на закріплення вільного вибору режиму валютного курсу, МВФ, в рамках консультацій до Статті IV/2в «Зобов'язання відносно валютного режиму», наполегливо рекомендує країнам-членам перехід до плаваючого режиму. Головним аргументом міжнародна інституція називає більше можливостей використовувати інструменти грошово-кредитної [41, с. 37] та валютної політики задля досягнення внутрішньої та зовнішньої рівноваги.

З огляду на це, на основі проаналізованих вище особливостей валютної політики, беручи до уваги її тісний зв'язок із монетарною, хочемо виділити три типи такої політики країн за цілями проведення та інтенцією: наступальна, оборонна та антикризова, характеристики яких систематизуємо в таблиці 1.2.

Виходячи із запропонованого нами визначення валютної політики, наступальна валютна політика – це сукупність заходів та інструментів у сфері міжнародних валютно-фінансових відносин, що використовуються центральним банком у співпраці із урядом та іншими органами державного регулювання з метою посилення країною власних позицій у світовому господарстві та розширення власної частки на міжнародних ринках.

В той же час, оборонну валютну політику ми розуміємо як комплекс заходів та інструментів у сфері міжнародних валютно-фінансових відносин, які використовують центральний банк та уряд з метою збереження економічної незалежності країни, мінімізації втручання іноземних економічних агентів, а також захисту позицій національних виробників на світовому ринку, що перебувають під загрозою в результаті проведення іноземними економіками наступальних заходів.

Оборонну політику найчастіше впроваджують країни, які з огляду на глобалізацію світогосподарських процесів беруть участь у міжнародних економічних відносинах, але в той же час мають намір максимально зберегти

власну незалежність від іноземних держав та інтеграційних об'єднань та мінімізувати негативні ефекти від лібералізації світогосподарських зв'язків на національну економіку.

Таблиця 1.2

Характеристика типів валютної політики

<i>Тип політики</i>	<i>Наступальна</i>	<i>Оборонна</i>	<i>Антикризова</i>
Ціль проведення та очікувані наслідки	- Посилення позицій країни у світовому господарстві та розширення частки світового ринку; - отримання конкурентних переваг від участі в міжнародній торгівлі; - забезпечення економічного зростання	- Захист національної економіки від зовнішніх впливів, в тому числі експорту шоків; - захист внутрішнього ринку від іноземної конкуренції; - забезпечення економічного зростання	- Подолання внутрішніх кризових явищ (стабілізація рівня інфляції та подолання безробіття); - відновлення економічного зростання
Інтенція	Спланована	Вимушена	Вимушена
Вектор спрямованості	Зовнішній	Внутрішній та зовнішній	Внутрішній
Інструменти	- Інтервенції центрального банку; - валютна девальвація; - скорочення процентної ставки; - введення контролю за рухом капіталу; - кількісне пом'якшення; - підписання валютних угод, співпраця із міжнародними інституціями (наприклад, СОТ)	- Валютний контроль і встановлення валютних обмежень; - валютні інтервенції; - диверсифікація золотовалютних резервів; - введення контролю за рухом капіталу; - неконвертованість валюти; - кількісне пом'якшення; - режим обмінного курсу: прив'язка або вільне плавання; - валютна блокада	Залежно від базових макроекономічних пріоритетів країни: - політика "дешевих грошей": зниження відсоткової ставки, кількісне пом'якшення, валютна девальвація та ін.; - політика "дорогих грошей" (у випадку пріоритету інфляційного таргетування): валютна ревальвація та ін. Незалежно від пріоритетів реалізуються стабілізаційні програми підтримки кризових секторів
Притаманність	Усім, більш результативною буде у великих економіках	Усім економікам, залежним від міжнародних економічних зв'язків	Економікам, що переживають кризові явища

Джерело: складено автором.

Антикризова валютна політика, на нашу думку, є сукупністю заходів та інструментів у сфері міжнародних валютно-фінансових відносин, що використовуються центральним банком у співпраці із урядом та іншими органами державного регулювання з метою подолання внутрішніх структурних криз та відновлення макроекономічного зростання. Цей вид політики став особливо

активно впроваджуватись державами після світової фінансової кризи 2008-2009 рр., що буде більш детально проаналізовано у підрозділі 2.1. Як було зауважено у таблиці 1.2., антикризова валютна політика є найчастіше похідною від стимулювальної монетарної політики, яка проявляється через політику “дешевих грошей”, що реалізується з ціллю вливання ліквідності у економіку та її пожвавлення. Значно рідше вона реалізується внаслідок стримувальної монетарної політики – так званої політики “дорогих грошей”, яку можуть впроваджувати країни або інтеграційні об’єднання, найважливішим пріоритетом грошово-кредитної політики яких є цінова стабільність через жорстке таргетування інфляції. В той же час заходи, що здійснюються в рамках стабілізаційних програм, впливають на обмінний курс, який, в свою чергу, через трансмісійний механізм, що буде детально досліджено у підрозділі 1.3., стимулює зміну позицій країни у міжнародній торгівлі через зміну цін та обсягів експорту та імпорту, та впливає на ряд внутрішньоекономічних показників: обсяг ВВП, рівень зайнятості та ін.

Фактично, у випадку виконуваності ряду умов, найважливішими серед яких є відкритість та експортноорієнтованість економіки і які будуть більш детально окремо проаналізовані у підрозділі 1.2. даного дисертаційного дослідження, антикризова валютна політика може результувати у так звані “побічні ефекти”, що проявляються у вигляді здобуття країною конкурентних переваг на міжнародних ринках навіть коли така ціль первинно країною і не ставилась, тоді як її торговельні партнери для нейтралізації наслідків таких дій для своїх національних економік ймовірно вживатимуть у відповідь заходи оборонної валютної політики. Так, до прикладу, дослідники К.Хен та Б.Макдоналд у своєму дослідженні для МВФ наголошують, що в антикризовому пакеті держав у 2008-2010 рр. були і неопротекціоністські заходи, які вплинули на обсяг міжнародної торгівлі. За їхніми оцінками через заходи неопротекціонізму, які було вжито країнами впродовж 2008-2010 рр., обсяг міжнародної торгівлі щорічно зменшувався на 0,2% або 30-35 млрд дол США [42, с. 5].

В той же час, на нашу думку, навіть в тому випадку, коли результати антикризової політики країни на світових ринках змушують її торговельних

партнерів вводити оборонні заходи у відповідь, ця валютна політика все одно не може вважатись неопротекціоністською, адже за інтенцією вона є вимушеною, її вектор спрямованості – внутрішній, а головна ціль – подолання структурних проблем та відновлення економічного зростання, тобто умови неопротекціонізму, визначені нами у таблиці 1.1., не виконуються.

Підсумовуючи вищезазначене, хочемо зауважити, що сучасний стан глобалізації світогосподарських процесів та лібералізації міжнародної торгівлі ставить перед країнами нові виклики, пов'язані із забезпеченням конкурентоспроможності національних благ на міжнародних ринках. У зв'язку із цим дедалі частіше державні політики різних країн характеризуються ознаками неопротекціонізму, що в сучасному вимірі спрямований не лише на захист національного виробника від іноземних конкурентів, але й на експансію інших економік теж.

Важливе місце у державній економічній політиці займає валютна політика, яка залежно від цілі та інтенції може бути наступальною, оборонною та антикризовою, тоді як ознаками неопротекціонізму характеризуються лише наступальна та оборонна, перша з яких має яскраво виражений експансіоністський характер, а друга – протекціоністський.

1.2. Девальвація національної валюти в системі інструментів неопротекціонізму в умовах глобальної конкуренції

Як було зазначено в попередньому підрозділі, одним із традиційних методів валютного регулювання, який може використовуватись як інструмент валютного неопротекціонізму, є валютна девальвація. Вчений Р.Купер у роботі “Валютні девальвації в країнах, що розвиваються” назвав валютну девальвацію одним із найбільш драматичних – навіть травматичних – заходів економічної політики, які можуть бути вжиті урядом. Майже завжди вона призводить до незадоволення і критики та вимог до уряду піти у відставку [43, с.3]. Під час дії системи золотого

стандарту девальвацією вважали офіційне зниження вмісту золота у грошовій одиниці країни, в сучасних умовах термін використовується частіше для позначення зниження курсу національної валюти відносно інших валют – долара США, євро чи СДР. Кемпбел Харвей визначає девальвацію як зниження спотових цін на валюту, здійснене за попереднім оголошенням уряду, хоча іноді її використовують для офіційного визнання зниження курсу національної валюти уже після того, як таке зниження відбулося стихійно [44, с. 210].

Таблиця 1.3.

Відмінні риси форм девальвації

<i>Ознака</i>	<i>Конкурентна девальвація</i>	<i>Захисна девальвація</i>	<i>Стабілізаційна девальвація</i>
Ціль проведення	Підвищення конкурентно-спроможності національної економіки у світовому господарстві, збільшення частки на міжнародних ринках	Захист національної економіки від зовнішніх впливів, захист внутрішнього ринку від іноземних виробників країни, що девальвує власну валюту, утримання частки на міжнародних ринках	Подолання структурних проблем, посткризова макроекономічна стабілізація та відновлення національної економіки
Інтенція	Спланована	Вимушена, є відповіддю на заходи валютної або монетарної політики країн-партнерів	Вимушена, є проявом валютної кризи
Реалізується в рамках	Політики економічного зростання, політики неопротекціонізму	Оборонної валютної політики	Антикризових програм монетарної та валютної політики
Притаманність	Усім, але в більшій мірі розвиненим та/або великим економікам	Усім економікам, залежним від зовнішньоекономічних зв'язків	Усім, але в більшій мірі малим економікам, що розвиваються
Очікувані наслідки	Посилення позицій національної економіки на світовому ринку, збільшення торговельного профіциту	Захист національного виробника, збереження економічного зростання	Стабілізація макроекономічної ситуації, відновлення економічного зростання

Джерело: складено автором.

На основі наведеної нами у підрозділі 1.1. типізації валютних політик, виділимо три форми валютної девальвації залежно від мети її проведення: стабілізаційна, захисна та конкурентна девальвація (таблиця 1.3).

Особливо великого розмаху та поширення використання країнами стабілізаційної та захисної девальвацій набуло після глобальної фінансової кризи 2008-2009 рр. Це пояснюється тим, що рецесія та падіння фінансового сектору більшості розвинених економік та країн, що розвиваються, досягла такого рівня,

що традиційні способи боротьби з наслідками кризи – такі як зниження процентних ставок або збільшення державних видатків задля активізації макроекономічних процесів, бажаного результату не принесли. В той же час, введення антикризових девальваційних заходів одними економіками спричиняло введення оборонних заходів у відповідь їхніми торговельними партнерами.

Окремо слід зазначити, що стабілізаційна девальвація не є заходом неопротекціонізму так як вона реалізується країнами в рамках антикризової валютної політики, яку було детально охарактеризовано у підрозділі 1.1. Більше того, на нашу думку, стабілізаційна девальвація не може розглядатись як інструмент неопротекціоністської політики ще й тому, що за інтенцією вона є проявом валютної кризи. Згідно з дослідженням Дж. Франкеля і А.Роуза, валютна криза – це швидке зменшення номінального обмінного курсу на 25% і більше, або зростання рівня знецінення валюти мінімум на 10% [45, с. 2]. Н.В. Резнікова та М.М. Відякіна погоджуються з позицією науковців Г. нхарта та С. Лізондо, які “при розробці індекса коливань валютного ринку не враховували показники динаміки

динамікою” [46, с. 118]. М.Бусьєр, С.Саксена та К.Е.Товар, в свою чергу, визначили, що валютні кризи супроводжуються у середньостроковому періоді скороченням виробництва на 2-6% ВВП, але в той же час вони наголошують, що сповільнення виробництва починається до кризи, тобто не криза його спричиняє, але вони обидва зумовлені іншими факторами. Вчені також стверджують, що за інших рівних умов, валютна криза таки матиме позитивний вплив на зростання виробництва – лише у п’ятирічній перспективі [47, с. 5-6].

Натомість саме конкурентна та захисна девальвація, на нашу думку, є якраз проявами валютного неопротекціонізму, адже перший тип девальвації спрямований на експансію країною, яка її проводить, інших економік через посилення власних позицій у міжнародній торгівлі, тоді як через другий тип країна забезпечує захист на внутрішніх та міжнародних ринках національних виробників від економічних суб’єктів тих країн, які здешевлюють власну валюту.

В сучасній економічній літературі поняття “конкурентна девальвація” іноді ототожнюється із поняттям “валютні війни”, хоча ми поділяємо думку вітчизняного вченого О. Шарова, що поняття “валютні війни” є значно ширшим, адже передбачає використання більшої кількості інструментів та засобів, ніж лише девальвація, таких як:

контроль, валютна
дискримінація, валютна блокада тощо [48, с. 17].

Розглянемо еволюцію наукової економічної думки щодо ефективності використання девальвації через призму політики неопротекціонізму.

В рамках теорії еластичних паритетів, девальвація розглядалась як засіб досягнення конкурентоспроможності на міжнародній арені. Дж.М.Кейнс рекомендував девальвувати валюту з метою впливу на рівень цін, обсяги експорту, обсяги виробництва і рівень зайнятості в країні, а також для боротьби за зовнішні [38, с. 9]. Р. Нурксе у 1944 р. наголосив, що в дискусіях між економістами щодо використання девальвації для здобуття конкурентних переваг здешевлення валюти сприймають перш за все як засіб покращення торговельного балансу країни, і, як наслідок, рівня зайнятості у ній. Вчений також відзначав, що засіб є ефективним, який, проте, фактично реалізується за рахунок інших країн, тому, очевидно, викличе заходи у відповідь [22, с. 129].

Важливим науковим дослідженням конкурентної девальвації та її впливу на економіку вважається публікація С.С. Александера «Вплив девальвації на торговельний баланс», що була написана у 1952 р. Автор визначив, що ефект і результати від проведення девальвації залежатимуть від умов попиту та пропозиції в країні, яка девальвує свою валюту, та у решті світу. Передбачається, що девальвація знижує ціни на вітчизняні товари закордоном пропорційно до зниження вартості валюти. Проте, дешеві товари є привабливими для іноземних покупців, отже попит на них зростає, що, в свою чергу, спричиняє підвищення цін на ці товари. Те, на скільки ціни зростуть та чи досягнуть переддевальваційного рівня, залежить від еластичності попиту на експортовані блага в цій країні та пропозиції товарів у країні-виробнику. Зі сторони імпортера, вплив виглядає так

само: первинним ефектом девальвації є підвищення цін на імпортні товари, яке спричиняє зниження попиту на іноземну продукцію, що, в свою чергу, може супроводжуватися зниженням світової ціни на блага, що імпортуються. Рівень реакції залежатиме від еластичності внутрішнього попиту на товари, що імпортуються, і пропозиції цих товарів у країнах-виробниках [49, с. 268-269].

У 1971 р. Р. Купер виділив три підходи до оцінки ефектів девальвації на економіку, які, на нашу думку, підтверджують її конкурентний характер.

1) Підхід на основі еластичності ґрунтується на заміщенні товарів – як споживання, так і виробництва, спричиненому зміною відносних цін внаслідок девальвації. Для малої відкритої економіки ціна в національній валюті експорту, імпорту та товарів-конкурентів імпортним зросте відповідно до рівня девальвації. Це здорожчання зробить привабливішим товари та послуги, що реалізуються лише на внутрішньому ринку, тим самим скорочуючи попит на імпортні товари та ті, що призначені для експорту, чим вивільнять їх для продажу закордоном. Коли ж економіка є великою, то внутрішні ціни можуть зрости меншим чином, аніж рівень девальвації, адже ціни в іноземній валюті знижаться частково у відповідь на зменшення попиту цієї економіки на імпортні товари або збільшення обсягів її експорту [43, с. 5].

Цей підхід лягає в основу умови Маршала-Лернера, згідно з якою за умов попередньо збалансованої торгівлі, готових товарів та досконало еластичної пропозиції на експорт як на внутрішньому, так і на міжнародному ринках девальвація національної валюти веде до поліпшення торгового балансу, тобто підвищує конкурентоспроможність економіки, якщо сума абсолютних значень еластичності внутрішнього попиту на імпортну продукцію і зовнішнього попиту на експортну продукцію відносно валютного курсу перевищує одиницю [43, с. 6].

2) Підхід на основі поглинання ґрунтується на припущенні, що будь-яке покращення торговельного балансу повинне бути зумовленим зростанням різниці між загальним обсягом виробництва та загальними внутрішніми видатками.

$$E+X=Y+M, \quad (1.1)$$

де E – загальні внутрішні видатки на товари та послуги, X – загальні видатки іноземців на експорт даної країни, Y – загальний обсяг виробництва, M – видатки країни на імпортовані товари.

Дану функцію можна описати і іншим чином:

$$X-M=Y-E \quad (1.2)$$

Рівняння показує, що профіцит торговельного балансу відображає переважання обсягу виробництва над внутрішніми видатками, і навпаки. Звідси випливає, що за потреби скоротити торговельний дефіцит потрібно або ж збільшити обсяг виробництва, або ж зменшити загальні внутрішні видатки [43, с. 6].

3) Третій підхід - монетарний - бере за основи оцінку попиту на гроші та твердження, що надлишковий попит на товари, послуги та цінні папери, який спричиняє торговельний дефіцит, відображає надлишкову пропозицію грошей. Девальвація дорівнює зменшенню пропозиції грошей та зменшенню вартості в іноземній валюті інших фінансових активів, які деноміновані у національній. Населення зменшить свої видатки з ціллю відновити реальну вартість своїх вкладень, що спричинить покращення платіжного балансу [43, с.6-7].

П. Кругман та Л. Тейлор у 1977 р., посилаючись на роботи А. Хіршмана, стверджували, що при торговельному дефіциті девальвація зменшує реальний національний дохід та може вести до скорочення сукупного попиту. Це відбувається тому, що, з одного боку, девальвація спричиняє зростання експортних цін, але з іншого – імпортовані ціни зростають теж. Якщо торгівля збалансована, то зміна цін взаємно компенсується, але якщо імпорт переважає експорт – відбудеться зменшення реального доходу [50, с. 449]. Вчені також вважають, що теоретично компенсувати вплив девальвації на сукупний попит можна урядовими заходами фіскальної та монетарної політики, залишивши, тим самим, девальвації первинну функцію розвитку експортного виробництва та імпортозаміщення. Втім, на практиці, особливо в країнах, що розвиваються, девальвація не завжди супроводжується стабілізаційними заходами [50, с. 454], тому часто призводить до негативного впливу на національний дохід та сукупний попит.

Внаслідок Азійської фінансової кризи, що відбулась у 1997-1999 рр., багато економістів заявили про неспроможність до саморегуляції системи плаваючих валютних курсів. Американські дослідники Л.Ф.Сеспедес, Р.Чанг та А.Веласко розкритикували девальвацію як ефективний інструмент подолання кризових явищ та звернули увагу на те, що країни, такі як Індонезія, які відпустили курс своєї валюти, яка одразу різко знецінилась, потрапили у ще глибшу кризу ніж ті країни, які курс своєї валюти утримували. Вони проаналізували праці таких вчених як Г.Кальво, Р.Гаусманна, М.Гавіна, Е.Штейна та ін. і визначили такі групи факторів, чому девальвація не завжди допомагає економічному зростанню [51, с. 1]:

- проблеми передачі – зовнішні шоки (падіння попиту на експорт країни), можуть потребувати значної девальвації для відновлення рівноваги зовнішніх рахунків;

- рівень доларизації зобов'язань – якщо борги суб'єктів економічної діяльності номіновані в доларах, а фірми залежні від доходів, які збільшуються зі зростанням відносних цін на продукцію, виготовлену в країні, різкі та неочікувані зміни відносних цін матимуть вплив на фінансову стабільність;

- премії за ризик – якщо різка девальвація завдає шкоди банківським та комерційним установам, премія за ризик країни зростає.

Комбінація цих факторів, на думку вчених, може спричинити до того, що внутрішні ефекти на зовнішні шоки стають тривалими та постійними за ефектом мультиплікатора: тобто очікування масштабної девальвації підривають фінансову систему країни настільки, що первинні песимістичні прогнози збуваються. У великій кількості випадків неочікуване знецінення валюти виконує стримуючу, а не експансивну функцію, а ізоляційна роль плаваючого курсу зникає [51, с. 1-2].

Вчений Н. Рубіні разом із колегами у своїй науковій роботі «Конкурентні девальвації: до підходу на основі добробуту» наголошують, що з часів Бреттон-Вудської валютної системи, небажання нових витків «конкурентної девальвації» стало одним із головних мотивів формування інституцій та правил з метою уникнення можливостей країнами ведення країною валютної політики «розори свого сусіда». Вони заперечують твердження неокласика Р. Нурксе, що

здевальвована валюта призведе до отримання переваг країні, яка її проводить, ціною збитку іншим країнами [52, с.231]. Вчені вважають, що коли виконується закон єдиної ціни – її встановлення із врахуванням фактичного обмінного курсу – торговельні партнери країни, яка девальвує власну валюту, можуть також отримати переваги від поліпшення їхніх умов торгівлі. У разі, якщо цей закон не виконується, тоді проведення девальвації однією країною справді матиме негативний вплив на її економічних партнерів.

Дослідники А.Матту та А.Субраманіан не погоджуються із думкою, що наднаціональні установи роблять все можливе, аби уникнути використання країнами неопротекціоністських заходів, а навпаки наголошують на тому, що контроль за недооцінкою валюти країнами з боку міжнародних інституцій є недостатній. Вони зауважують, що СОТ проводить численні раунди переговорів задля врегулювання торгівлі продукцією сфер сільського господарства та легкої промисловості, натомість не звертають увагу на валютну політику країн – зокрема, недооцінку деяких валют, яка впродовж останніх років посилює глобальні дисбаланси [53, с. 23]. Економісти наводять причини, чому, на їхню думку, СОТ має брати участь у врегулюванні питань недооціненої валюти. Ціллю ГАТТ є усунути лише торговельний протекціонізм, тоді як нами раніше було визначено ще три форми неопротекціонізму, окрім торговельного, реалізація яких не регулюється жодними міжнародними угодами чи організаціями. Два інструменти визначаються СОТ як імпорتنний протекціонізм: тарифи та квоти і експортні субсидії.

Занижений валютний курс є одночасно і імпортним митом, і експортною субсидією [53, с. 25]. Вітчизняні вчені З.Луцишин та Н.Резнікова погоджуються, що у світовому господарстві із гнучкими цінами введення податків на імпорт та субсидій на експорт дійсно рівне девальвації обмінного курсу. Втім, лише за ситуації, коли ціни вважаються «твердими», девальвація обмінного курсу здатна реально впливати на торгівлю і бути особливою формою інтервенційної політики, втім, попри це, перебуваючи у критичній залежності від особливостей прийняття рішень компаніями та не маючи жодного впливу на експортні субсидії [54].

Різку критику діяльності міжнародних структур висловлює російський вчений В. Шупер. У передмові до книги А. Брюне та Ж.-П. Гішара він стверджує, що деякі економісти вважають за потрібне високорозвиненим країнам вийти із СОТ та створити СОТ-2, яка справді буде слідкувати за рівновагою в міжнародній торгівлі. Країни з суттєвим профіцитом торговельного балансу будуть стимулюватись до ревальвації, а з дефіцитом – до девальвації. А проти країн, що не вступають до СОТ-2 можна буде вводити навіть торговельні протекціоністські заходи [4, с. 13].

У статутних документах міжнародних організацій можна все-таки зустріти спроби врегулювати питання використання інструментів валютної політики для отримання країною конкурентних переваг, хоч на практиці вони використовуються вкрай рідко. У п.1 статті 4 «Зобов'язання щодо валютних режимів» Статей Угоди МВФ визначено, що кожна держава-член уникає маніпулювання обмінними курсами чи міжнародною валютною системою з метою запобігання дієвій стабілізації платіжного балансу або для отримання несправедливої переваги у конкуренції з іншими державами-членами [55]. В свою чергу, стаття XV Генеральної угоди із тарифів та торгівлі (ГАТТ 1947) «Домовленості з валютних питань» визначає, що сторони Угоди повинні прагнути до співробітництва з МВФ для того, щоб проводити скоординовану політику щодо валютних питань у межах повноважень Фонду, а також щодо питань кількісних обмежень та інших торговельних питань в межах повноважень сторін. Сторони повинні приймати визначення Фонду щодо того, чи відповідають дії сторони у сфері валютних питань Статуту МВФ чи умовам спеціальної валютної угоди між цією стороною та іншими сторонами. Окрім цього, статтею визначено, що сторони не повинні шляхом валютних заходів порушувати наміри положень цієї Угоди, а шляхом торговельних заходів - наміри положень Статуту МВФ [56].

В той же час, дієвих механізмів щодо врегулювання валютних суперечок немає [57, с. 63]. Країнам насправді досить складно довести, що їхні торговельні партнери використовують заходи із знецінення власної валюти саме з ціллю отримати конкурентні переваги на світовому ринку, а не для забезпечення стабілізації внутрішньоекономічних процесів, особливо в умовах подолання

наслідків світової фінансової кризи, яка мала різний ступінь впливу на економіки, і фактично проявилась в деяких країнах лише через кілька років після її піку в інших. Саме тому фактично розслідування щодо порушення країною цих норм проводяться вкрай рідко.

В той же час, на нашу думку, недостатньо дослідженим залишається місце та роль девальвації валюти серед заходів неопротекціонізму, спрямованих на підвищення конкурентноспроможності національної економіки на міжнародних ринках, а також захист власних позицій у світовому господарстві. З огляду на це, подамо власні визначення понять захисна девальвація та конкурентна девальвація.

Захисна девальвація – це, на нашу думку, інструмент оборонної валютної політики держави, що полягає у зниженні курсу національної валюти з метою захисту власної економіки від зовнішніх шоків, а національних виробників від конкуренції з боку компаній-резидентів країн, які девальвують власну валюту, а також задля утримання частки на міжнародних ринках. Вжиття цього інструменту країною є вимушеною відповіддю на девальваційні заходи її торговельних партнерів.

В той же час, конкурентну девальвацію розглядаємо як неопротекціоністський інструмент валютної політики центрального банку, що полягає у зниженні курсу національної валюти з метою забезпечення країні переваг у міжнародній торгівлі, ефективність якого залежить від рівня розвитку країни, що здійснює девальвацію, та її місця у світовому господарстві.

Основними інструментами реалізації валютної девальвації є: проведення центральним банком фактичних та усних інтервенцій, а також вжиття заходів стимулювальної монетарної політики у формі кількісного пом'якшення.

Валютна інтервенція – це значний одноразовий цілеспрямований захід центрального банку на валютному ринку, що здійснюється шляхом купівлі або продажу ним великих партій іноземної валюти. Девальвація національної валюти реалізується через валютні інтервенції, які спрямовані на викуп іноземної валюти та продаж, тобто збільшення в обігу національної. У випадку проведення банком усних інтервенцій діє аналогічне правило: центральний банк оголошує про намір

провести послаблення національної валюти у близькому майбутньому, внаслідок чого зменшуються стимули у спекулянтів її купувати, натомість населення розпочинає продавати національну валюту та купувати іноземну задля збереження власних заощаджень у дорожчій валюті, чим в результаті сприятиме девальвації національної валюти.

Інструмент валютних інтервенцій – і фактичних, і усних, є прямо направлений на регулювання пропозиції іноземної валюти в обігу, тому саме він найчастіше використовується для проведення валютної девальвації із неопротекціоністською ціллю – для реалізації експансіоністської або захисної функцій. В той же час, важливо зауважити, що можливості впливу на валютний курс шляхом реалізації фактичних інтервенцій обмежуються розмірами золотовалютних резервів країни.

Другим інструментом реалізації девальвації є кількісне пом'якшення – нетрадиційний захід грошово-кредитної політики, що полягає у вливанні центральним банком ліквідності в економіку шляхом здійснення викупу державних цінних паперів на відкритих фінансових ринках. Внаслідок таких дій відбувається зростання пропозиції національної валюти та зменшення процентної ставки, що, в свою чергу, стимулює зростання попиту на іноземну валюту як більш стабільну, відплив короткострокового капіталу із країни у пошуках більш прибуткових активів і, як наслідок, вищеописані процеси спричиняють девальвацію національної валюти [58, с.62]. Кількісне пом'якшення найчастіше використовується в рамках антикризових заходів державної монетарної політики, то ж девальвацію національної валюти, яка в цьому випадку є похідною, вважаємо стабілізаційною. В окремих випадках, коли девальвація, що виникає в результаті кількісного пом'якшення, посилена комплексом інших інструментів, вона може бути спрямованою не лише на подолання структурних криз, але й на забезпечення конкурентноспроможності країни, і тоді вона стає проявом неопротекціонізму.

Однакові девальваційні заходи, вжиті у різних економіках, можуть мати різні, часто навіть діаметрально протилежні результати.

Саме тому вплив девальвації національної валюти на економіку країни зокрема, на її торговельних партнерів та світову економіку загалом, а також

ефективність використання цього інструменту задля досягнення неопротекціоністських цілей держави залежить від ряду умов, форми прояву яких подано у таблиці 1.4.

Таблиця 1.4.

Умови ефективності девальвації як засобу неопротекціонізму

<i>Характеристика національної економіки</i>	<i>Форми прояву характеристики</i>
Місце у світовому господарстві	Велика економіка – національна економіка, що має вагомий вплив на світогосподарські процеси, на світовий рівень відсоткових ставок, а також на обсяги та структуру міжнародної торгівлі. До цієї групи країн належать США, Канада, Японія, Євросоюз, Австралія, а також країни БРІКС – Бразилія, Росія, Індія, Китай та Південно-Африканська Республіка. Мала економіка – національна економіка, незначні розміри якої не дозволяють їй здійснювати істотний вплив на світогосподарські процеси загалом та світовий рівень відсоткових ставок зокрема; її зовнішньоторговельний оборот становить невелику частку відповідних світових показників. До цієї групи належать усі решта економік, що не відносяться до великих, в тому числі Україна.
Рівень розвитку	Розвинена економіка – це національна економіка, що характеризується високим рівнем ВВП, ВНП та національного доходу на душу населення, домінуванням сфери послуг над індустріальним виробництвом у процесі створення національного багатства, високим рівнем розвитку інфраструктури, посиленням ролі інформаційного сектору економіки та ін. Сюди за класифікатором ООН відносяться: ЄС, Ісландія, Норвегія та Швейцарія, США, Канада, Японія, Австралія, Нова Зеландія. Економіки країн, що розвиваються – широка група країн, куди відносяться усі національні економіки, які не є розвиненими. Вони є дуже різноманітними, але серед спільних рис можна виділити: спеціалізація у міжнародному поділі праці здебільшого на виробництві сировини, вплив традиційних інститутів в економіці, низький рівень розвитку інфраструктури та ін. До цієї групи відносимо країни, які в класифікаторі ООН належать до країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою.
Залежність від міжнародної торгівлі	Експортноорієнтована економіка – це економіка, що характеризується позитивним сальдо торговельного балансу, тобто перевищенням обсягів експорту національних благ над імпортом закордонних, чий товари та послуги характеризуються конкурентоспроможністю на світовому ринку. Імпортозалежна економіка характеризується високою залежністю від ввезення з-за кордону певних благ, які вона не може в короткостроковій перспективі замінити національним виробництвом. Окрім цього, її ознакою є негативний зовнішньоторговельний баланс.
Ступінь інтеграції у світове господарство	Відкрита економіка – це економіка, що бере активну участь у міжнародних торговельних та інших економічних відносинах. Закрита економіка характеризується слабким рівнем розвитку зовнішньоекономічних зв'язків.

Джерело: складено автором із використанням [59, 60]

Девальвація може бути ефективним інструментом для досягнення конкурентних цілей держави лише у випадку виконання певної комбінації умов із

вищеперелічених, що буде більш детально проаналізовано нами у підрозділі 1.3. за допомогою дослідження дії валютного каналу трансмісійного механізму монетарної політики.

Виходячи із визначень, систематизованих у таблиці 1.4., мала відкрита економіка – це національна економіка, яка бере участь у міжнародній торгівлі і якій притаманні невелика частка у цій торгівлі та обмежений вплив на світове господарство. Малими економіками є усі країни, що розвиваються, окрім країн БРІКС. Євросоюзу вважатимемо великою економікою, тому окремо не розглядатимемо малі розвинені економіки, які входять до її складу або уже є членами ЄС та зобов'язані ввійти до Євросоюзу найближчим часом.

Девальвація національної валюти в малій економіці, що розвивається, характеризується рядом наступних ознак. Перш за все, вона є ефективною лише в комплексі з іншими інструментами бюджетно-фіскальної та грошово-кредитної політики, що видно із моделі Манделла-Флемінга та уже згадувалось нами раніше. Окрім цього, вона має вплив лише на національну економіку та на її торговельних партнерів, без впливу на світову економіку загалом.

Варто також зазначити, що мала економіка, що розвивається, не може реалізовувати жоден із трьох типів девальвації у випадку, якщо вона раніше ввела офіційну доларизацію або режим валютного управління, більш детально які проаналізовано у таблиці В.1. в додатку В. Дж. Франкель з цього приводу зазначає, що основна відмінність між валютним управлінням та прямою доларизацією пояснюється тим, що у першому випадку країна зберігає свою національну валюту і, відповідно, емісійний доход, тоді як у другому випадку емісійний доход отримує країна, валюта якої використовується в якості якоря, якщо не укладаються інші спеціальні домовленості [45, с. 5]. Варто зауважити, що у випадку впровадження центральним банком країни режиму валютного управління, законодавчо передбачено обмеження зміни обмінного курсу її національної валюти, так само, як і встановлюється обмеження емісії грошової маси.

Задля аналізу умов та наслідків конкурентної неопротекціоністської девальвації малої економіки, що розвивається, вважаємо за необхідне спочатку окреслити

загалом ознаки девальвації національної валюти такої економіки, що показує радше негативний вплив на економіку, та проаналізовано у табл.1.5.

Варто зауважити, що Е.Боренштейн та Х. де Грегоріо досліджуючи валютні кризи в Мексиці у 1994 р., та в 5 країнах під час Азійської кризи в 1997 р., а саме в Індонезії, Південній Кореї, Тайланді, Малайзії та Філіппінах, з'ясували, що вплив девальвації на інфляцію не є абсолютним: рівень інфляції досягає 30% рівня девальвації впродовж перших трьох місяців з початку валютної кризи, і впродовж двох років зростає до 55% [61, с. 18].

Таблиця 1.5.

Вплив девальвації національної валюти в малій економіці, що розвивається

<i>Позитивні наслідки</i>	<i>Негативні наслідки</i>
1. Відтік спекулятивного капіталу	1. Подорожчання іноземних товарів та послуг
2. Вплив на торговельний баланс (при експортно-орієнтованості економіки)	2. Вплив на торговельний баланс (при імпортозалежності економіки)
	3. Стимулювання інфляції
	4. Зменшення привабливості активів у національній валюті серед іноземних інвесторів та вплив капіталу
	5. Втрата довіри суб'єктів господарювання та населення до національної валюти
	6. Подорожчання обслуговування зовнішнього боргу
	7. Погіршення економічного стану суб'єктів господарювання, які мають зобов'язання в іноземній валюті, та не володіють необхідним для їх покриття обсягом активів у цій же валюті
	8. Падіння купівельної спроможності населення

Джерело: складено автором.

На нашу думку, окремо необхідно зауважити, що вплив девальвації валюти економіки, що розвивається, на її торговельний баланс може мати як позитивний, так і негативний вплив на національну економіку, тому країни, які планують вжити її з неопротекціоністською ціллю, повинні враховувати це. Така полярність впливу залежить від структури зовнішньої торгівлі країни: у випадку, якщо країна є експортноорієнтованою, то девальвація покращуватиме її торговельний баланс, якщо ж навпаки і вона в більшій мірі залежна від імпортних товарів, аніж продає вітчизняні товари на світовому ринку, то показники торговельного балансу погіршуватимуться. Про природу девальвації як конкурентної для малої економіки, що розвивається, можна говорити тільки у випадку, коли вона є

експортноорієнтованою, адже тоді зазначені у таблиці 1.5. негативні наслідки будуть компенсовані значним зростанням обсягу продажів вітчизняних товарів на іноземних ринках, що, в свою чергу, сприятиме нарощуванню обсягів міжнародних резервів, адже в країну відбудеться приплив виручки за експортовані блага.

Девальвація для імпортозалежної малої економіки, яка, до прикладу, ввозить з-за кордону енергоресурси, в короткостроковій та середньостроковій перспективах матиме негативні наслідки, адже усі вищеперелічені недоліки будуть додатково підсилені негативним сальдо торговельного балансу. Воно виникне через подорожчання імпорту, що внаслідок відсутності належних виробничих потужностей в країні ще не буде замінено вітчизняними аналогами, а населення змушене буде скорочувати споживання імпортних благ. В цьому випадку запаси валютних резервів країни будуть зменшуватись, адже імпортерам необхідно буде оплачувати за ввезений товар іноземною валютою, а джерел для її поповнення, окрім залучення міжнародних кредитів та міжнародної технічної допомоги, в країні не залишиться.

При здійсненні оцінки ефективності девальвації для великих економік необхідно аналізувати окремо особливості девальвації резервної валюти та особливості девальвації валюти великих економік, що розвиваються, серед яких, зокрема, ми виділяємо країни БРІКС.

Велика відкрита економіка – це національна економіка, чия частка в обсягах світової торгівлі є значною, а її економічні процеси мають суттєвий вплив на світогосподарські. Втім, великі економіки, що розвиваються, незважаючи на їхнє важливе місце у світовому господарстві, все ще характеризуються ознаками країн своєї групи за рівнем розвитку, а саме переважання сировинного експорту над експортом готової продукції, слабкий рівень розвитку інфраструктури, екстенсивний тип економічного зростання, панівними політичними режимами є авторитарно-демократичний, як у випадку Російської Федерації, або й взагалі авторитарний, як у Китаї та ін. Наслідки девальвації національної валюти такої економіки буде схожими до наслідків для малої економіки, що розвивається, які описані в таблиці 1.5., із врахуванням того, що у випадку експортноорієнтованості

такої країни її частка на міжнародних ринках буде зростати, що в кінцевому результаті може мати вплив на загальну структуру світової торгівлі.

Варто також зауважити, що в економіках, що розвиваються, рівень заробітних плат зазвичай нижчий, ніж у розвинених економіках. Девальвація валюти такої країни ще більше поглиблює цю відмінність, а також сприяє здешевленню інших факторів виробництва, чим фактично підвищує привабливість виробничого процесу в цих країнах. Як наслідок, компанії із розвинених країн можуть здійснювати оффшоринг у країни, що розвиваються, що сприяє економічному зростанню останніх.

В той же час, економіки великих розвинених країн характеризуються такими ознаками – наукомістке виробництво, сповільнені темпи зростання, розвиненість первинного та вторинного фінансових ринків, доступність міжнародних кредитів тощо. Валюти більшості великих розвинених економік є резервними валютами.

Зосереджуючись на аналізі резервної валюти варто відзначити, що огляду на функціональне навантаження до неї ставляться такі вимоги: країна-емітент цієї валюти має займати провідні позиції у міжнародній економіці; застосовувати ліберальне національне валютне законодавство; резервна валюта повинна активно використовуватися в операціях, які здійснюються міжнародними фінансовими установами (комерційними та офіційними) [62, с. 266]. Таким чином, результати проведення девальвації національної валюти великої економіки для цієї країни і для цілого світового господарства будуть іншими, аніж коли девальвацію проводить мала економіка або навіть велика економіка, що розвивається.

Перш за все, великим розвиненим економікам не є обов'язково змінювати курс своєї валюти з метою досягнення неопротекціоністського профіциту платіжного балансу, як це роблять малі експортноорієнтовані економіки [63, с. 28]. Економісти вважають, що в умовах зростаючої світової економіки, емітенти валюти, що є засобом міжнародних розрахунків, повинні характеризуватись дефіцитом платіжного балансу з поточних операцій, адже зростаюча економіка потребує нагромадження грошових залишків, необхідних для укладання міжнародних угод, і сама створює структуру міжнародного обміну, здатного

забезпечити додатковий приплив світових грошей. Оскільки більша частина світових грошей має форму банківських депозитів або казначейських векселів у резервній валюті, зростаючий попит на них з боку всіх інших країн породжує дефіцит міжнародних розрахунків країни-емітента резервної валюти [60, с. 512].

В той же час, існує ризик, що велика розвинена економіка може покривати дефіцит свого торговельного балансу за рахунок емісії резервної валюти. Така експансіоністська монетарна політика неминуче призведе до девальвації валюти, яка матиме негативні наслідки для всього світового господарства.

Більш прийнятною для забезпечення стабільності світової економіки є ситуація, коли дефіцит торговельного балансу великої розвиненої економіки покривається профіцитом фінансового рахунку, адже у велику стабільну економіку готові вкладати ті інвестори, які шукають надійних середньо- і довгострокових активів, окрім цього такі економіки мають кращий доступ до кредитних ресурсів. Втім, на практиці, особливо у посткризовий період, показники є іншими, що буде більш детально проаналізовано у розділі 2 даної наукової роботи.

Особливий вплив на платіжний баланс великих розвинених економік має створення ними так званої «другої економіки», тобто проведення оффшорингу. Товари, виготовлені такими національними компаніями, які перенесли своє виробництво закордон, що ввозяться у цю країну, вважаються її імпортом, тому негативно відображаються на торговельному балансі. Окрім цього, кошти, що вкладаються у такі підприємства, є інвестиціями закордон, і тому також зменшують сальдо фінансового рахунку платіжного балансу. З огляду на це, на нашу думку, з ціллю забезпечити дешевший імпорт та дорожчі інвестиції, великим економікам доцільно утримувати високий курс національної валюти.

Необхідність забезпечення міжнародної ліквідності вимагає курсової стабільності резервної валюти – непередбачуване її знецінення призводить не лише до відносного зниження рівня цін в країні та зміни рівня цін на світовому ринку, але й до дисбалансів всередині економік країн із високим ступенем доларизації, а також до знецінення валютних резервів країн, що зберігають дану валюту в своїх золотовалютних резервах. Саме тому різка зміна курсу резервної валюти може

створити загрозу стабільності валютно-фінансової системи як на національному, так і на глобальному рівнях. Великі економіки із резервними валютами мають значний вплив та можуть здійснювати експансію на малі економіки через ряд каналів, аналіз яких ми подаємо у табл. 1.6., які, на нашу думку, також є каналами реалізації неопротекціоністських цілей великих країн.

Окрему увагу, на нашу думку, слід приділити впливу девальвації резервної валюти на малу економіку у випадку, якщо існує офіційна доларизація або ж країна використовує валютне управління. У випадку доларизації мала економіка фактично відмовляється від власного монетарного суверенітету висловлюючи абсолютну довіру грошово-кредитній політиці уряду та центрального банку емітента валюти, яка вводиться.

Таблиця 1.6.

Канали впливу девальвації резервної валюти на малу економіку

<i>Канал впливу</i>	<i>Наслідки впливу</i>
Контроль та зміна курсу валюти міжнародного розрахунку	Нестабільність валюти міжнародного розрахунку впливає на міжнародну торгівлю зокрема та світове господарство загалом. Девальвація валюти міжнародних розрахунків спричиняє збиток експортерам, які за свою продукцію отримують в еквіваленті менше грошових одиниць своєї національної валюти, ніж розраховували при укладенні контракту.
Контроль та зміна курсу валюти державних золотовалютних резервів	Якщо резервна валюта девальвує, то вартість частки золотовалютних резервів інших країн, яка зберігається у цій валюті, відповідно, також падає. Прибутковість цінних паперів, емітованих великою економікою, що девальвує свою валюту, також знижується, що завдає втрат їх держателям. При девальвації резервної валюти знижуються можливості центральних банків малих економік до інтервенцій нею.
Вплив на курс інших валют	У випадку вільноплаваючого валютного курсу девальвація резервної валюти означає автоматичну ревальвацію інших валют щодо неї. У випадку прив'язки валюти малої економіки до резервної, девальвація останньої означає автоматичне здешевлення валюти цієї малої економіки щодо інших валют, окрім тих, що також перебувають у прив'язці до резервної.
Вплив на добробут населення	У випадку недовіри населення до національної валюти та високого рівня використання ним резервної валюти при здійсненні заощаджень, девальвація останньої призведе до зниження вартості готівкових валютних заощаджень та депозитів у цій валюті в національних та іноземних банках.

Джерело: складено автором.

Звичайно, велика економіка у випадку проведення девальвації не враховуватиме інтереси малих доларизованих, що матиме для останніх наслідки, описані в таблиці 1.5., за єдиним винятком, що ні центральному банку, ні іншим державним фінансовим регуляторам цієї малої економіки девальвація буде

абсолютно невідконтрольною ні в часових рамках, ні в масштабах. Цей режим існує в Панамі, Еквадорі, Сальвадорі, а валюта цих країн прив'язана до долара США. Аналогічна ситуація виникає якщо мала економіка ввела валютне управління – жорстка прив'язка національної валюти до валюти-якоря без можливості впливати на курсоутворення останньої суттєво обмежує монетарну політику економіки та також робить її вразливою до можливих курсових маніпуляцій емітента валюти-якоря.

Підсумовуючи, хочемо зауважити, що девальвація національної валюти може бути інструментом як неопротекціоністської, тобто наступальної та оборонної валютних політик, так і антикризової – тобто стабілізаційної політики. Ціль, яку центральний банк та уряд ставлять перед собою девальвуючи валюту залежить від стану економіки та рівня її розвитку, залежності від міжнародної торгівлі та ступеня інтеграції у світове господарство. Валютна девальвація може бути конкурентною лише у випадку виконання ряду умов, серед яких, зокрема, експортноорієнтованість економіки та її відкритість. Ефекти валютної девальвації для розвинених економік та тих економік, що розвиваються, так само як і для великої та малої економіки будуть різними. Окремо варто зазначити, що девальвація резервної валюти матиме вплив не лише на національну економіку її емітента та економіки його торговельних партнерів, але й на світове господарство загалом, тобто є одним із каналів експансії великими економіками решти світу та одним із інструментів реалізації ними політики неопротекціонізму.

1.3. Ефективність каналу обмінного курсу трансмісійного механізму монетарної політики для великих та малих економік

Розуміння та правильне використання взаємозв'язку монетарного та реального секторів економіки є важливою передумовою ефективності реалізації грошово-кредитної та валютної політик держави незалежно від того, чи така політика є антикризовою, чи неопротекціоністською. Втім, якщо у розвинених економіках

вплив економічної політики на реальний сектор та світове господарство є логічним та прогнозованим, то в країнах, що розвиваються, наслідок дії того чи іншого інструменту грошово-кредитної політики не завжди просто передбачити, що зумовлене недосконалістю фінансових ринків та бюджетно-фіскальної політики, а також інституційними факторами [64, с. 54].

Як нами уже було з'ясовано, центральний банк використовує монетарну і валютну політику задля досягнення макроекономічних цілей і на цьому шляху ним визначаються проміжні завдання, які стосуються відсоткових ставок, обсягу грошової маси, курсу національної валюти тощо. Сукупність інститутів та механізмів, які задіяні у виконанні цих тактичних завдань, є так званими каналами трансмісійного механізму, який забезпечує вплив монетарної політики на реальну економіку. Цей термін ввів у лексикон економічної науки Дж.М.Кейнс, під ним учений розумів систему змінних, через яку пропозиція грошей впливає на економічну активність [65, с. 108]. Сучасне трактування цього поняття несуттєво відрізняється від класичного кейнсіанського формулювання, хоча є ширшим. За найбільш поширеним визначенням монетарну трансмісію розуміють як процес послідовної передачі імпульсів монетарної політики центрального банку на макроекономічні змінні [66, с. 9]. М.І.Савлук визначає передавальний механізм як процес причинно-наслідкових зв'язків між економічними змінними, які забезпечують вплив зміни пропозиції грошей на ділову активність та економічну рівновагу [67, с. 627]. В.І.Міщенко подає визначення категорії „монетарний трансмісійний механізм” як відносини з приводу передачі змін у використанні інструментарію грошово-кредитної політики центрального банку на фінансову кон'юнктуру і в подальшому – на макроекономічні змінні, які відображають стан розвитку реального сектору економіки через складну сукупність каналів та зв'язків прямої й зворотної дії [66, с. 11-12].

Згідно з традиційним кейнсіанським підходом у трансмісійному механізмі виділяється лише один канал, через який відбувається вплив пропозиції грошей на рівень інвестиційних витрат у реальному секторі економіки – канал реальних процентних ставок [68, ст. 7-8], або, як його ще називають – відсотковий (чи

процентний) канал. Його механізм полягає в тому, що зростання пропозиції грошей веде до зниження відсоткової ставки. Здешевлення грошей робить кредитні кошти доступними, що підвищує платоспроможність суб'єктів, які отримують додаткові можливості для задоволення своїх споживчих та інвестиційних потреб. Збільшення споживчих та інвестиційних витрат, в свою чергу, стимулює зростання попиту на товари, а, отже, і зростання ВВП. В результаті це змушує ціни піднятися та стимулює інфляційні процеси [69, с. 6].

Втім, у 1989 р. вчені Б.Бернанке та М.Гертлер звернули увагу на те, що макроекономічна реакція на зміни відсоткової ставки, які було спричинено монетарною політикою, була значно ширшою, ніж традиційна оцінка еластичності споживання та інвестицій за процентною ставкою [69, с. 7]. Це дало початок розгляду та дослідженню інших каналів трансмісії, окрім відсоткового. Сучасні економісти виділяють наступні канали трансмісійного механізму – відсотковий, кредитний, цін активів, валютного курсу, довіри та ін.

Канал валютного курсу або валютний канал є одним із ключових елементів моделі монетарної політики у відкритій економіці. Цей канал є включає в себе сукупність макроекономічних показників, які ілюструють вплив грошово-кредитної політики на реальний сектор економіки через зміну курсу національної валюти, що виражається у зміні вартості національної валюти, внутрішньої інфляції, потоків капіталу та фінансової стабільності.

Бачення науковців та економістів щодо місця каналу валютного курсу у трансмісійному механізмі досить різне, хоча більшість визнають його потребу та ефективність. Так, головним запереченням монетаристів кейнсіанської парадигми IS-LM було те, що вона концентрується лише на процентній ставці, не беручи до уваги ціни на інші активи. Монетаристи вважали, що в трансмісійному механізмі ціни на інші активи також передають монетарні імпульси на економіку [70, с. 4]. Зокрема, вони приділяли увагу каналу валютного курсу та каналу акцій, який, в свою чергу, поділяли на субканал q-Тобіна і субканал добробуту [71, с. 618]. Монетаристи все ж пов'язували дію каналу обмінного курсу із каналом процентної ставки, пояснюючи це тим, що у відкритій економіці з гнучким обмінним курсом

зміни номінального валютного курсу та номінальних відсоткових ставок є нероздільними. Так, на їхню думку, збільшення грошової маси в країні спричиняє падіння внутрішньої реальної процентної ставки, що зменшує вартість вкладень у національній валюті в порівнянні із вкладеннями в іноземній валюті і таким чином знецінює національну валюту. Це, в свою чергу, здешевлює товари і послуги, виготовлені в цій країні, в порівнянні із іноземними благами, що в результаті збільшує чистий експорт країни та її сукупний попит [70, с. 5]. Визнання інших каналів трансмісії є також рисою макроекономічної моделі неокейнсіанця Ф.Модільяні, який стверджував, що не варто обмежуватись єдиним процентним каналом. Вчений відмітив, що вплив дій центральних банків щодо регулювання рівня пропозиції грошей на рівень валютного курсу залежить від ступеня відкритості економіки [72, с. 145]. Такі дослідники, як Р.Браянт, П.Хупер та К.Л.Манн вважали, що місце і важливість каналу валютного курсу в трансмісійному механізмі визначається двома факторами. Першим вони називали чутливість валютного курсу до зміни процентних ставок – в раніших економетричних моделях, де очікувана чутливість була невеликою, мало брався до уваги цей канал, тоді як у моделях із наявним непокритим процентним паритетом цьому каналу відводилась суттєвіша роль. Другим фактором монетаристи вважали розмір та відкритість економіки – в менших і більш відкритих економіках валютний канал є важливішим [73, с. 15]. Прихильник інфляційного таргетування шведський економіст Л.Свенссон також надавав важливого значення валютному курсу як інструменту монетарної трансмісії. У своїй роботі «Інфляційне таргетування у відкритій економіці» він виділив канал валютного курсу як частину каналу сукупного попиту і як окремо прямий валютний канал. В першому випадку реальний валютний курс впливає на відносні ціни вітчизняних та іноземних благ, що, в свою чергу, змінюватиме попит на вітчизняні товари на внутрішньому та іноземному ринках, внаслідок чого змінюватиметься і сукупний попит. В другому випадку курс національної валюти впливає на ціни імпортованих товарів на внутрішньому ринку, тобто змінює індекс споживчих цін та, відповідно, впливає і на рівень інфляції в країні. Крім цього, Свенссон наголошує, що часовий лаг при

прямому каналі валютного курсу є коротшим, аніж в каналі сукупного попиту, тому через зміну валютного курсу монетарна політика зможе швидше впливати на рівень інфляції [74, с. 52]. Російський економіст Р.М.Нуреев стверджує, що домінуюча роль каналу обмінного курсу в загальній схемі механізму грошової трансмісії при впливі на рівень цін, як правило, спостерігається в економіці з чітко вираженими лагами на заходи грошово-кредитної політики [72, с. 147], тобто проміжками часу між економічним шоком та моментом вжиття відповідних заходів монетарної політики – а це притаманне, здебільшого, економікам, що розвиваються. Такі твердження він висловлює на основі досліджень Л.Бола, Н.Батіні, Б.Бернанке, М.Гертлера та ін.

В той же час, у економіках закритого типу, які мало залучені до світової торгівлі – як Північна Корея або як Китай до кінця 1970х років валютний канал не відіграє суттєвої ролі, тому не береться до уваги урядом при аналізі трансмісійного механізму і визначенні впливу монетарної політики на реальну економіку.

У спрощеному вигляді дія каналу валютного курсу виглядає так:

пропозиція національної валюти $\uparrow \rightarrow$ обмінний курс національної валюти $\downarrow \rightarrow$ чистий експорт $\uparrow \rightarrow$ виробництво \uparrow .

Вважаємо за необхідне провести більш детальне дослідження дії валютного каналу трансмісійного механізму монетарної політики шляхом побудови його розширеної моделі для різних типів економік залежно від розміру та рівня їхнього розвитку із врахуванням таких показників, як рівень цін, заощаджень та інвестицій, внутрішній попит, обсяг золотовалютних резервів і рівень зайнятості.

Дія трансмісійного механізму монетарної політики при проведенні конкурентної девальвації для кожного із визначених нами типів економіки змодельовано на рис. 1.2., рис. 1.3., рис. 1.4. та рис. 1.5. Аналізуючи дані моделі можемо зробити висновок, що девальвація валюти має вплив як на внутрішньоекономічні, так і зовнішньоекономічні показники. До першої групи віднесемо: зростання внутрішніх цін, зменшення обсягу внутрішніх інвестицій в економіку, зростання сукупного попиту, розширення виробництва, зниження рівня зайнятості, зростання обсягів золотовалютних резервів; тоді як до групи

зовнішньоекономічних факторів віднесемо: зростання імпорتنих цін, зменшення експортних цін, зменшення обсягу іноземних інвестицій в економіку, збільшення обсягу закордонних вкладень національних інвесторів, зростання сальдо зовнішньоторговельного балансу, зростання вартості зобов'язань в іноземній валюті, у випадку великих економік – вплив на структуру світової торгівлі, а велика розвинена економіка - емітент резервної валюти ще й здійснює експансію на малі економіки через канали, проаналізовані у таблиці 1.6.

В усіх чотирьох випадках конкурентна девальвація призведе до зменшення експортних цін на товари національного виробництва, що, відповідно, стимулюватиме попит на них на міжнародних ринках. Це, в свою чергу, сприятиме зростанню обсягів експорту та скороченню обсягів імпорту, що матиме позитивний вплив на торговельний баланс країни. Окрім цього, здешевлення валюти також призведе до розвитку в країні у середньостроковому періоді імпортозаміщення, що характеризується скороченням або зупинкою ввезення товарів з-за кордону та розвитком виробництва цих самих або аналогічних товарів всередині країни.

Важливим фактором також є диверсифікація експорту країни, адже якщо він є таким, тобто кількість видів та найменувань продукції, яку вивозять закордон, є великою, тоді вплив девальвації та падіння цін на торговельний баланс буде сприятливішим, аніж при недиверсифікованому експорті.

Варто також відмітити, що існує часовий лаг між зміною валютного курсу та впливом цієї зміни на рівень цін та обсяг експорту/імпорту, цей ефект називається “J-кривою”. Так, приміром, девальвація проводиться раптово, але експорт та імпорт продовжують здійснюватися на базі середньострокових контрактів, в яких зафіксовані ціни та обсяги. Тому витрати на імпорт, що раптово подорожчав у національній валюті, обсяги якого не скоротилися, негайно не перебиваються зростаючими доходами від збільшення обсягів дешевого національного експорту. Вважається, що в середньому необхідно 3-12 місяців для того, щоб економіка пристосувалася до нового рівня цін і девальвація почала покращувати торговельний баланс [75, с. 75-76].

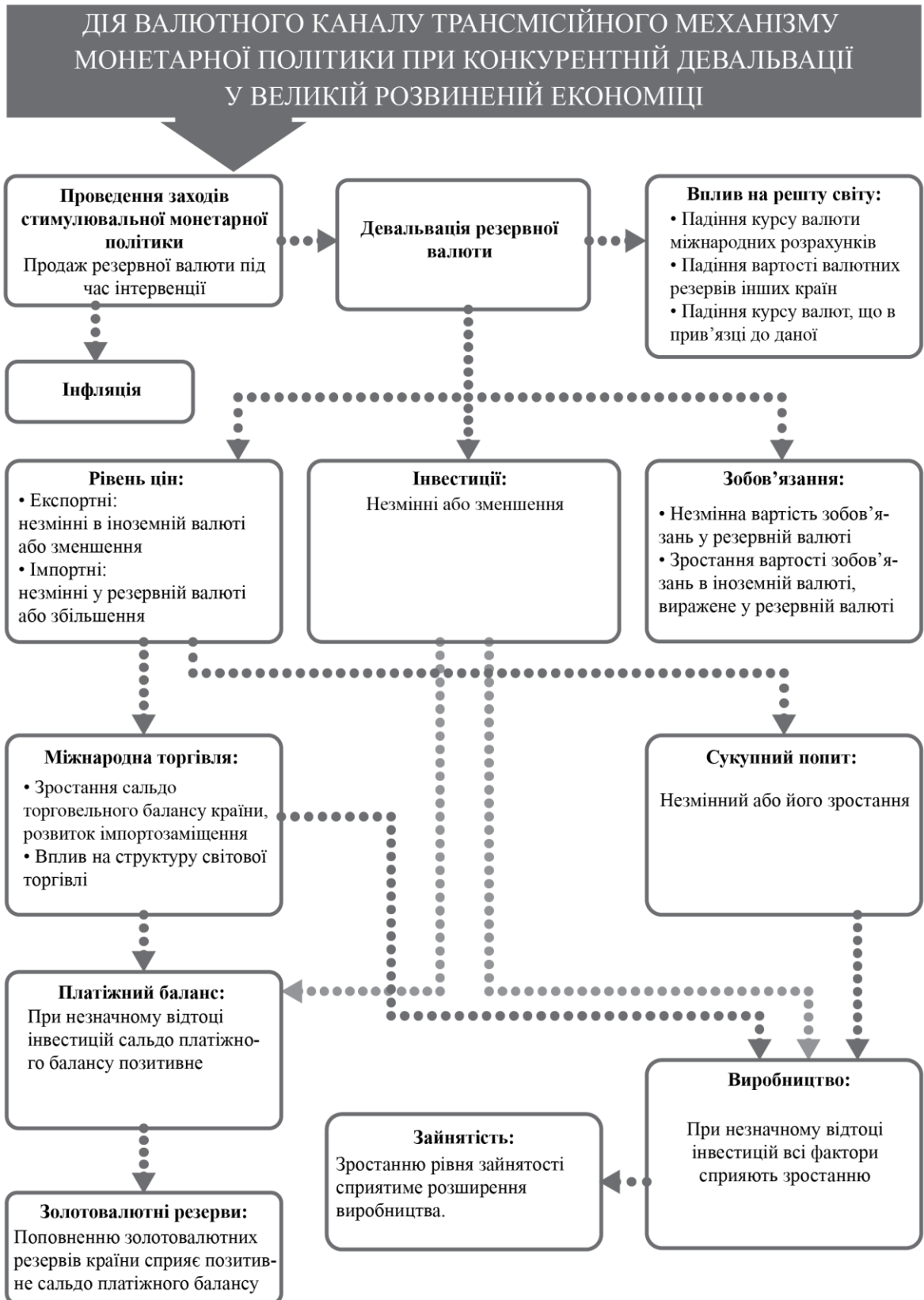


Рис. 1.2. Дія трансмісійного механізму монетарної політики при конкурентній девальвації у великій розвиненій економіці

Джерело: складено автором.

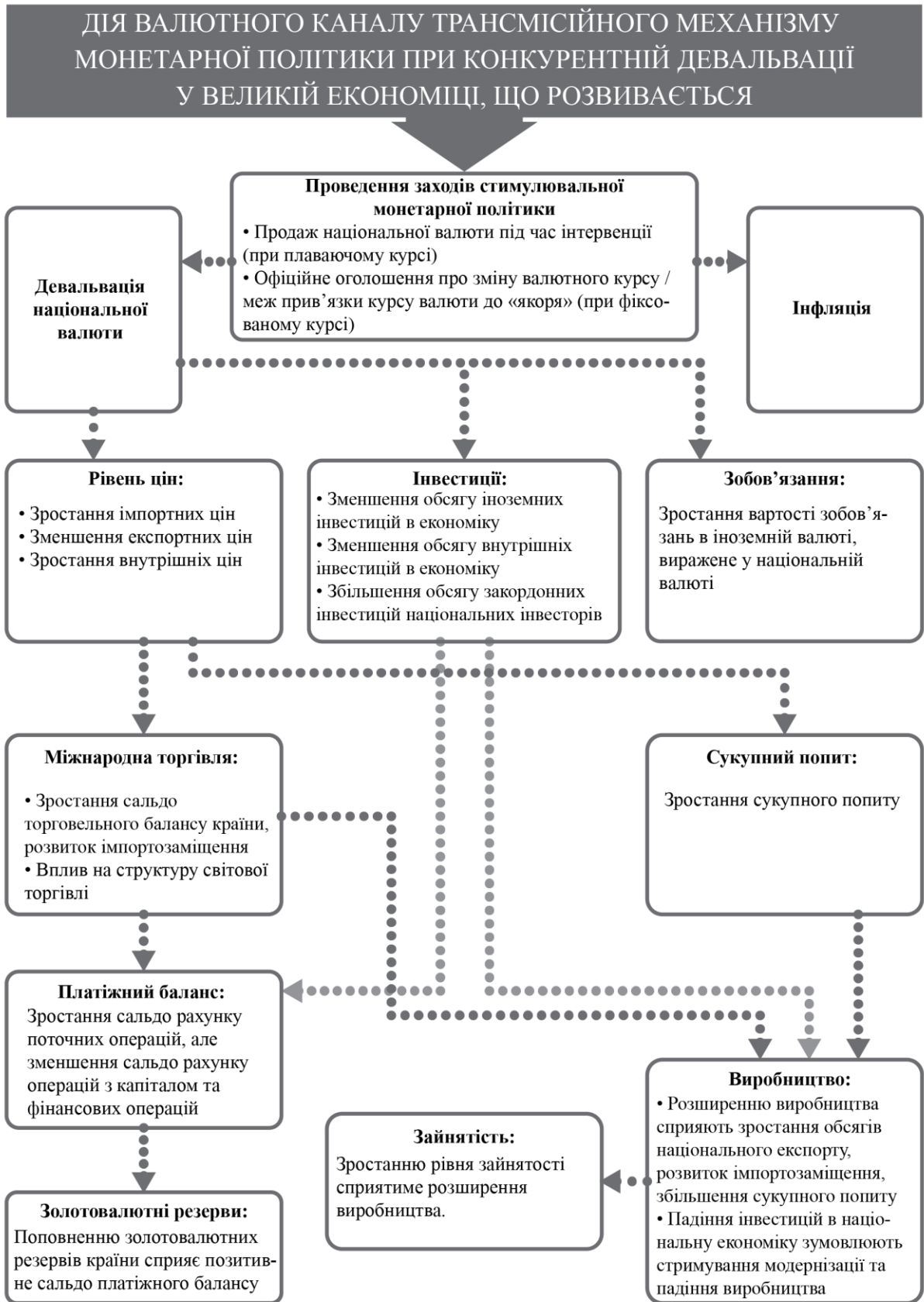


Рис. 1.3. Дія трансмісійного механізму монетарної політики при конкурентній девальвації у великій економіці, що розвивається

Джерело: складено автором.

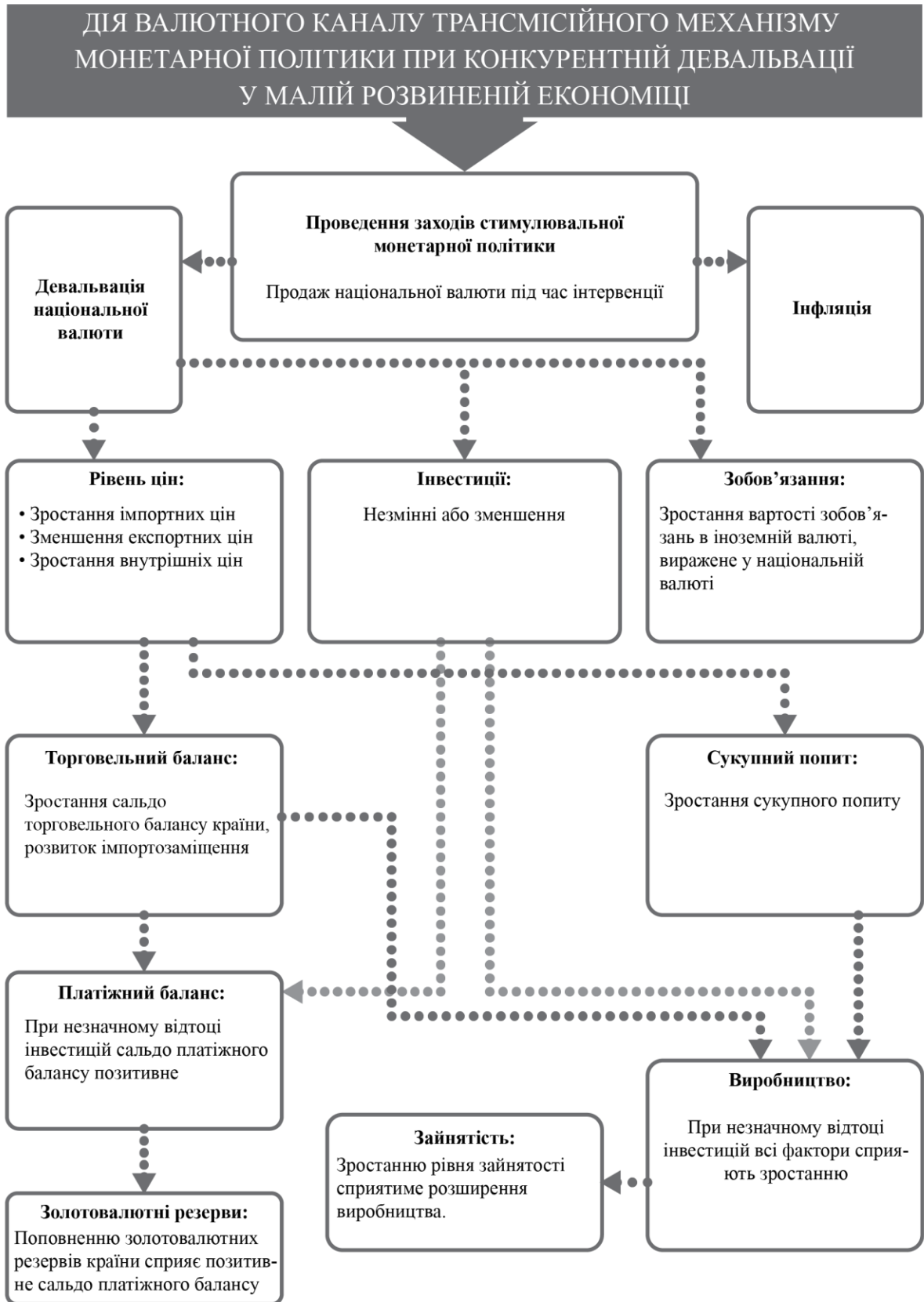


Рис. 1.4. Дія трансмісійного механізму монетарної політики при конкурентній девальвації у малій розвиненій економіці

Джерело: складено автором.

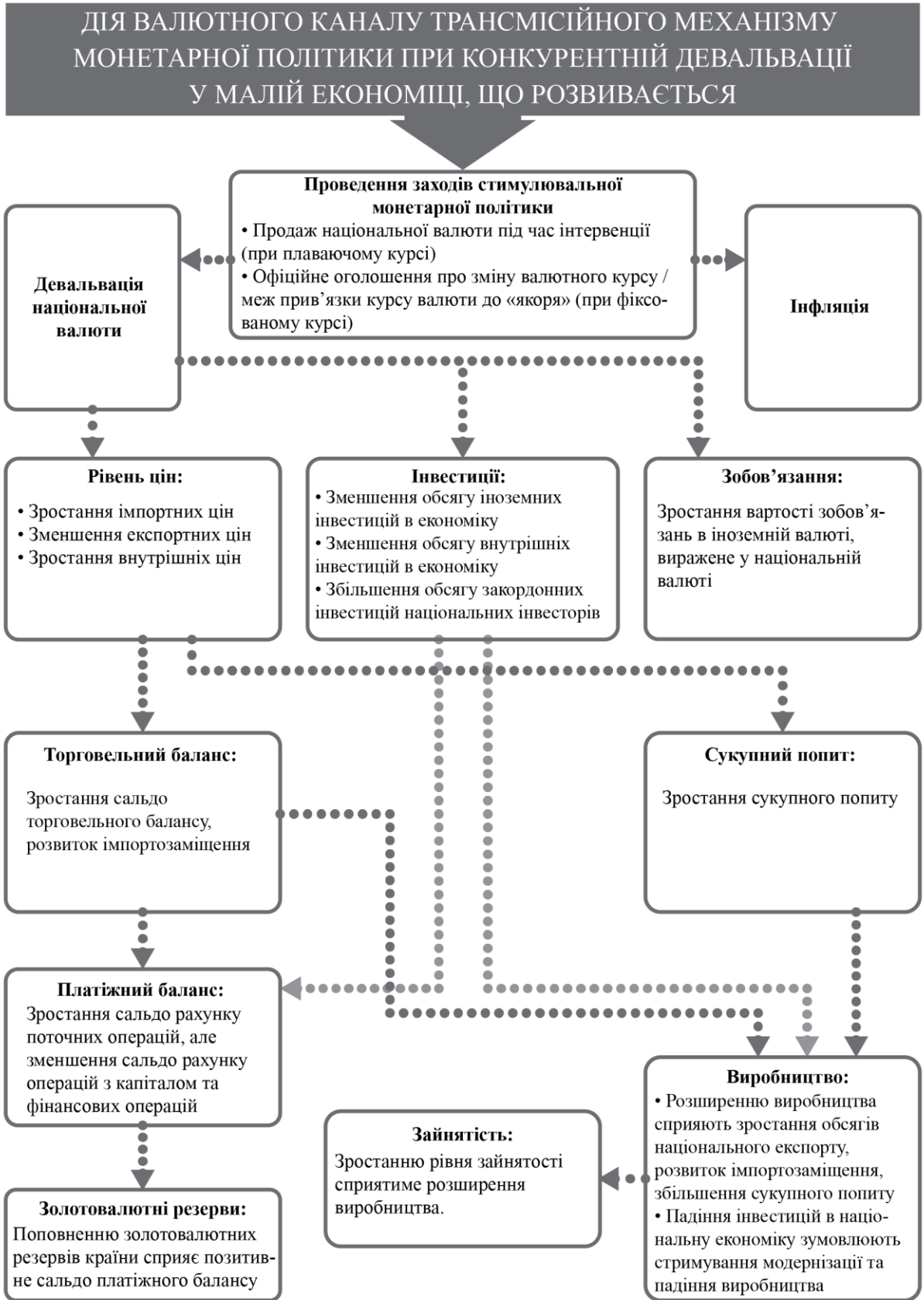


Рис. 1.5. Дія трансмісійного механізму монетарної політики при конкурентній девальвації у малій економіці, що розвивається

Джерело: складено автором.

Окремо варто розглянути поведінку експортних та імпорتنих цін у випадку проведення конкурентної девальвації великою розвиненою економікою. Так, зокрема, зміна обмінного курсу резервної валюти може мати вплив на зміну світового рівня цін на товари, які країна експортує та імпортує. До прикладу, у випадку девальвації резервної валюти, експортна ціна на товар у цій валюті може зрости до рівня, щоб іноземні споживачі у власній національній валюті платили стільки, скільки платили до її девальвації. І навпаки, мислячи стратегічно, задля збереження своєї частки ринку великої розвиненої економіки при девальвації резервної валюти іноземні компанії можуть пожертвувати тимчасовою вигодою від зростання цін, що зумовлене зміною обмінного курсу, і продовжувати постачати блага за встановленою до девальвації резервної валюти ціною.

В той же час, якщо ціни на міжнародному ринку визначені в конкретній резервній валюті, як, до прикладу, ціни на нафту формуються в доларах США, то девальвація валюти експортера нафти не матиме впливу на ціну продукту для іноземних споживачів, але призведе до отримання експортером більшої суми в його національній валюті за кожну продану одиницю товару, тоді як девальвація долара США матиме для експортера протилежні – негативні наслідки. Це пояснюється тим, що у випадку, якщо торговельні партнери країни, яка девальвує свою валюту, схочуть задля захисту національного виробника провести імпортозаміщення цих товарів, їм потрібно буде розвивати більше напрямків внутрішнього виробництва, що потребуватиме більше часу та інвестицій.

На нашу думку, вагомою відмінністю у впливі конкурентної девальвації в розвинених економіках та економіках, що розвиваються, незалежно від їхнього розміру є реакція інвесторів на здешевлення валюти. Важливо наголосити, що нами розглядається випадок, коли девальвація валюти розвиненої економіки не є проявом валютної кризи, тобто здешевлюється менш, ніж на 25%, а, отже, як національні інвестори країни-емітента, так і іноземні здебільшого не втрачають довіри до даної валюти та активів, номінованих у ній. Звичайно, припливу нових інвестицій конкурентна девальвація не сприятиме, але в той же час і відплив інвестицій закордон буде не таким відчутним, як в економіці, що розвивається,

особливо беручи до уваги те, що через відносно низькі відсоткові ставки у розвинені країни зазвичай заходить менше спекулятивного капіталу.

На основі моделей дії каналу обмінного курсу трансмісійного механізму монетарної політики систематизуємо у таблиці 1.7. особливості конкурентної девальвації для різних типів експортноорієнтованих економік.

Таблиця 1.7.

**Особливості конкурентної девальвації залежно від типу
експортноорієнтованої економіки**

	ВЕЛИКІ РОЗВИНЕНІ ЕКОНОМІКИ	МАЛІ РОЗВИНЕНІ ЕКОНОМІКИ	ВЕЛИКІ ЕКОНОМІКИ, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ	МАЛІ ЕКОНОМІКИ, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ
МЕХАНІЗМИ РЕАЛІЗАЦІ КОНКУРЕНТНОЇ ДЕВАЛЬВАЦІЇ	- валютні інтервенції; - усні інтервенції.	- валютні інтервенції; - усні інтервенції;	Залежать від режиму валютного курсу: При плаваючому: - валютні інтервенції; - усні інтервенції. При фіксованому або регульованому: - офіційне оголошення про зміну валютного курсу; - оголошення про зміну меж прив'язки курсу валюти до «якоря».	Залежать від режиму валютного курсу: При плаваючому: - валютні інтервенції; - усні інтервенції. При фіксованому або регульованому: - офіційне оголошення про зміну валютного курсу; - оголошення про зміну меж прив'язки курсу валюти до «якоря».
ШЛЯХИ ОТРИМАННЯ КОНКУРЕНТНИХ ПЕРЕВАГ	- покращення торговельного балансу; - зростання ВВП, рівня зайнятості, обсягів золотовалютних резервів; - збільшення частки у міжнародній торгівлі; - вплив на інші економіки через контроль вартості: <ul style="list-style-type: none"> • золотовалютних резервів, що зберігаються у цій валюті; • засобу міжнародного розрахунку; • засобу розрахунку доларизованих економік. 	- покращення торговельного балансу; - зростання сукупного попиту; - розвиток імпортозаміщення; - зростання ВВП та рівня зайнятості.	- покращення торговельного балансу, зростання сукупного попиту, розвиток імпортозаміщення; - зростання ВВП та рівня зайнятості всередині країни (особливо шляхом приваблення оффшорингу); - збільшення частки у міжнародній торгівлі та посилення позицій у світовому господарстві.	- покращення торговельного балансу; - зростання сукупного попиту - розвиток імпортозаміщення; - зростання ВВП та рівня зайнятості.
РИЗИКИ ПРОВЕДЕННЯ КОНКУРЕНТНОЇ ДЕВАЛЬВАЦІЇ	- розбалансування світової фінансової системи; - впровадження захисних заходів торговельними партнерами у відповідь.	- впровадження захисних заходів торговельними партнерами у відповідь.	- впровадження захисних заходів торговельними партнерами у відповідь; - зниження купівельної спроможності населення; - зменшення довіри до національної валюти, зростання попиту на іноземну - «девальваційна спіраль»; - рещоринг компаній (при подальшій ревальвації валюти).	- впровадження захисних заходів торговельними партнерами у відповідь; - зменшення довіри до національної валюти, зростання попиту на іноземну - «девальваційна спіраль»; - зниження купівельної спроможності населення.

Джерело: складено автором.

Важливо також зауважити, що нами було визначено неопротекціоністський характер не лише конкурентної, але й захисної девальвації, яка спрямована на

оборону позицій національної економіки на міжнародних та внутрішньому ринках. Ціль проведення та інтенція такої девальвації буде іншою, але механізм реалізації та її вплив на різні макроекономічні показники для вищезгаданих типів економік буде такий самий, як при конкурентній девальвації – тобто такий, як відображено у рис. 1.2., рис. 1.3., рис. 1.4. та рис. 1.5.

Таким чином із вищенаведеного випливає, що канал валютного курсу в трансмісійному механізмі монетарної політики відіграє важливу роль для реалізації неопротекціоністських цілей державної політики – тобто захисту національного виробника та зміцнення власних позицій у світовому господарстві шляхом експансії інших економік. За допомогою валютного курсу можна ефективно впливати як на такі економічні показники, як рівень цін, торговельний баланс, платіжний баланс, виробництво, рівень безробіття та ін., тому він є невід’ємною частиною інструментарію грошово-кредитної політики відкритої економіки.

Висновки до Розділу 1.

1. Сучасний рівень розвитку світового господарства, одним із найважливіших чинників якого є вільна міжнародна торгівля, участь в інтеграційних об’єднаннях, які обмежують монетарний суверенітет, змушують країни обходити традиційні непопулярні, а часто і заборонені міжнародними угодами або статутами міжнародних організацій, заходи захисту національних інтересів та одночасно підвищувати власну конкурентоспроможність на міжнародній арені шляхом введення нових інструментів впливу, які отримали назву неопротекціоністські. Неопротекціонізм відрізняється від протекціонізму тим, що він спрямований не лише на внутрішній захист від зовнішньої експансії, захист національних виробників від конкуренції з боку іноземних компаній, але на посилення власних позицій країни у світовому господарстві.

2. Важливою складовою неопротекціоністської політики може стати валютна політика, одним із ключових інструментів якої є валютний курс. В умовах асиметричного розвитку світового господарства, роль та місце валютного курсу в

палітрі макроекономічних інструментів регулювання є різними залежно від рівня розвитку країн. Канал обмінного курсу є безумовно поряд із процентним каналом одним із найважливіших у трансмісійному механізмі монетарної політики в сучасних умовах. Втім, варто наголосити, що його роль є вагомішою в економіках країн, що розвиваються, аніж у розвинутій економіці, в яких рівень довіри до національної валюти є значно вищим, більшість внутрішніх та міжнародних трансакцій проводяться у національній валюті, ринки – краще розвинуті, а приватний сектор краще підготовлений для поглинання змін валютного курсу. З метою уникнення помилок та знецінень валюти, уряди країн, що розвиваються, часто використовують прив'язку власної валюти до резервної, або ж навіть відрікаються частково або цілком від свого монетарного суверенітету шляхом введення валютного управління чи офіційної доларизації.

3. Девальвація національної валюти, тобто зниження її курсу щодо інших валют, може виконувати неопротекціоністську, тобто конкурентну або захисну, чи стабілізаційну функції – залежно від цілей її проведення, а також інтенції, тобто чи є вона спричиненою внутрішньоекономічними дисбалансами, чи спланованою урядом та центральним банком для підвищення конкурентноспроможності національних благ на міжнародних ринках.

4. Ефективність девальвації, проведеної економікою, що розвивається, залежить від: її розміру, обраного режиму валютного курсу, експортноорієнтованості чи імпортозалежності, того, у якій валюті суб'єкти господарювання володіють заощадженнями та зобов'язаннями, ступеня довіри населення до національної валюти та ін. Вплив девальвації валюти малих економік, що розвиваються, на світове господарство зазвичай є мізерним, вираженим через вплив на взаємозв'язки країни із її контрагентами, тоді як девальвація валюти великих економік, що розвиваються, може мати більш глобальний вплив та змінити структуру міжнародної торгівлі.

5. В той же час проведення девальвація резервної валюти матиме наслідки не лише для великої економіки, яка її здійснює, та її економічних партнерів, але опосередковано – для усього світового господарства. В умовах світового

економічного зростання великим економікам найкраще не проводити знецінення власних валют, в результаті чого вони зможуть забезпечити стабільну національну валюту для себе та надійну резервну валюту для інших країн світу. Покрити дефіцит торговельного балансу такі країни можуть припливом іноземних інвестицій, які будуть приваблені прибутковістю активів у даній валюті. Втім, в посткризових умовах емітенти резервних валют не завжди дотримуються вимоги утримувати власну валюту стабільною проводячи заходи антикризової валютної та стимулювальної монетарної політики. Саме тому, на нашу думку, зміна курсу резервних валют – це не лише засід посилення конкурентоспроможності національних благ на світовому ринку, але й додатковий інструмент експансії в руках керівництва великих держав, що ґрунтується не лише на визначенні вартості золотовалютних резервів країн світу та вартості міжнародних операцій, але й на неконтрольованій та не підкріпленій власними резервами емісії готівки, якою можуть покриватись витрати на імпорт благ з-за кордону.

6. Моделювання трансмісійного механізму для різних типів економіки показує, що девальвація для досягнення неопротекціоністських цілей може бути ефективною лише у випадку, коли її проводить відкрита експортоорієнтована економіка, яка за місцем у світовому господарстві може бути як великою, так і малою, а за рівнем розвитку – розвиненою, або такою, що розвивається, та сприятиме покращенню сальдо торговельного балансу. Те, як зміняться решта показників, зокрема інвестиції, виробництво, рівень зайнятості та інші залежатиме від того, наскільки національні та іноземні інвестори довіряють валюті, щоб не виводити свій капітал закордон в пошуках більш прибуткових активів одразу ж після її девальвації.

Основні результати розділу опубліковано у працях автора: [57, 58, 63].

РОЗДІЛ 2. КОНКУРЕНТНА ДЕВАЛЬВАЦІЯ ВАЛЮТ ЯК ФОРМА ПРОЯВУ ПОЛІТИКИ НЕОПРОТЕКЦІОНІЗМУ РОЗВИНЕНИХ КРАЇН НА СВІТОВИХ РИНКАХ

2.1. Валютні війни як прояв неопротекціоністської конкуренції ключових валют

Як нами уже було з'ясовано у розділі 1, в умовах глобалізації усіх сфер господарської діяльності, а також асиметрії розвитку світового господарства, між країнами неминуче виникають конфлікти, спрямовані на захист національних інтересів окремих економік від можливої експансії іншими. Втім, якщо міжнародні торговельні відносини стали об'єктом регулювання СОТ, яка об'єднує 161 країну та контролює і не допускає вжиття країнами протекціоністських заходів, то інші сфери зовнішньоекономічних відносин залишаються менш врегульованими, що зумовило перенесення війн між країнами із торговельної у неопротекціоністську – монетарну та валютну площину. Вітчизняний професор О. Шаров справедливо вважає монетарні війни похідними від торговельних, а валютні війни – окремим проявом монетарних [48, с. 13]. Ми погоджуємось з цією думкою, адже, якщо проаналізувати інструментарій сучасних валютних війн, ми бачимо, що вони реалізуються у великій мірі саме за рахунок вжиття країнами неопротекціоністських заходів грошово-кредитної політики, таких як кількісне пом'якшення або ж продаж суверенних облігацій іноземцям.

Під монетарною війною вчений розуміє гострий конфлікт у сфері валютно-грошових відносин між державами та/або фінансово-промисловими та політичними групами, основою якого є дії, спрямовані на докорінну зміну існуючого стану справ (статусу кво) [48, с. 13].

Класифікацію монетарних війн у їх внутрішньому та зовнішньому проявах, серед яких, як нами уже зазначалось раніше, є валютні війни, запропонували вітчизняні дослідниці З.Луцишин та Н.Резнікова на основі досліджень О.Шарова та П.Бачетта, яка подана на рис. 2.1.

Окремо хочемо зупинитись на поділі війн на “імперіалістичні” та “колоніальні” – це стосується переважно валютних війн. Серед їх проявів можна виділити: дії колоніальних метрополій щодо примусового насадження своїх валют на підконтрольних територіях, а пізніше – утримання валют новостворених незалежних держав в орбіті валюти колишньої метрополії. А найвиразнішим прикладом “колоніальної” валютної війни можна вважати заборону випуску північноамериканськими колоніями Великобританії власних грошових знаків – колоніальних ордерів, що, фактично стало однією з причин Війни за незалежність США [48, с. 13], яка серед іншого в подальшому для Великобританії вилилась у втрату гегемонії та зайняття США панівних позицій у світовому господарстві.

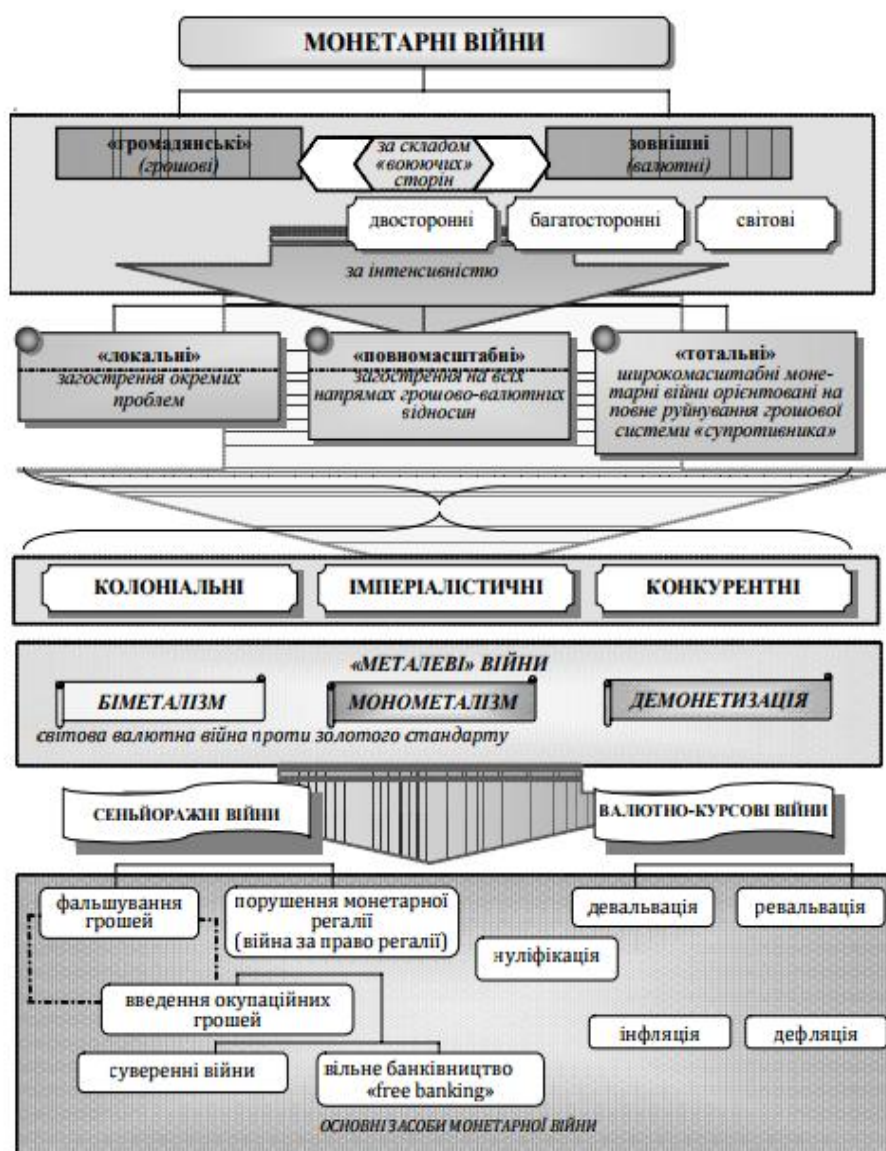


Рис. 2.1. Характеристика монетарних війн

Джерело: з дослідження З.Луцишин, Н.Резнікової [12, с. 55]

Окрім цього, як видно із рис. 2.1, серед інструментів валютної війни вчені виділяють не лише девальвацію та ревальвацію, але й інфляцію, дефляцію і нуліфікацію, що підтверджує нашу думку, що валютні війни є ширшим поняттям, аніж конкурентна девальвація, хоча остання є її невід'ємною частиною.

Одним зі специфічних знарядь валютної війни та проявом неопротекціонізму маємо підстави вважати також практику використання множинних валютних курсів, коли в країні запроваджуються різні курси національної валюти для різних операцій або груп економічних агентів. Класичним прикладом такого підходу була практика Південно-Африканської Республіки (ПАР), в якій за часів апартеїду існувала вельми жорстка система валютного контролю. У зв'язку з цим у країні створилася дворівнева система валютного курсу: одного – для поточних операцій (комерційний ранд), другого – для операцій із капіталом (фінансовий ранд). Використання такої практики завжди критикувалося МВФ [48, с. 17], адже згідно з розділом 3 статті VIII Угоди МВФ, жодна країна-член не бере участі і не дозволяє своїм фіскальним (та фінансовим) агентствам використовувати практику дискримінаційних валютних угод або використовувати практику множинних обмінних курсів, за винятком дій, санкціонованих Угодою або погоджених з Фондом [55]. Як практичне використання множини курсів фонд розглядає будь-які дії державних органів, які спричиняють розбіжність між курсами придбання та продажу валют понад 2%. До цього ж поняття відносяться будь-які адміністративні втручання, внаслідок яких курс національної валюти щодо валюти іншої країни – члена МВФ починає відрізнятися (по середній точці) більш як на 1% від курсу цих валют, що існує на їх основному ринку [48, с. 17].

Повертаючись до історичної ретроспективи монетарних війн, першими її проявами, на думку О.Шарова, були спроби підміни еталонів вартості (заміни монетарних металів (золото, срібло) на немонетарні (залізо, мідь) або просте псування монети (зменшення законодавчо встановленої норми вмісту дорогоцінного металу або ваги). Результатом таких дій було порушення рівноваги, згідно з якою споживча вартість грошей дорівнює абстрактній вартості товарів, яким протистоїть грошова маса в обігу, а також спроба отримання додаткових

матеріальних переваг за рахунок докорінної зміни в грошово-товарних відносинах. Пізніше поширилося використання таких засобів монетарних війн, як фальшування грошей та порушення монетної регалії, а також запровадження окупаційних грошей [48, с. 13].

О.Шаров називає наймасштабнішою світовою валютною війною боротьбу проти золотого стандарту. В період мирного розвитку між двома світовими війнами битви на “валютному фронті” не вщухали, то приводячи до певного відновлення позицій прихильників золота (золотозлитковий та золотодевізний стандарти), то підтверджуючи слабкість позицій золота в епоху індустріального розвитку та державного капіталізму (крах обмежених форм золотого стандарту внаслідок економічної кризи 1929–1933 років) [48, с.15].

Досліджуючи більш детально саме валютні війни як аспект монетарних війн, необхідно згадати підхід американського інвестиційного банкіра Дж.Рікардса, викладений у книзі «Валютні війни. Створення нової глобальної кризи», на яку в своєму дослідженні також опирався О.Шаров. Дж.Рікардс виділяв три наймасштабніші хвилі конкурентної девальвації, які мали місце в 1921-1936 рр., 1967-1987 рр., а також 2010 – і до сьогоднішнього дня [76, с. 15].

Перша світова валютна війна у класифікації Дж.Рікардса є, фактично, війною проти золотого стандарту, як її означив О.Шаров, націленою на порушення монополії золота та фунту стерлінгів і установа монополії долара США на світовому валютному ринку. Серед передумов першої валютної війни Дж.Рікардс виділяє створення Федеральної резервної системи США в 1907-1913 рр., Першу світову війну в 1914-1918 рр. та підписання Версальського договору в 1919 р. [76, с. 34]. Участь у валютній війні з боку США характеризувалась веденням країною ефективною зовнішньоекономічною політикою, внаслідок якої роль країни у світовому господарстві посилилась, витісняючи світового гегемона Великобританію.

Варто зауважити, що під час золотого стандарту, з 1821 до 1914 р. фунт стерлінгів вільно і без обмежень конвертувався в золото та був головною світовою резервною валютою. Економіка Великобританії була однією із найрозвиненіших у світі, на неї припадало близько 40% світових іноземних інвестицій. А.Брюне та Ж.-

П.Гішар серед факторів, що зумовили отримання Великобританією світової гегемонії, називають «торговельний меркантилізм», який допоміг країні подолати її основних суперників – Голландію та Францію. У відносинах з рештою світу країна успішно комбінувала вільну торгівлю із протекціонізмом залежно від національних інтересів [4, с. 50], а також не дозволяла колоніям розвивати власне виробництво, використовуючи їх як масштабні ринки збуту.

Впродовж двох десятиліть до початку Першої світової війни британська зовнішня торгівля із дуже профіцитної стала рівноважною, що вдалось зберегти здебільшого за рахунок колоній. Зате вона була дефіцитною з двома амбітними державами – Німеччиною та США, протекціоністська політика яких разом з демографічним розвитком послабили Англію [4, с. 56]. Уже згодом, Першу світову війну Великобританія завершила із великими боргами, зокрема Сполученим Штатам, а повоєнна дефляція ще більше послабила її економіку. Лише в 1931 р. країна вийшла із золотозлиткового стандарту та провела девальвацію фунта стерлінгів, що допомогло економіці відновитись після кризи [77, с. 68]. Втім, повернути втрачені позиції головної резервної валюти фунту стерлінгів після Великої депресії так уже і не вдалось.

В той же час, після громадянської війни 1865 р. в США почалось економічне зростання, зумовлене багатими природними ресурсами та притоком факторів виробництва – мігрантів, інвестицій з Європи. Дуже швидко США стали першим світовим ринком, першим виробником промислових та сільськогосподарських товарів. В 1914 р. національний дохід на душу населення був майже вдвічі більшим, ніж в континентальній Європі. Торговельну політику використовували меркантилістську – лобі промисловців півночі США було настільки сильним, що за допомогою зростаючих митних тарифів внутрішній ринок був недоступним для іноземних товарів, натомість активно імпортувались сировинні продукти. А.Брюне та Ж.-П.Гішар наголошують на важливості ролі меркантилістської моделі зовнішньої торгівлі в становленні США як світового гегемону, яка була поєднана з агресивною колонізаторською політикою – приєднання Техасу та Каліфорнії, війна з Іспанією та контроль над Кубою Філіпінами [4, с. 58-59].

Завдяки тому, що тільки США та Японія у роки Першої світової війни збільшили своє національне багатство, поки в повоєнний період Великобританія безуспішно намагалась відновити золотий стандарт, США вдалось досягти значних темпів економічного зростання. Питома вага США у світовому централізованому запасі золота за 1913-1924 рр. зросла з 31,7 до 46%, тоді як частка європейських країн знизилась з 49,3 до 34% [78, с. 56]. Наслідки Великої депресії долались легше та швидше в США, аніж в Європі, а світовий фінансовий центр фактично перемістився за океан.

У 1936 р. перший виток цієї валютної війни, на думку Дж.Рікардса, завершився підписанням тристоронньої угоди між США, Францією та Великою Британією, яка була націлена на відновлення стабільності міжнародних економічних відносин [76, с. 41].

Важливим епізодом в історії валютних війн та завоювання США світової гегемонії слід вважати боротьбу навколо створення післявоєнної світової фінансової системи, яка розгорнулася під час підготовки та проведення Бреттон-Вудської конференції 1944 р. Теоретичною основою нового міжнародного фінансового порядку стали два плани, розроблені Дж.М.Кейнсом та Г.Д.Вайтом. План Дж.М.Кейнса передбачав створення міжнародного банку, який мав емітувати свою валюту, що мала замінити золото: центральні банки повинні були продати йому золото за цю валюту без права викупу його назад. План Вайта базувався на ідеї пріоритетності державних фінансових інтересів над приватними і спочатку призначався лише для країн західної півкулі. Проект створення такої установи активно обговорювався союзними державами в межах програми післявоєнної міжнародної співпраці. В результаті до двох планів додали ще французький, який не передбачав ні створення наднаціональних банків, ні жодних внесків до спільного фонду чи випуску будь-якої нової валюти. Головний інструмент покращення ситуації у міжнародних валютно-фінансових відносинах французи вбачали у встановленні жорсткішого валютного контролю, що мав забезпечуватися спеціальною установою – Агентством валютної стабілізації. Врешті-решт, США схилилися до ідей Дж.М.Кейнса, при цьому єдиною валютою спершу пропонували

юнігас, а пізніше – долар США, а кредити на фінансування дефіциту платіжного балансу запропонували надавати лише за умови розробки відповідних програм погашення як самих дефіцитів, так і заборгованості перед фондом. У 1944 р. вийшла спільна заява Вашингтона і Лондона щодо створення Міжнародного валютного фонду. Його засновники вважали, що завдяки цьому “диктатори назавжди втрачали можливість використовувати торговельні та валютні бар’єри в ролі інструментів економічної агресії для знищення сусідів та роздування полум’я війни”. Як зауважив із цього приводу М.Гілберт: “Золото грало в системі роль лише конституційного монарха, але і це не врятувало його від гільйотини”. Таким чином, відбувся остаточний перехід від грошей товарних до кредитних [48, с. 16].

Відповідно до хронологізації, запропонованої Дж.Рікардсом, друга світова валютна війна відбувалася з 1967 до 1987 рр. Її початок вчений пов’язує із приходом до влади у США президента Л.Джонсона, який вважав, що Сполученим Штатам під силу забезпечити добробут і високий рівень життя усім верствам американського народу, та одночасно вести війну у В’єтнамі, тобто проводити політику із неофіційною назвою «зброя та масло» [76, с. 87]. Хочемо зауважити, що забезпечення стабільності світової валютної системи серед пріоритетів не стояло, що згодом призвело до глибоких глобальних дисбалансів, адже прив’язаність долара США до золота та можливість обмінювати інші валюти на долари до цього часу призвели до встановлення США фактично диктатури у світовій фінансовій системі. Втім, внаслідок кризових явищ, а також неможливості фактичної реалізації амбітної політики «зброя та масло», під тиском торговельного дефіциту та інфляції у 1971 р. президент США Р.Ніксон заявив про впровадження в країні нової економічної політики, яка передбачала вихід країни із системи золотого стандарту, відв’язавши долар США від золота. Крім цього, Ніксоном було також запроваджено протекціоністський захід – додатковий податок на імпорт у розмірі 10%, що стало справжнім шоком для партнерів США [76, с. 112].

Ця валютна війна виникла у зв’язку із переходом від системи фіксованих валютних курсів до системи плаваючих курсів, яке відбулось в 1973 р., коли МВФ офіційно повідомив про кінець Бреттон-Вудської системи. Усіма великими

економіками, серед яких, окрім США, ще Японія, Франція, Великобританія, Німеччина, було відпущено свої валюти у вільне плавання: країни отримали змогу як вільно девальвувати, так і ревальвувати свої валюти залежно від національних інтересів, а також вводити обмеження капіталу та вживати інші неопротекціоністські заходи. Досягти стабільності на міжнародному валютному ринку вдалось шляхом підписання між вищезгаданими країнами Плаза Аккорд у 1985 р. та Лувр Аккорд у 1987 р., якими країни зобов'язались утримувати свою валюту на визначеному рівні.

Сучасна світова валютна війна розпочалась у 2010 р. як наслідок світової фінансової кризи 2008-2009 рр. Недосконалістю, на нашу думку, з методологічної точки зору підходу Дж.Рікардса до хронологізації валютних війн полягає в тому, що ним не враховано важливі передумови сучасної валютної війни, які були закладені задовго до початку глобальної світової кризи перш за все тривалою неопротекціоністською валютною політикою Китайської народної республіки.

Так, зокрема, з початку 1980х р. і до 1994 р. Народний банк Китаю з метою приведення офіційного курсу китайського ремінбі до долара США до ринкового проводив його девальвацію. До початку впровадження політики реформ та відкритості курс було зафіксовано на завищеному рівні – 1,5 ремінбі за 1 дол. США, а девальвація призвела до зниження його вартості до 8,25 юаней за 1 дол. США. З 1994 р. поступовими ревальваціями та періодичним утриманням курсу в 2012 р. він зріс до 6,83 юаня за 1 дол. США [79]. Не викликає сумнівів вимушена інтенція девальвації, але в той же час економічна обґрунтованість саме такого курсу є приводом багатьох диспутів не лише серед науковців, але, перш за все, серед економістів-практиків, які, здебільшого, розділились на два табори: до першого належать китайські вчені, посадовці та економісти, які стверджують, що курс є ринковим, тоді як до другого – представники розвинених економік на чолі зі США, які переконані, що курс є заниженим, а zdeвальвований юань – причина величезного торговельного профіциту Китаю. Безумовно, курс, який діяв до 1979 р. був завищеним, тому інтенція девальвації є вимушеною, розпочиналась вона як стабілізаційна. Втім, на думку А. Брюне і Ж-П. Гішара, валютна політика Китаю з

часом цілком перетворилась на “меркантилістську” – такий термін науковці вживають для означення неопротекціонізму, адже згідно з дослідженнями Світового Банку на основі розрахунків паритетів купівельної спроможності, рівноважний курс мав би складати близько 3,4 юаней за 1 долар США, замість діючих на той час 6,83. Таким чином, завдяки заниженому обмінному курсу витрати на оплату праці в Китаї у 80 разів нижче, ніж у Сполучених Штатах, в той час, як в окремих країнах, що розвиваються, та які могли б конкурувати з КНР, ці витрати лише у 40 разів нижче, ніж у США [12, с. 53].

Вітчизняна дослідниця Н.Кравчук, на нашу думку, слушно характеризує період, який передує глобальній економічній кризі: «на початку XXI століття епіцентр нерівномірності розвитку міжнародних валютних відносин змістився у площину

провокують дестаб

них резервів і міжнародних розрахунків» [80, с. 431].

Деякі іноземні економісти [53, с. 25] виокремлюють ще одну групу країн, що впродовж тривалого часу успішно використовують власну недооцінену валюту для здобуття конкурентних вигод на світовому ринку, про які, втім, рідко згадують в економічній літературі – країни-експортери нафти.

Як видно із рис. 2.2, між кінцем 2001 р. та липнем 2007 р. реальні ціни на нафту зросли на майже 250%. Варто зауважити, що, на нашу думку, таке різке підвищення цін на паливо та отримання надприбутків у цій сфері було також одним із факторів початку глобальної фінансової кризи 2008-2009 рр., що більш детально проаналізуємо в підрозділі 2.2. даного дослідження.

Впродовж 2001-2007 рр. реальний валютний курс п'яти з восьми країн-експортерів нафти, а саме Об'єднані Арабські Емірати, Саудівська Аравія, Бахрейн, Кувейт та Венесуела, знизився в середньому на 20%. В інших трьох країнах – Норвегії, Росії та Ірану курс підвищився в середньому на 24%. На думку

науковців Дж.Лі, Ж.-М. Мілесі-Феретті та Л.Річі, підвищення вартості нафти на 100% призводить до подорожчання валюти країни-експортера в довгостроковій перспективі на майже 50%.

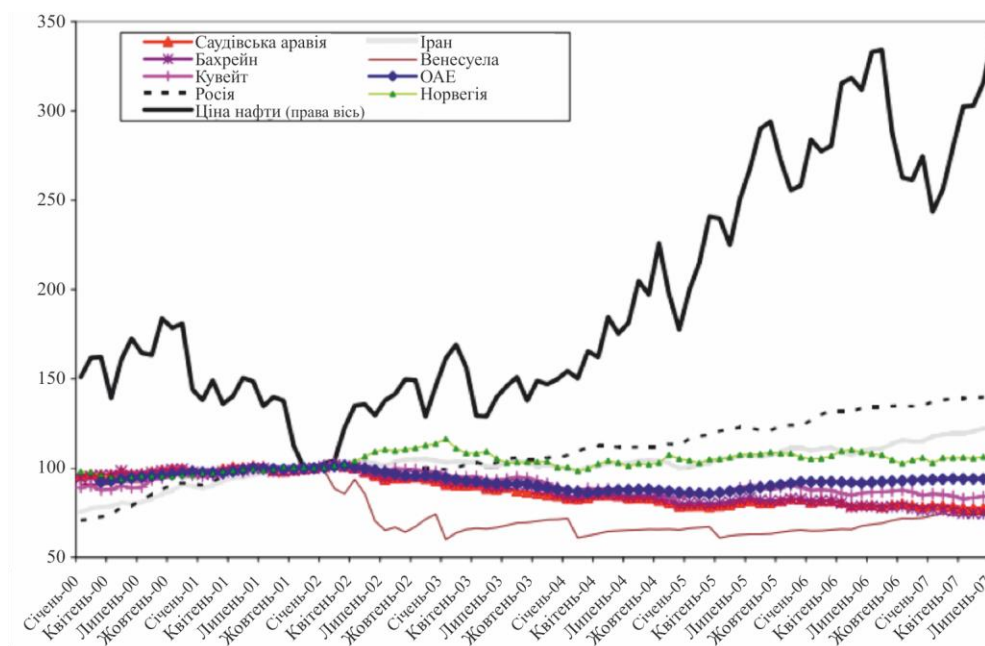


Рис. 2.2. Реальна вартість нафти та реальні обмінні курси країн-експортерів нафти

Джерело: з дослідження А.Мату, А.Субраміана [53, с. 30].

Таким чином, вищезгадане зростання вартості нафти мало би спричинити ревальвацію валют на 125%. Вчені також наголошують на тому, що якби валюта експортерів нафти подорожчала відповідно до їхніх оцінок, імпорту до цих країн зріс би на 200 млрд. дол. США або й більше. Додаючи зростання обсягу імпорту до Китаю, який міг би бути спричинений вирівнюванням курсу юаню до ринкового, масштаби міжнародної торгівлі могли б зрости на 500 млрд. дол. США [53, с. 3-4].

Окрім цього, у 2001-2008 рр., з метою подолання внутрішньоекономічної рецесії, до початку світової валютної кризи свій обмінний курс знижував і долар США – за цей період його середньозважений курс щодо курсів валют основних торговельних партнерів Сполучених Штатів знизився на 33,47%, що, на нашу думку, стало одним із факторів початку глобальної економічної кризи та подальшої валютної війни.

На нашу думку, валютну війну, яка розпочалась у 2010 рр., безумовно варто називати монетарною, адже її головними інструментами стали саме кількісне

пом'якшення, викуп облігацій та ін. нетрадиційні заходи грошово-кредитної політики, а не інтервенції як заходи валютної політики. Більше того, вона, на нашу думку, є гібридною, адже різні її учасниці проводять як широкомасштабні антикризові, так і неопротекціоністські монетарні та валютні політики, в рамках яких, відповідно, валюта піддається різним типам девальвації: як стабілізаційній, так і захисній та конкурентній.

Вперше про її початок публічно заявив міністр фінансів Бразилії Г.Мантега, який висловив думку, що політика кількісного пом'якшення, яку проводить ФРС США не відповідає внутрішнім потребам цієї економіки, але в той же час негативно впливає на торговельні баланси країн, які розвиваються [57, с. 63]. Окрім цього, низькі відсоткові ставки у США змушують інвесторів в пошуках дохідності переводити капітал у країни з більш високими відсотковими ставками, через що Центральний банк Бразилії змушений балансувати між обмеженням спекулятивного припливу капіталу і стимулюванням реального. Такі побоювання керівника міністерства фінансів Бразилії є обґрунтованими, адже реальні процентні ставки країни у посткризовий період були вкрай високими, про що свідчать дані із табл. 2.1.

Табл. 2.1

Порівняння реальних відсоткових ставок в Бразилії та США

Рік	Відсоткова ставка Бразилії, %	Відсоткова ставка США, %
2008	35,9	3,1
2009	35	2,4
2010	29,3	2
2011	34,5	1,2
2012	30,2	1,4

Джерело: дані Світового банку [81].

Для подолання наслідків наймасштабнішої після Великої Депресії світової фінансової кризи державними фінансовими установами великих країн у 2008-2009 рр. були прийняті широкі стабілізаційні пакети підтримки фінансового сектору, реалізація яких спричинила ріст бюджетних дефіцитів у цих країнах та збільшення державного боргу [58, с. 62]. Розвинені економіки сильно постраждали від глобальної кризи. Так, у найскладнішому 2008 р. ВВП США впав на 0,3%, у 2009 р.

- спад поглибився і досяг рівня 2,8%. В той же час у Німеччині, до прикладу, ці показники були: зростання 1,1% і спад 5,1% у аналогічних роках, в Японії - спад 1% і спад 5,5% відповідно [82]. Якщо у США та Євросоні реальні відсоткові ставки різко скоротились, процентні ставки Японії залишались привабливими, що поглиблювало кризу в цій країні.

Антикризова політика США складалась із широкого пакету стабілізаційних заходів, серед яких зниження процентної ставки та проведення кількох раундів кількісного пом'якшення (QE). Перший раунд, який тривав з грудня 2008 р. до березня 2010 р., не приніс очікуваних результатів американській економіці – при обсязі вливань в 1,7 трлн. дол. США економіка продовжувала залишатись слабкою, рівень безробіття сягав 9,6%, а рівень інфляції так і не досяг бажаного 1,7-2% [83]. З огляду на це, ФРС було прийнято рішення у листопаді 2010 р. запустити другий раунд пом'якшення, розмір вливань якого становив 900 млрд. дол. США [84], і який завершився у червні 2011 р.

Аналізуючи монетарну політику США, хочемо відмітити, що заходи, вжиті країною, були вимушеними та спрямованими перш за все на подолання структурних проблем в економіці, спричиненими глибокою кризою іпотечного кредитування. Традиційні заходи стимулювання та відновлення економіки належних результатів не принесли, внаслідок чого ФРС було розпочато викуп державних цінних паперів та казначейських облігацій, а створена в результаті ліквідність сприяла продовженню девальвації долара США: за 2009-2011 рр. середньозважений курс долара щодо інших основних валют зменшився ще на 6,84% [85]. Саме тому, на нашу думку, на цьому етапі подолання кризи монетарна та валютна політики США мали суто внутрішній вектор спрямованості та вимушену інтенцію, то ж девальвацію долара США вважаємо стабілізаційною, хоча вона і викликала ланцюгову реакцію девальвацій валют інших розвинених та таких, що розвиваються, економік, що в кінцевому результаті вилилось у масштабне розбалансування світової валютно-фінансової системи.

Так, реагуючи на QE1 та QE2 долара США, кількісне пом'якшення запустили і інші розвинені країни світу. Причинами таких дій, на нашу думку, стали два

фактори – як стабілізаційний, тобто намагання за зразком США використати альтернативні традиційним способи поживлення економіки та подолання внутрішніх дисбалансів, так і неопротекціоністський, тобто шляхом зниження вартості власної валюти нейтралізувати конкурентні переваги, які могли відкритись перед США на світовому ринку завдяки експансивній монетарній політиці.

Зокрема, монетарна політика Банку Англії в період подолання наслідків кризи також складалась із двох елементів – зниження рівня процентної ставки в десять разів – з жовтня 2008 р. до березня 2009 р. - з 5% до 0,5%, а також програми викупу державних облігацій у рамках реалізації цілей кількісного пом'якшення – з березня 2009 р. Її програма викупу держоблігацій обсягом 200 млрд. фунтів стерлінгів мала на меті досягнення цільового 2%-вого рівня інфляції в країні [86], і була припинена в січні 2010 р. Втім, у жовтні 2011 р. Банком Англії було прийнято рішення провести другий раунд програми QE ще на 75 млрд. фунтів, а в лютому і червні 2012 р. продовжити ще по 50 млрд. фунтів, таким чином збільшивши загальний обсяг програми до 375 млрд. фунтів стерлінгів [87, с.4].

Крім Великобританії, на девальвацію національної валюти Сполученими Штатами, зокрема другий раунд кількісного пом'якшення QE2, відповіла оборонними заходами і Японія. З метою утримання конкурентного становища японського експорту з жовтня 2010 р. Банк Японії розпочав програму викупу активів на 35 трлн. єн, яка в жовтні 2011 р. зросла до 55 трлн. єн [88].

Єврозоні проводити стимулюючу політику складніше, ніж іншим емітентам резервних валют, адже валютна стабільність є одним із найважливіших пріоритетів зони в контексті Маастрихтських критеріїв. У першій половині 2008 р. курс євро почав падати, в більшій мірі через сумнівну платоспроможність Греції та ймовірні проблеми із виплатою державного боргу деякими іншими країнами – Іспанією, Італією, Португалією. У Єврозоні починали боротись з економічною кризою традиційним інструментом – зменшенням ключової процентної ставки. Небажання використовувати нетрадиційні заходи монетарної політики, в тому числі кількісне пом'якшення, які б сприяли девальвації євро, на нашу думку, може бути також

пояснене і тим, що у зв'язку із кризою суверенного боргу, в якій опинились деякі країни Євросони намагаючись подолати фінансову кризу, різко постало питання про неспроможність утримання єдиної європейської валюти, то ж здешевлення євро на цьому фоні тільки б підтвердило найгірші прогнози скептиків.

В той же час, кількісне пом'якшення ЄЦБ таки проводилось, хоча в незрівнянно менших масштабах, аніж у США, Великобританії чи Японії, і було націлене, перш за все, на викуп забезпечених облігацій країни-членів Євросони, чий державний борг перевищує допустиму норму. З липня 2009 р. до червня 2010 р. банком було проведено перший раунд викупу облігацій на 60 млрд євро [89]. Та це не принесло належних результатів, тому уже з кінця 2011 р. з приходом нового президента Маріо Драгі Європейським центральним банком було розширено масштаби політики “дешевих грошей”. Так, зокрема, банк провів другий раунд викупу забезпечених облігацій з листопада 2011 р. до жовтня 2012 р. на 16,4 млрд євро [89]. Окрім цього, у грудні 2011 р. 500 європейських банків отримали 3-річні кредити, обсягом 489 млрд євро за 1%, у лютому 2012 р. – ще близько 530 млрд євро [90]. Втім, тенденції країн ЄС у 2012 р. залишалися стало-незадовільними: у 2012 р. держборг зріс до 89,1% ВВП, рівень безробіття теж неухильно зростав – з 9,8% у грудні 2011 р. до 10,7% у жовтні 2012 р. [91].

Варто зауважити, що антикризова політика Китаю складалась перш за все із зупинки ревальвацію китайського юаню – у липні 2008 р. його курс було зафіксовано на рівні 6,83 юань за 1 дол. США, таким він утримувався із незначними відхиленнями до травня 2010 р. [92]. З огляду на такі заходи валютної політики КНР, особливо гостро в посткризовий період продовжилась розпочата ще в 2005 р. полеміка розвинених країн та ряду міжнародних інституцій щодо неопротекціоністської валютної політики Китаю та недооціненого юаню як її головного інструменту, одним із ключових аргументів якої було те, що валютні резерви Китаю роздуваються – до прикладу, станом на 2010 р. вони зросли до 2,85 трлн. дол. США при 0,8 трлн. дол. США лише в недалекому 2005 р. [93]. Китайська влада, в свою чергу, стверджувала, що в країні резерви іноземної валюти в основному виникли в результаті припливу «гарячих грошей» та іноземного

спекулятивного капіталу, а не через довгострокові прямі іноземні інвестиції в капітальні проекти; а позитивне сальдо торгового балансу Китаю все більше пов'язане зі зменшенням імпорту, а не зі зростанням експорту [94]. В той же час, вартим уваги є погляд З.Луцишин та Н.Резнікової, з яким ми погоджуємось, що останні десятиліття призвели до зміни у розстановці сил на карті впливових економічних гравців, де все амбітніше про себе заявляють країни, що розвиваються, то ж заклики лідерів Великої Двадцятки щодо вимушеної ревальвації національних валют таких країн і подальшого їх форсування щодо зняття бар'єрів руху капіталу – ніщо інше, як інструмент неопротекціонізму власних економік, ідеологічно втілений у гасло лібералізації [54].

Отож, політика посткризової стабілізації, яку проводив Народний банк Китаю, і яка характеризувалась призупиненням ревальвації юаню, під тиском торговельних партнерів Китаю закінчилась у вересні 2010 р., а плавне подорожчання ремінбі було відновлено. Курс юаню досяг 6,32 юань за дол. США навесні 2012 р., і продовжив ревальвувати до січня 2014 р. [92].

Незважаючи на повільне та нестабільне відновлення великих економік, суперечливі результати та наслідки перших раундів кількісного пом'якшення як для національних економік, так і для світової економіки загалом, небажання деяких центральних банків, особливо Європейського, жертвувати авторитетом та силою власної валюти, маніпулювання відсотковою ставкою задля досягнення стабілізаційних цілей у цей посткризовий період не дало належних результатів, то ж центральним банкам великих економік довелось продовжувати реалізацію нетрадиційних заходів монетарної політики для виведення економік із рецесії. Підтвердженням цьому стало продовження стимулювальної грошово-кредитної політики ФРС восени 2012 р., коли регулятором було розпочато третій раунд кількісного пом'якшення долара США, який, однак, отримав назву QE-нескінченність, і відповідно до якого резервна система щомісяця викупувала іпотечні зобов'язання на 40 млрд. дол. США та казначейські облігації на 45 млрд. дол. США [95].

В той же час, варто зауважити, що незважаючи на продовження проведення ФРС кількісного пом'якшення безпрецедентних обсягів, середньозважений курс долара США до валют торговельних партнерів країни вперше за 10 років почав рости, що проілюстровано на рис. 2.3.

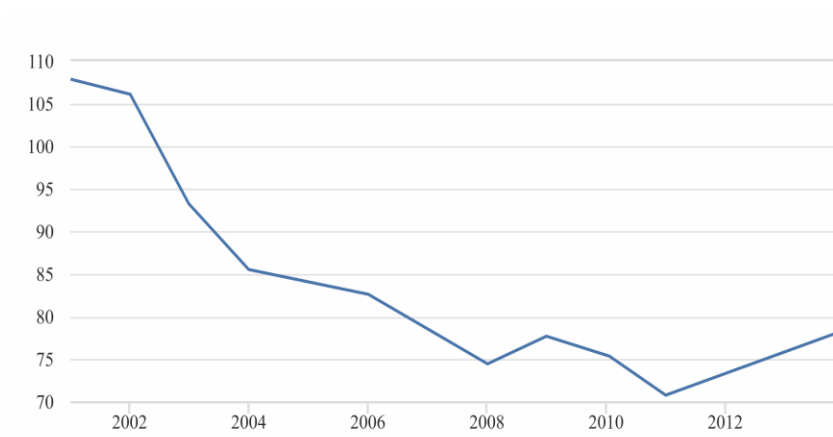


Рис. 2.3. Торгово-зважений індекс обмінного курсу долара США

Джерело: статистичні дані Федерального резервного банку Сент Луїса [85].

Така динаміка валютного курсу, на нашу думку, є результатом широкомасштабних стимулювальних заходів, вжитих іншими країнами у відповідь, серед яких, зокрема, виділимо створення ліквідності у банківському секторі країн Єврозони через надання комерційним банкам кредитів під низькі відсоткові ставки у 2011-2012 рр., а також продовження розширеної експансивної грошово-кредитної політики Японії.

Незважаючи на те, що внаслідок ланцюгового девальваційного тиску на саміті Великої двадцятки, що проводився у Москві 16 лютого 2013 р., одним із ключових питань до обговорення була відмова від валютних війн, і країни-учасники саміту одностайно погодились їх більше не проводити [96], фактично виконати цієї обіцянки не вдалось.

Варто також зауважити, що в 2013 р. почались важливі дискурси ще в одній групі країн, прийняття рішення якими матиме вплив на порушення гегемонії США. Країни Близького Сходу, серед яких Бахрейн, Йорданія, Ліван, Оман, Катар, Саудівська Аравія, Об'єднані Арабські Емірати, також використовують прив'язку власних валют до долара США і сумніваюсь, чи варто продовжувати це робити. Більшість з цих країн є експортерами нафти, які до 2007 р. внаслідок різкого

зростання вартості ресурсу, користувались конкурентними перевагами на світовому ринку внаслідок власної недооціненої валюти. Втім, так як червні-грудні 2008 р. відбувся різкий спад вартості нафти, внаслідок якої вона подешевшала в 3 рази – з 146,12 дол. США до 46,56 дол. США за барель, а конкурентні переваги її експортерів, відповідно, також знизились. Після того вартість нафти поступово зростала і коливалась в межах 80-110 дол. США за барель [97].

Аргументами проти утримання прив'язки своїх валют до долара США країни називають, фактично, експансію Сполученими Штатами решти світу, канали якої було визначено нами у підрозділі 1.2., що виражається у імпорті інфляції з-за кордону, неможливості впливати на монетарну політику США, тоді як її цілі часто не співпадають з цілями грошово-кредитної політики країн Перської затоки, а також зловживання ФРС емісією доларів. В той же час, країни розуміють перевагу, яку їм надає така валютна прив'язка – можливість поглиблювати свою інтеграцію в світове господарство. Окрім цього, важливим аргументом для утримання прив'язки також є те, що ціна на нафту на світовому ринку формується саме в доларах США, тобто більшість доходів країни Перської затоки отримують саме з продажу нафти і в доларах [98]. Окрім цього, країни Ради співробітництва арабських держав Перської затоки, окрім ОАЕ та Оману, продовжують обговорення створення валютного союзу та введення спільної валюти – «халіджі», яка буде спочатку прив'язана до долара США, а згодом, задля підвищення стабільності – до кошика валют, до якого окрім долара та євро також ввійдуть фунт стерлінгів та єна [97, с.51]. Введення цієї валюти уже планувалось на 2010, 2013 рр., втім, через складні економічні обставини воно кожного разу переноситься [98], і, ймовірно, також не буде реалізовано в 2015-2016 рр.

Повертаючись до обіцянки великих економік припинити валютні війни, зауважимо, що США виконали цю домовленість, хоч і не одразу, а впродовж двох наступних років. Незважаючи на те, що країна продовжила проведення третього раунду політики кількісного пом'якшення, обсяги скупки активів повільно і поступово скорочувались з 85 млрд дол з грудня 2013 р. на 10 млрд дол щомісячно,

так об'єм викупу активів зменшився до 35 млрд. дол. США у червні 2014 р. [99], а в жовтні 2014 р. програму було закрито [100].

У відповідь на запуск QE3 США Японією 26 грудня 2012 р. було розпочато активну стимулювальну політику, що отримала назву на честь її ініціатора прем'єра С.Абе – “абеноміка”, більш детальне дослідження якої буде проведено в підрозділі 2.2. Уже в квітні 2013 р. програму кількісного пом'якшення Банку Японії було розширено до 60-70 трлн. єн щорічно [101]. Внаслідок таких заходів японська єна продовжувала знецінюватись, її вартість щодо долара США зменшилась на 22%. На нашу думку, політика абеноміка, в рамках якої проводиться кількісне пом'якшення, має неопротекціоністський характер та спрямована, фактично, на досягнення усіх трьох цілей, відповідно до яких нами було запропоновано типізацію валютних політик: подолання глибоких структурних криз, яке видалось неможливим для реалізації традиційними інструментами, оборона власного виробництва від торговельних партнерів - країн, що девальвують власну валюту, перш за все США і Китаю та інших, а також посилення конкурентноспроможності японських товарів на міжнародних ринках та відновлення лідерських позицій у Азійсько-Тихоокеанському регіоні шляхом реалізації суміжних із кількісним пом'якшення заходів абеноміки, а саме проведення структурних реформ. З огляду на це ми розглядатимемо абеноміку як неопротекціоністську політику, адже неопротекціонізм – її важлива складова. Монетарною ціллю цієї політики є досягнення 2% рівня інфляції. У 2014 р. Банк Японії в рамках абеноміки продовжив проводити кількісне пом'якшення, обсяги якого, на відміну від QE3 США, лише зростали і з жовтня 2014 р. досягли щомісячного обсягу в 80 трлн єн [102].

Слабкі результати кількісного пом'якшення ЄЦБ у 2011-2012 рр., а також неможливість країн Єврозони формувати власну монетарну та валютну політику призвели до проведення деякими із них, а саме Францією та Іспанією так званих фіскальних девальвацій, детальніше які буде досліджено в підрозділі 2.3. [103, с. 14]. У свою чергу, у 2013-2014 рр. ЄЦБ продовжував проводити політику, націлену на утримання стабільної валюти, і не проводив кількісного пом'якшення євро,

натомість М.Драгі користувався усними інтервенціями, хоча бажаного результату вони не принесли. Як наслідок, економісти вважають, що у відповідь на сповільнення економічних процесів та скорочення інфляції, які мають місце у Євросоні, варто стимулювати економіку кількісним пом'якшенням, а не лише усними повідомленнями про його можливе проведення. В той же час, вони закликають врахувати важливий чинник, який може бути перешкодою для результативності кількісного пом'якшення у Євросоні: кредитування у банку є значно поширенішим, аніж позики на фондовому ринку, на відміну від США. Важливим фактором, чому ЄЦБ відтягував початок проведення кількісного пом'якшення є і те, що він є наднаціональною структурою, яка визначає монетарну політику для 18 країн, які, в свою чергу, мають суверенітет для проведення власних фіскальних політик. Ринки приватного капіталу країн Євросоні будуть змушені купувати борги 18 різних країн, у кількостях, пропорційних розміру економік. Такі купівлі будуть мати значно більший вплив у периферійних країнах Європи, де кредитні рейтинги є низькими, аніж у Німеччині із її AAA статусом. Бундесбанк Німеччини, зокрема, турбується, що QE послабить тиск на менш кредитоспроможні країни, і вони не проведуть огляду та реконструкції своїх економік і перестануть тримати свої дефіцити під контролем [104].

У жовтні 2014 р. - січні 2015 р. під тиском критично низького рівня інфляції та високого рівня безробіття, незважаючи на вищезгадані ризики, ЄЦБ таки було розпочато кілька програм кількісного пом'якшення, які ми вважаємо стабілізаційними, вимушеними, а не неопротекціоністськими, з огляду на те, що вони стали крайнім заходом монетарної політики, який до останнього ЄЦБ намагався уникнути, для стабілізації Євросоні після глобальної фінансової кризи та Європейської кризи суверенних боргів. Розширена програма викупу активів ЄЦБ складається з програми викупу державних облігацій, програми викупу бондів, забезпечених активами та програми викупу іпотечних паперів. Щомісячний обсяг купівлі активів становить 60 млрд євро, запланована тривалість програми – до вересня 2016 р. Очікуваний рівень інфляції, який хоче досягти банк в результаті виконання програми – 2% [89].

В той же час, у поскризний період Китай продовжує вести успішну для його національних інтересів неопротекціоністську політику, яка закріплює за країною важливе місце у світовому господарстві. З січня 2014 р. з курсу 6,04 юаня за дол. США при коефіцієнті паритету купівельної спроможності Китаю до США, який у 2014 р. дорівнював 0,6, країна знову розпочинає девальвацію до 6,15-6,25 юань за дол. США із різким падінням до 6,39 у серпні 2015 р. [92]. Такі дії країни одразу викликали стурбованість та критику зі сторони інших країн, багато економістів висловились, що Китай так вчинив задля покращення позицій експорту при сповільненні росту власної економіки. Така неочікувана і порівняно різка девальвація юаню вплинула на показники фондових ринків іноземних держав: індекс Доу-Джонса США знизився на 1,1%, NI225 Японії – на 1,01%, IBOV Бразилії - на 2,88%, PX1 Франції на 4,13%, але найбільше втратив індекс DAX Німеччини - 5,07%. В той же час китайський індекс SNA зріс на 5,63% [105].

Китай, натомість, пояснює такі свої дії тим, що хоче, аби юань було включено до кошика, що формує Спеціальні права запозичення МВФ, тому планує відпустити валюту в плавання, що і спричинило зниження курсу юаню. Так, зокрема, за правилами китайського валютного ринку Народний банк Китаю встановлює середній курс юаня, відносно якого щоденний курс, що його визначає торгова сесія, може коливатися в межах 2%. Відтепер центральним банком визначатиметься курс саме виходячи з результатів торгової сесії на валютному ринку попереднього дня [106].

МВФ загалом підтримав перехід Китаю до плаваючого курсу та заохочує його цілком перейти на вільне курсоутворення впродовж наступних двох-трьох років. Втім, Фондом було також заявлено, що це не матиме прямого впливу на рішення про включення юаню до кошика валют СПЗ. В той же час, очевидно, більш ринково-орієнтований валютний курс юаню сприятиме ефективності здійснення операцій із СПЗ, якщо прийняте рішення буде позитивним [108].

Аналізуючи вплив валютних війн на світову торгівлю, варто зауважити, що за винятком 2008-2009 рр. обсяги міжнародної торгівлі у 2008-2014 рр. зростали, хоча темпи зростання у 2011-2014 рр. суттєво сповільнились, що видно на рис. 2.4.

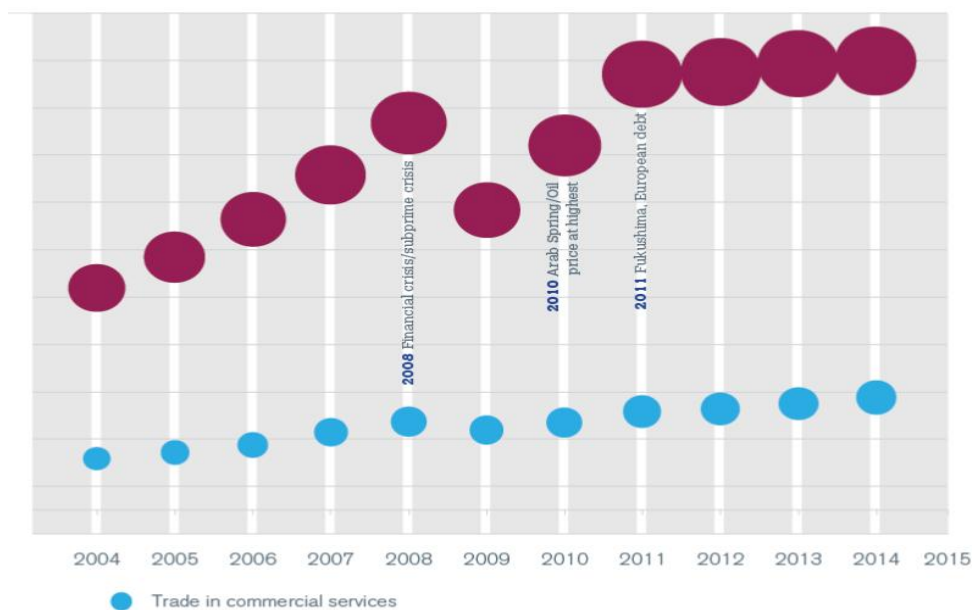


Рис. 2.4. Обсяг світової торгівлі.

Джерело: дані Світової організації торгівлі [107, с. 15]

Це спричинене, на нашу думку, не так валютною війною, як посткризовим сповільненням темпів зростання світового виробництва, що видно на рис. 2.5.

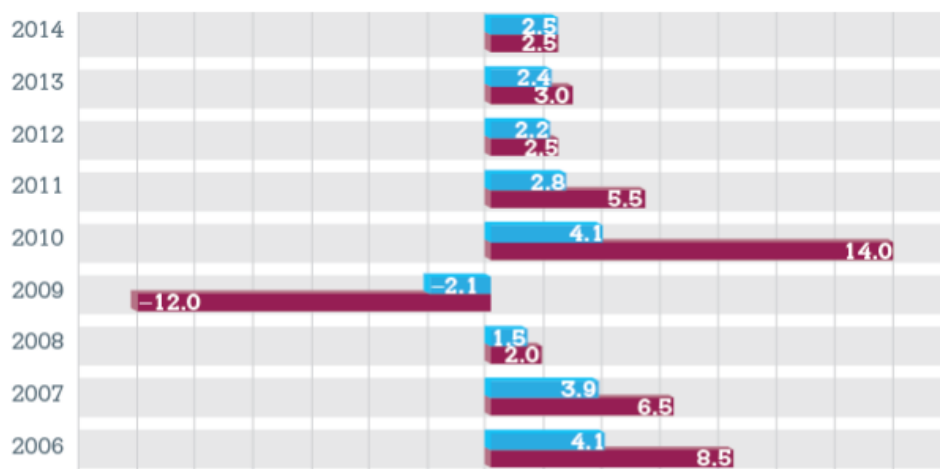


Рис. 2.5. Темпи зростання світового ВВП

Джерело: дані Світової організації торгівлі [107, с. 15]

Підсумовуючи, хочемо зазначити, що валютні війни є складним комплексним феноменом міжнародних валютних відносин, який виникає внаслідок того, що національні економіки не бажають поступатись своїми конкурентними позиціями іншим, які вживають заходи валютної девальвації, тому реалізують оборонну валютну політику, що сприяє розкрученню девальваційної спіралі. Серед передумов та наслідків валютних війн хочемо виділити важливі тенденції:

1. Зміна позицій світових гегемонів. Кризи є найбільш сприятливими моментами для зміни влади в планетарному масштабі. Як наслідок, під час змін валютних стандартів та активних валютних воєн змінилось становище лідерів світової фінансової системи: втрата лідерських позицій фунту стерлінгів після першої валютної війни; здобуття світової гегемонії США та, як наслідок, монополізація світової фінансової системи американським доларом; посилення ролі валют великих країн, що розвиваються: китайського юаню, індійської рупії, бразильського реалу. Найбільш амбітним та єдиним реальним претендентом на світову гегемонію та лідерство в світовій фінансовій системі є КНР із юанем; об'єднання європейських країн в Єврозону та запровадження єдиної валюти євро; заплановане впровадження країнами Близького Сходу єдиної валюти «халіджі» може в майбутньому спричинити відв'язку ціни нафти від долара США, і також мати вплив на порушення монополії останнього у світовій економіці.

2. Превалювання національних інтересів над глобальними. Незважаючи на укладені домовленості щодо припинення валютних війни та розуміючи її наслідки для країн та світового господарства загалом, країни-емітенти резервних валют, втім, здебільшого готові при нагальній потребі девальвувати свої національні валюти, якщо очікують, що це матиме позитивний вплив на їхню національну економіку, часто забуваючи про те, що на них покладено також функцію забезпечення стабільності світової фінансової та валютної системи, яка внаслідок девальвації резервної валюти впливає на решту світу через канали, окреслені та пояснені нами у підрозділі 1.2.

3. В умовах асиметрії розвитку світового господарства, валютні війни є інструментом посилення великими економіками власного впливу на світове господарство та окремі національні економіки. З огляду на те, що валютні війни ведуться між великими розвиненими економіками, емітентами або кандидатами в емітенти резервних валют, які є одночасно і країнами розміщення світових фінансових центрів: Великобританія (Лондон), США (Нью Йорк), Китай (Гонконг, Пекін), Японія (Токіо), Швейцарія (Цюрих), Єврозона (Франкфурт, Париж) та ін., вони є спрямовані, фактично, на переділ зон впливу національних економік на

світове господарство. В той же час, малі економіки, особливо країни, що розвиваються є реципієнтами наслідків, але не гравцями валютних війн.

4. Висока залежність світової фінансової системи від єдиної валюти-монополіста та її емітента означає фактичну передачу регулювання світовою валютною системою одному центральному банку, що створює передумови для глобальних дисбалансів. Однією із важливих передумов усіх валютних війн стала наростаюча залежність світової фінансової системи від долара США, що експортує внутрішні шоки американської економіки в інші країни та не може забезпечити стабільність валютної системи. Саме тому девальвація була менш ефективною під час другої світової валютної війни, адже золотовалютним стандартом на економіку США було покладено не лише її внутрішні проблеми, але й проблеми всієї світової фінансової системи. Намагання утримати примарну стабільність ігноруючи ринкові сили, а також ставлячи національні інтереси вище світових призвело, фактично, до падіння системи золотого стандарту.

5. Третя світова валютна війна має гібридний характер, адже країни-учасники реалізують усі три види девальвацій: стабілізаційну, захисну і конкурентну. Вона приносить незначні результати в контексті отримання переваг на світовому ринку, адже при гнучких плаваючих курсах девальвація однієї валюти щодо інших приносить країні, яка її проводить, здебільшого короткострокову вигоду, яка часто компенсується проведенням іншими країнами також девальвації своїх національних валют у відповідь.

2.2. Результативність девальваційних політик США та Японії в системі неопротекціоністських заходів у посткризовий період

Через процентний та валютний канали трансмісійного механізму в умовах плаваючих валютних курсів реалізується вплив грошово-кредитної політики великої відкритої економіки на національну та світову економіки. В короткостроковому періоді експансіоністська політика у великій відкритій

економіці послаблює валюту країни, яка її проводить, а також сприяє зниженню світовий рівень номінальних процентних ставок. Останнє було особливо відчутним одразу після глобальної кризи, коли ряд розвинених економік у пакеті стабілізаційних заходів знизили відсоткові ставки до мінімуму, що більш детально описано у попередньому підрозділі. Наслідки світової фінансової кризи 2008-2009 рр. були складними для усіх великих розвинених економік, яким не вдалось подолати їх традиційними заходами стимулювальної монетарної політики.

Відповідно до типізації валютних політик, запропонованої нами у розділі I, вважаємо, що перші раунди монетарних та валютних політики і США, і Японії можна вважати суто антикризовими, “реанімаційними”, спрямованими на подолання глибоких структурних криз шляхом впровадження політики “дешевих грошей”, тоді як подальші стимулювальні заходи, особливо початок політики “абеноміка”, мають неопротекціоністські риси.

Незважаючи на те, що долар є першою за значимістю світовою резервною валютою, його позиції лідера на міжнародному валютному ринку на початку XXI ст. похитнулись, що пов’язано із введенням євро, конкуренцією у виробництві високотехнологічних товарів не лише із країнами Західної Європи та Японією, але й новими індустріальними країнами, споживацькою моделлю поведінки громадян США, та особливо, на нашу думку, стрімким посиленням позицій на світовому ринку нового претендента на завоювання світової гегемонії – Китаю.

Розчарування у стабільності долара США було зумовлене, зокрема, і активною стимулювальною політикою, яку ФРС проводила впродовж 14 років – з 2001 р. до жовтня 2014 р. перш за все задля подолання рецесії та пізніше – нейтралізації наслідків глобальної фінансової кризи та вторинно, але не менш важливо – задля збереження власних позицій на світовому ринку. Для аналізу стабілізаційної політики США у посткризовий період вважаємо за необхідне приділити увагу також і передумовам кризи.

Як видно із рис. 2.3. підрозділу 2.1., середньозважений курс долара США щодо валют його основних торговельних партнерів зменшувався починаючи із 2001 р. До початку 2000х років США вдалось досягти високого рівня

економічного зростання – рівень інфляції коливався між 2% та 3% [109], цінова стабільність зберігалась, реальний ВВП зростав на близько 4,4% щороку [110], рівень безробіття станом на кінець 1999 р. становив 4% [111]. Це призвело до розвитку нових технологій, зростання реальних зарплат, а також розширення інвестування. В той же час ставка за федеральними фондами практично не змінювалась. У період 1995-1998 рр. валютна політика США відрізнялась проведенням усних інтервенцій. Так, за 4 років ФРС було проведено лише 9 днів інтервенцій [112, ст. 261]. Динаміка торговельного балансу за цей період також відображала посилення позиції долара та, як наслідок, послаблення конкурентоспроможності американських товарів на світовому ринку: дефіцит торговельного балансу США в 1995 р. становив 96,38 млрд. дол. США, а у 2000 р. 376,74 млрд. дол. США, тобто зріс в 3,9 разів [113].

Втім, уже на початку 2000х років ситуація змінилась: в 2001 р. у США почалась економічна рецесія, спричинена надвисокими темпами зростання інвестицій в обладнання та програмне забезпечення у 1996-1999 р., а також загалом інвестицій у компанії ІТ-галузі, що значно перевищували темпи приросту ВВП у цьому періоді, а також терористичними актами, що мали місце 11 вересня 2001 р. У 2001 р. темп зростання реального ВВП впав до 1,3% [110], знизилась споживчі видатки населення, рівень безробіття хоч дуже повільно, проте все ж зростав – з 4% в 2000 р. до 4,7% у 2001 р. [111]

З метою запобігання тривалій економічній рецесії, ФРС знову повернулась до стимулювальної монетарної політики зниження облікової ставки та ставки за короткостроковими кредитами, покликану збільшити пропозицію грошей, чим сприяти відновленню споживчого попиту. Такі кроки не лише відвернули глибоку рецесію, але водночас спричинили надлишок ліквідності у економіці, що стимулювало споживання та активність на ринку нерухомості, що пізніше стало одним із чинників формування іпотечної бульбашки, яка тріснула в серпні 2007 р. Із крахом непершокласний іпотечних кредитів США розпочалась світова економічна криза, яка вважається найглибшою після Великої Депресії. Головною причиною краху іпотечного ринку стало зростання неповернень іпотечних кредитів

неблагонадійними позичальниками, але це не єдиний вагомий фактор, що підірвав світову економіку, не останнє місце мала і динаміка цін на паливо, які впродовж останніх десятиліть відігравали виняткову роль у деформації економічного циклу розвитку і загальному русі світових фінансових потоків та розвитку національних економік [114, с. 13].

У результаті динамічного зростання світової економіки потреба у нафті безперервно збільшується. Це стало постійним чинником для спекулятивного підвищення цін на неї, що видно із рис. 2.2. підрозділу 2.1. Фактично, у цьому секторі світової економіки відбувся підрив вільного ціноутворення, а гроші, зароблені у ньому, перетекли у інші прибуткові сфери, такі як індивідуальне житлове будівництво, формуючи підвищений попит за рахунок низьких кредитних ставок у фазі зростання в динаміці циклу, і, навпаки, негативно впливаючи у стадії стагнації [114, с. 14]. Одночасне гальмування конкуренції у нафтовому секторі та отримання надприбутків у ньому пригнічували глобальну фінансову систему і призводили до розривів між її окремими ланками [114, с. 15]. Серед основних дисбалансів можна виділити: надмірне споживання, зумовлене зростанням виробництва у розвинених країнах та тих, що розвиваються [115, с. 15]; невідповідність у загальносвітовому масштабі вартості активів обсягам фінансових операцій, які відбувалися на ринках капіталу та породжували так звані «фінансові бульбашки» [115, с. 16]; зростання дохідності вкладів у фінансовий сектор – віртуальну економіку, та зменшення дохідності інвестицій у реальний. На основі грошей, які емітує держава, банки фактично здатні продукувати власні гроші, обсяг яких, за даними експертів, у 2008 р. становив 516 трлн. дол. США, у тому ж році світові масштаби валютних операцій у десятки разів перевищили реальні операції із активами, річний оборот валютного ринку вдесятеро більший, ніж світовий ВВП того року – 58 трлн. дол. США [115, с. 16].

«Фінансова бульбашка» розросталася до певного моменту і, як наслідок усіх вищеописаних процесів, влітку 2007 р. понад 100 американських компаній оголосили про свою неплатоспроможність. У 2008 р. припинили своє існування банки Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch - таким чином, з п'яти

найбільших приватних інвестиційних банків США залишилося тільки два - Golden Sachs і Morgan Stanley. Банки, що символізували стабільність та уособлювали ідеал для наслідування на світовому фінансовому ринку, пропали, фактично залишивши за собою 1,5 трлн. списань [116, с. 9]. Окрім цього, Казначейство США було змушене розпочати управління найбільшими американськими іпотечними агентствами Fannie Mae та Freddie Mac, через які раніше реалізовувалось майже 70% іпотечних угод країни [117, с. 18].

Очевидно, що за кілька місяців 2008 р. підірвано фінансову систему, яка була основою світових фінансів, а США вдруге після падіння Бреттон-Вудської системи нагадали, одній країні не під силу утримувати стабільність світової валютної системи та одночасно долати наслідки внутрішніх структурних криз.

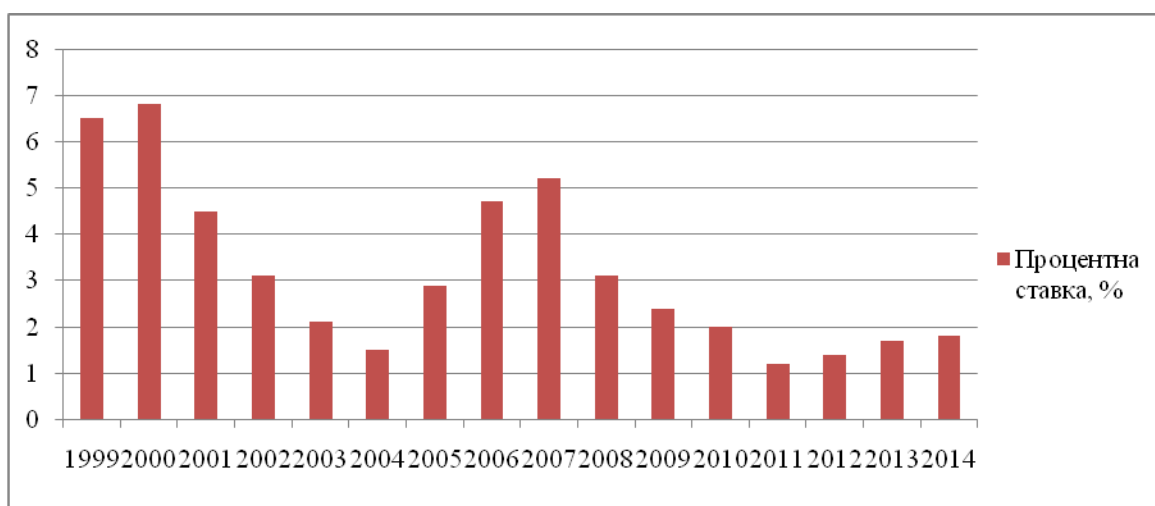


Рис. 2.6. Відсоткова ставка Сполучених Штатів Америки у 1999-2014 рр.

Джерело: дані Світового банку [81].

Стабілізаційними заходами монетарної політики, які були перш за все вжиті ФРС, і які згодом стали каталізатором початку світової валютної війни, стали зниження відсоткової ставки та проведення кількох раундів кількісного пом'якшення. У вересні 2007 р. реальна відсоткова становила 5,25% і надалі поступово знижувалась – аж до 1,2% в 2011 р., що видно на рис. 2.6., тоді як базову процентну ставку по федеральній фондах була встановлено на рівні 0-0,25% [81].

Перший раунд кількісного пом'якшення QE1 у Сполучених Штатах Америки було запущено в грудні 2008 р. Голова ради керуючих ФРС США Бен Бернанке у своїй промові у січні 2009 р. повідомив, що кількісне пом'якшення спрямоване

підсилити м'яку монетарну політику шляхом підтримки функціонування кредитного ринку забезпечивши ліквідність приватному сектору. Так, цілями першого раунду було названо: подолання кризи банківського сектору, відновлення життєздатності та довіри до кредитного ринку, порятунк національного виробництва, стабілізування рівня інфляції та зниження рівня безробіття, що свідчить про внутрішній вектор спрямованості стимулювальної грошово-кредитної політики та її антикризові цілі. До березня 2010 р. ФРС провела викуп казначейських облігацій та іпотечних цінних паперів на 1,7 трлн. дол. США [83]. Крім цього, у американських банків було викуплено і безнадійний іпотечний борг.

Кількісне пом'якшення не принесло належних результатів, трансмісійний механізм ефективно не працював – національна економіка продовжувала залишатись слабкою. Два найважливіших питання не вдалось вирішити цим раундом кількісного пом'якшення – рівень безробіття все ще сягав 9,6%, що значно перевищувало допустимий рівень, а рівень інфляції так і не досяг бажаного 1,7-2% [83]. Окрім цього, стало зрозуміло, що США близькі до дефляційної пастки – ситуації, що характеризується падінням цін, яке, в свою чергу, призводить до зниження прибутків підприємств і доходів приватних осіб. З метою виправлення недопрацювань, а також створення робочих місць і збільшення обсягів кредитування, у листопаді 2010 р. ФРС було запущено другий раунд пом'якшення QE2, розмір вливань якого становив майже 1 трлн. дол. США [118], і який завершився у червні 2011 р.

У вересні 2011 р., ФРС запустила нову програму підтримки економіки США під назвою «Операція Твіст». Дана програма була націлена на заміну у портфелі ФРС короткострокових облігацій на довгострокові казначейські облігації задля зниження довгострокових відсоткових ставок і подальше полегшення фінансових умов в економіці. Суму, яку ФРС планувала виділити на купівлю казначейських облігацій США, термін погашення яких настає через 6-30 років, становила близько 400 млрд. дол. США [119], викуп планувалося проводити до червня 2012 р., втім, тоді програму було продовжено до кінця 2012 р. ще на 267 млрд. дол. США. Таке рішення було прийнято через сповільнення економічного зростання [120].

На допомогу «Операції Твіст» восени 2012 р. було запущено третій раунд кількісного пом'якшення ФРС США. З урахуванням «Операції Твіст» та QE3 портфель довгострокових паперів ФРС збільшувався приблизно на 85 млрд дол. щомісячно до кінця 2012 р. [95] задля сприяння подальшому зниженню довгострокових ставок, надання підтримки іпотечному ринку і створенню більш сприятливих фінансових умов в цілому. Так, з вересня 2012 р. і до грудня 2013 р. об'єм викупу активів залишався на рівні 85 млрд. дол. США в місяць, а з грудня 2013 р. ФРС почала згортати програму кількісного пом'якшення – на 10 млрд дол. США в місяць [99]. Керівництвом ФРС було прийнято рішення, що у разі подальшого поліпшення показників економіки США скорочення буде продовжено.

Таким чином, до лютого 2014 р. програма викупу активів скоротилася до 65 млрд. дол. США [99]. Станом на лютий 2014 р. глава ФРС Джанет Йеллен відзначила позитивні зрушення, які третій раунд кількісного пом'якшення приніс в американську економіку. Вона заявила, що ВВП США прискорив зростання в другій половині 2013 року до 3,5% з 1,75% на початку року [121], а зростання ділової активності стимулювало подальше зростання зайнятості. Так, зокрема, в США з серпня 2012 р. до лютого 2014 р. було створено 3,25 млн робочих місць. Крім того, рівень безробіття за той же період впав на 1,5% - до 6,6%, що, втім, все ще залишається вище цільового рівня 6,5 % [121].

З лютого до кінця липня 2014 р. програма кількісного пом'якшення продовжувала скорочуватись. Із кінця липня 2014 р. ФРС зменшила викуп активів – іпотечних зобов'язань до 10 млрд. дол. США та казначейських облігацій до 15 млрд. дол. США на місяць. У прес-релізі, опублікованому на сайті регулятора, також наголошується, що базова відсоткова ставка по федеральній фондах була збережена на рівні 0-0,25% річних [122].

З кінця 2008 р. і до 2011 р. долар США здевальвував на 9,66%, а з 2011 р. його обмінний курс почав повільно зростати, здебільшого завдяки вжитому торговельними партнерами кількісному пом'якшенню у відповідь на американську експансивну монетарну політику, адже ФРС продовжували свої програми викупу

активів. В кінці 2014 р. обмінний курс долара США досяг докризового рівня, як видно на рис. 2.3. із підрозділу 2.1.

В жовтні 2014 р. завдяки дії трансмісійного механізму ФРС та уряду США вдалось досягти запланованих макроекономічних цілей, а саме знизити безробіття до рівня 6%, а також утримати інфляцію на рівні 2%. З огляду на це програму викупу активів було закрито [100], хоча ключову відсоткову ставку збережено на попередньому рівні аж до грудня 2015 р., коли її було піднято до 0,25-0,5% річних. Окрім цього, трансмісійний механізм мав позитивний вплив і на ВВП США, темп зростання якого в 2014 р. досяг уже 10,7% до базового 2009 р., що видно на рис. Д.1 у додатку Д.

Дослідимо вплив макроекономічних показників на торговельний баланс США шляхом побудови регресійної моделі, вихідні дані якої подано в додатку Е.

Модель має наступну теоретичну специфікацію:

$$(TB)Y = c \pm (USD)X_1 \pm (INFL)X_2 \pm (GDP)X_3 \pm (FA)X_4 \quad (2.1)$$

де Y – сальдо торговельного балансу США;

X_1 – коливання середньозваженого курсу долара США;

X_2 – інфляція в США;

X_3 – динаміка ВВП США;

X_4 – сальдо фінансового рахунку платіжного балансу США;

C – константа.

Нами запропонований алгоритм економетричного моделювання для оцінки впливу факторних ознак на результуючу на рис. Ж.1. у додатку Ж.

Таблиця 2.2.

Перевірка часових рядів на стаціонарність моделі для США

Phillips–Perron test					
	USD	INFL	TB	GDP	FA
c	-	-	-	-	-
ct	-	-	-	-	-
c - diff	***	***	***	***	***
ct - diff	***	***	***	***	***
*p < 0.10; ** p < 0.05; *** p < 0.01;					

Джерело: Розраховано автором в пакеті EViews 8.

Модель оцінена за методом найменших квадратів. Результати оцінки регресійної моделі представлені в табл. 2.3.

Таблиця 2.3.

Регресійна статистика моделі для США	
Торговельний баланс США	
Variable	Δ ТБ (OLS)
Δ USD	1,58*** (-2,27)
Δ INFL	-27,37*** (-3,11)
Δ GDP	-0,233*** (-4,58)
Δ FA	0,11*** (2,99)
R ²	0.94
DW	1.66
Примітка: ***, **, * статистичне значення на рівні 1%, 5%, 10% відповідно, t-статистика (в дужках), Δ – перші різниці	

Джерело: Розраховано автором в пакеті EViews 8.

Також нами перевірено отриману модель на наявність автокореляції довільного порядку в випадкових помилках регресійних моделей за методом Брюша-Годфрі. Тест висуває нульову гіпотезу, що модель не містить автокореляції.

Таблиця 2.4.

Результати тестування залишків моделі для США

Δ ТБ	LM-test (Breusch-Godfrey) Prob. Chi-Square	2,86	0,23

Джерело: Розраховано автором в пакеті EViews 8.

Дані таблиці свідчать про відсутність автокореляції залишків в моделі. Це пояснюється приведенням всіх компонентів моделі до перших різниць.

Для перевірки стабільності параметрів моделі на всій вибірці ми застосували CUSUM-тест, який використовує так звані рекурсивні залишки, що виходять при використанні рекурсивного методу найменших квадратів.

Результати CUSUM-тестів на рис. 2.7. виявили незначні відхилення в 2007 р., що пояснюється початком світової фінансово-економічної кризи у США.

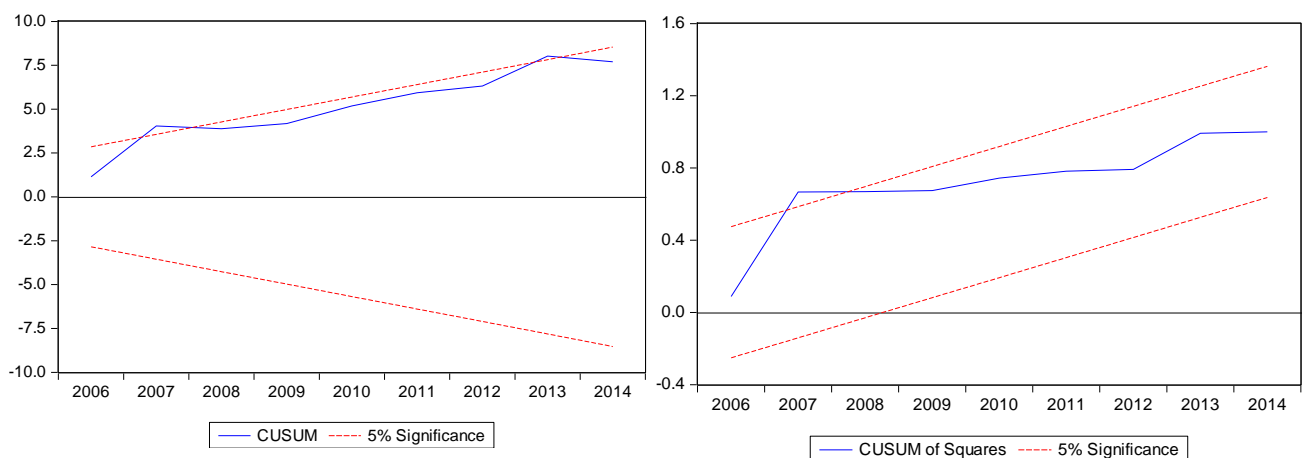


Рис.2.7. CUSUM-тести стабільності моделі для США

Джерело: Розраховано автором в пакеті EViews 8.

Таким чином, отримані результати дозволяють говорити про наступну економічну інтерпретацію коефіцієнтів даної моделі:

$\Delta DUSD = 1,58$ – коефіцієнт, що показує прямий вплив факторної ознаки середньозваженого курсу долара США на зовнішньоторговельний баланс країни;

$\Delta GDP = -0,233$ – коефіцієнт, який показує незначний та протилежний вплив обсягу ВВП на зовнішньоторговельний баланс США;

$\Delta FA = 0,11$ – коефіцієнт, що показує незначний прямий вплив зміни фінансового рахунку США на зовнішньоторговельний баланс.

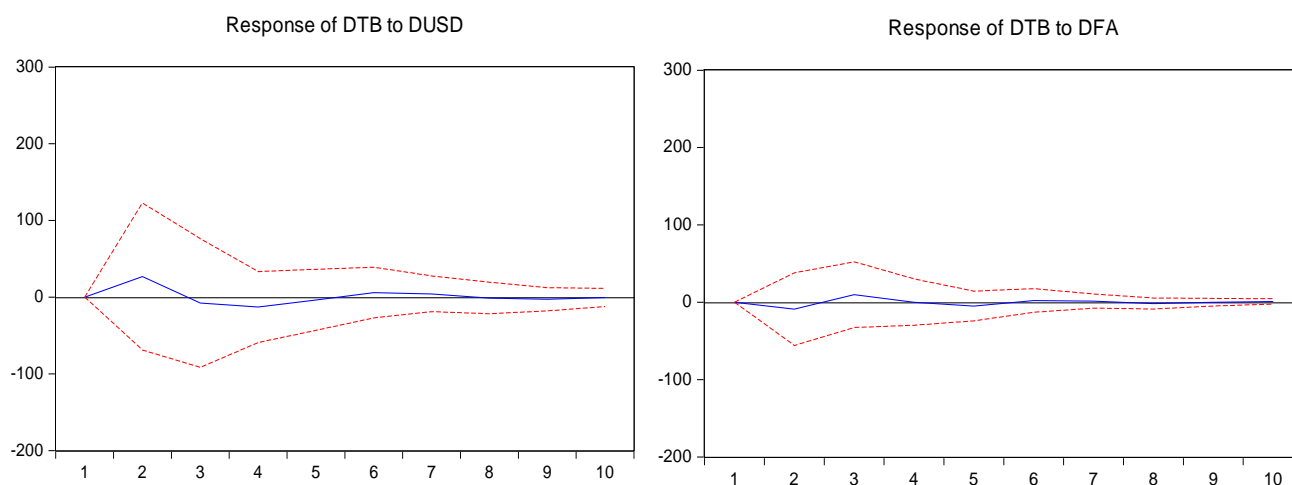


Рис. 2.8. Функції імпульсних відгуків торговельного балансу США на курс долара та сальдо фінансового рахунку

Джерело: Розраховано автором в пакеті EViews 8.

Також нами запропоновано використання моделі векторної авторегресії (VAR), яка є альтернативою системам одночасних рівнянь, які припускають істотні теоретичні обмеження. VAR-моделі вільні від обмежень структурних моделей.

Результати представлені на рис. 2.8. Інтерпретація VAR здійснюється через функцію імпульсного відгуку. Обчислення даної моделі доступні в додатку 3.

Інтерпретація результатів даної моделі дозволяє стверджувати, що вплив середньозваженого курсу долара США на зовнішньоторговельний баланс країни є прямим, що означає, що навіть коли девальвація є стабілізаційною, що виникає внаслідок антикризових монетарної чи валютної політик, вона все одно приносить національним виробникам США конкурентні переваги на міжнародних ринках.

В той же час, вплив зміни фінансового рахунку США на зовнішньоторговельний баланс є незначним і прямим. Ця особливість характерна великим економікам, коли зростання дефіциту фінансового рахунку сприятиме зростанню дефіциту торговельного балансу, що пояснюється, зокрема, згаданим в

підрозділі 1.2 створенням розвиненими країнами «другої економіки», тобто проведення оффшорингу. В цьому випадку чим більше інвестицій вкладається у американські компанії, чиє виробництво перенесене закордон, тим більше товарів виготовляється, а товари, що виготовлені оффшоринговими компаніями та ввозяться у США, вважаються її імпортом, тому негативно відображаються на торговельному балансі.

На нашу думку, беручи до уваги обидва дефіцити – і поточного рахунку, і рахунку фінансових операцій, вплив стимулювальної монетарної політики США як емітента основної резервної валюти на світову економіку в цьому аспекті може сприйматись як неопротекціоністський, адже обсяги імпорту продовжують зростати, хай і меншими темпами, аніж обсяги експорту, а Сполучені Штати сплачуючи іноземним країнам за куплену в них продукцію, а також інвестувати в інші країни використовують світову валюту, долари, в тому числі і ті, що були емітовані ФРС під час трьох раундів кількісних пом'якшень, які фактично не є підкріплені золотовалютними резервами цієї держави [123, с.40]. Так, до прикладу, станом на серпень 2015 р. золотовалютні резерви США становили 119,35 млрд.дол.США [124], при тому, що тільки офіційно задекларовано резервів у доларах в інших країнах на 3,88 трлн. дол. США [125] – що вже у 32 рази перевищує резерви країни, і це без врахування доларів, які є в обігу в економіці США, та доларів, що за кордоном країни у формі заощаджень іноземного населення, інвестицій суб'єктів економіки, неоголошених резервів країн та тих, якими здійснюються міжнародні розрахунки. Така суттєва диспропорція, підкріплена незадоволенням інших країн нестабільністю долара США, яка вилілась у зменшення частки доларів США у взаємних розрахунках багатьох країн [126, с.325], може бути дуже небезпечною для економіки США, що, як показує досвід Великобританії кінця 1960х років, може вилитись у непідйомний для країни зовнішній борг.

Окрім цього, це сигналізує і на те, що при виплаті іноземцям за імпортовані товари доларами США, в економіку Сполучених Штатів поверталась лише невелика частина доларів у вигляді інвестицій з-за кордону, решта, здебільшого,

залишалась в іноземних країнах у вигляді особистих заощаджень та інвестицій (особливо у неофіційно доларизованих економіках), поповнення золотовалютних резервів країн тощо. Через такий стан платіжного балансу багато економістів називають США старіючою нацією-боржником.

Дослідимо також вплив США на економіки країн, що розвиваються, через канали, які було визначено нами як канали впливу великої економіки на малі в підрозділі 1.2. Долар США досі є найбільш використовуваною валютою в міжнародних розрахунках. Так, до прикладу, за даними міжнародної міжбанківської системи передачі інформації та здійснення платежів SWIFT серед платежів індивідуальних та інституційних клієнтів у червні 2015 р. суттєво переважав долар США, на який припало 45,01% платежів, що видно на рис. Й.1 в додатку Й. Це означає, що ФРС США володіє інструментом контролю курсу валюти, що є засобом платежу в майже половині усіх міжнародних розрахунків.

Хоча золотовалютні резерви сучасних країн є диверсифікованими та включають в себе різні валюти: євро, японську єну, британський фунт стерлінгів та інші, частка долара залишається найбільшою. Так, до прикладу, за даними МВФ в першому кварталі 2015 р. офіційні золотовалютні резерви 144 країн світу, що подають звіти до бази даних COFER, становили 11,433 трлн. дол. США. Інформацію про розподіл за валютами подано про резерви обсягом 6,062 трлн дол, з яких доларами США безпосередньо зберігається 3,88 трлн дол, що є 64,12% від суми, про структуру якої відзвітовано, тоді як у євро – 1,256 трлн дол США (20,72%), в єні – 251,7 млрд дол США (4,15%), фунтах стерлінгів – 236,93 млрд дол США (3,91%) [125].

Окрім цього, багато країн, що розвиваються, широко використовують долар не лише як резервну валюту та у міжнародних розрахунках, але й у внутрішньому обігу. Причинами такого явища є непослідовність монетарної політики держави, недовіра громадян до своєї національної валюти, інфляційні процеси в економіці тощо. Хоча своєю національною валютою обрали долар США лише три країни, неофіційна доларизація притаманна більшості країн СНД, а також країнам

Латинської Америки (крім вищезгаданих та Бразилії, Колумбії і Венесуели) [127, с. 68]. Багато країн здійснили прив'язку власної валюти до долара США.

Таким чином, наведеною вище інформацією підтверджується, що канал валютного курсу трансмісійного механізму монетарної політики для керівництва США є важливим інструментом впливу не лише на економіку своєї держави, але й на інші економіки та світову економіку загалом – через контроль за вартістю валюти міжнародного розрахунку та валюти міжнародних резервів, а також вплив на курс валют, що перебувають у прив'язці до долара США.

Хочемо також зауважити, що маючи хронічний дефіцит платіжного балансу, та золотовалютні резерви, які покривають менше третини обсягу дефіциту торговельного балансу, США може потрапити у пастку, коли навіть незважаючи на зростання обмінного курсу долара, покривати витрати на імпортовані з-за кордону товари буде легше шляхом емісії нових грошей, а не стабілізації економіки та скорочення дефіциту платіжного балансу розвиваючи експортноорієнтовані галузі та приваблюючи іноземний капітал.

Вплив стимулюючої монетарної політики США є відчутним у багатьох країнах. Уже зараз вони намагаються змінювати структуру своїх резервів на користь більш стабільних та надійних валют, розпродують казначейські облігації США, Китай усе частіше висловлює намір зробити юань світовою резервною валютою - на противагу долару США. Голова МВФ Крістін Лагард також неодноразово закликала США почати обережно відходити від політики “дешевих грошей”, що фактично було виконано країною в жовтні 2014 р.

З усього вищевикладеного випливає, що лідер світової економіки – Сполучені Штати Америки, насправді дуже тісно пов'язані з іншими країнами світу, задають тренд розвитку світового господарства, але дедалі гірше справляються із зобов'язаннями, покладеними на них як на країну-емітента світової резервної валюти, часто надаючи перевагу подоланню внутрішньоекономічних дисбалансів перед забезпеченням стабільності світової валютно-фінансової системи.

Звернемось до аналізу девальваційної політики Банку Японії, яка, безумовно, має як схожі, так і відмінні риси із експансійною монетарною політикою США.

Японія своїми діями не стимулювала світову фінансову кризу, однак постраждала від неї дуже сильно. З кінця 1990х років ВВП країни повільними темпами планомірно зростав. В той же час, з 2008 р. розпочався спад виробництва. Так, зокрема, приймаючи за базовий обсяг ВВП 2007 р., темп спаду ВВП в 2008 р. становив 1,04%, а вже у 2009 р. – аж 6,5% [128]. Окрім цього, з 2007 р. і до 2012 р. відбувалась тривала ревальвація єни, що тільки поглибило стан рецесії у цій країні. Зростанню вартості японської валюти в цей час сприяло підвищення попиту на неї, адже стурбовані глобальною валютною кризою, японські інвестори репатріювали частину своїх вкладень, раніше спрямованих закордон, та вирішили вкладати свої кошти у більш надійні японські економічні суб'єкти [129, с. 179-180]. Також, укріпленню японської єни та поверненню японських інвесторів на національні фінансові ринки сприяла стимулююча монетарна політика ФРС і ЄЦБ, яка вилилась у політику низьких відсоткових ставок у США та Єврозоні.

Фактично, тільки Японія з причини дефляції, яка мала місце з початку 2009 р. аж до початку 2013 р., як видно на рис. К.1. у додатку К, характеризувалась привабливими для інвесторів реальними відсотковими ставками на рівні 3,2-3,4% в 2008-2011 рр. та 2,4% у 2012 р. [81]. Така монетарна політика Банку Японії не могла не вплинути на торговельний баланс країни, який до 2010 р. залишався профіцитним. Рівень експорту несуттєво зменшився у 2008 р., а у 2009 р. скоротився аж на 33%, але й імпорт того року зменшився на 34%, що дозволило сальду торговельного балансу залишитись додатнім та становити 2,67 трлн. єн [130].

Як зі стабілізаційною, так і з неопротекціоністською ціллю в умовах економічної рецесії, з метою утримання конкурентного становища японського експорту на світовому ринку та у відповідь на заходи кількісного пом'якшення, вжиті, зокрема, США та Великобританією, Японією було розпочато широкомасштабну стимулювальну політику. Так, зокрема, з жовтня 2010 р. до жовтня 2011 р. Банк Японії провів перший раунд програми викупу активів, яка розпочалась із 35 трлн. єн та згодом була збільшена до 55 трлн. єн [88]. Проте це не принесло бажаних результатів, хоча стало вагомим кроком до їх досягнення: рівень дефляції зменшився, але досягти інфляції не вдалось; схожа ситуація із ВВП –

темпи спаду виробництва скоротились до 2,1% та 2,55% у 2010 та 2011 рр. (в порівнянні з ВВП 2007 р.) відповідно [128]. Втім, кризовий стан сприяв зростанню державного боргу Японії: якщо у 2007 р. він становив 144,1% ВВП, то у 2012 р. досяг уже 196% [131].

З грудня 2012 р. з приходом до влади прем'єр-міністра С.Абе, в країні почалась нова, більш системна антикризова політика – абеноміка, яка ґрунтується на трьох основних напрямках роботи:

1) Проведення активного кількісного пом'якшення. Ціль експансивної монетарної політики була визначена одразу – досягти показника темпу інфляції на рівні 2%. Для цього Банком Японії в грудні 2012 р. було розпочато безпрецедентну розширену програму викупу активів і кредитування на 10 трлн єн, термін дії якої попередньо планувався до грудня 2013 р. Втім, уже в квітні 2013 р. масштаби кількісного пом'якшення було розширено до 60-70 трлн єн щорічно [132, с. 1], з жовтня 2014 р. – до 80 трлн. єн [128]. Масштаби таких пом'якшень незрівнянно великі – тільки за 2014 р. Банком Японії було викуплено активів на суму, що рівна 57% ВВП [133].

Перший етап трансмісійного механізму запрацював уже в перший рік такої агресивної експансивної монетарної політики – відбулась суттєва девальвація єни, фактично валютна криза, згідно з класифікаціями, запропонованими нами у розділі 1. Курс японської валюти з початку 2013 р. перебував на рівні 86 єн за долар, а завершив поточний рік зрісши до 104,95 єни за долар. Для єни це мінімальний рівень з вересня 2008 р. [134].



Рис. 2.9. Курс японської єни щодо долара США, єн за долар США.

Джерело: дані аналітичного центру Trading Economics [134].

За рік японська валюта продемонструвала найслабшу динаміку щодо долара США з 1979 р.: 34 роки тому єна втратила 24% своєї вартості за рік. Загалом впродовж 2013-2015 рр. японська єна відносно долара США здевальвувала на 44%, що видно на рис. 2.10., і це незважаючи на те, що ФРС у 2013-2014 рр. також проводив активну експансивну грошово-кредитну політику.

2) Стимулювальна фіскальна політика. Фіскальне стимулювання ґрунтується на збільшенні прямих державних видатків до рівня 2% ВВП [135]. Сюди прем'єр Абе відніс дерегуляцію бізнесу, лібералізацію ринку праці, скорочення корпоративних податків і поглиблення різноманітності робочої сили задля відновлення довгострокової конкурентоспроможності Японії. Окрім цього, прем'єр додав до напрямку реалізацію важливих інфраструктурних проектів – будівництво мостів, тунелів, сейсмостійких доріг, та стимулювання інвестицій.

У 2013 р. державні видатки досягли 10,3 трлн єн, у квітні 2014 р. – 5,5 трлн єн та в грудні 2014 р. – ще 3,5 трлн єн. Така стимулювальна фіскальна політика, в свою чергу, суттєво поглибила державний борг. З ціллю хоча б частково нейтралізувати роздування боргу, Абе спробував підняти податки, що, на думку деяких економістів, спрацювало в контрнапрямку до решти заходів програми. У квітні 2014 р. національний споживчий податок зріс з 5 до 8%, але це мало негативний вплив на обсяг споживання і могло спричинити рецесію, тому подальше підняття податку до 10% було відкладено на 2017 р. [133]. Втім, в умовах демографічної кризи та старіючої нації, ймовірно, уникнути цього непопулярного кроку не вдасться.

3) Проведення структурних реформ. Найбільш стратегічним та абмітним, на нашу думку, є саме третій напрям абеноміки – реформи. У 2014 р. Абе оголосив широкий пакет реформ, серед яких лібералізація сільського господарства, реформа енергетичного сектору, охорони здоров'я та охорони навколишнього середовища та ін. Окрім цього, було запропоновано зміни до інвестиційної стратегії пенсійного фонду Японії та податкових стимулів задля створення сприятливих умов для кар'єрного росту жінок.

Важливим сигналом про орієнтованість Абе на модернізацію виробництва та забезпечення його інтенсивного зростання став виклик, що постав перед Японією в результаті створення Транс-Тихоокеанського партнерства (ТТП) – зони вільної торгівлі між США, Японією та 10 іншими країнами Тихоокеанського кільця. Лобісти сільськогосподарської галузі країни виступають проти зони, адже тоді існуючі протекціоністські тарифи буде скасовано, схожу полеміку ведуть і деякі фармацевтичні компанії, які бояться втратити клієнтів, якщо для них відриється ринок дешевших імпортованих ліків.

В той же час, важливість створення ТТП для Японії не можна недооцінювати – це є одним із пріоритетів абеноміки. Переговори щодо його створення розпочались у 2010 р., тривали 19 раундів і завершилися підписанням 5 жовтня 2015 р. торговельної угоди між США, Японією, Малайзією, В'єтнамом, Сінгапуром, Брунеєм, Австралією, Новою Зеландією, Канадою, Мексикою, Чилі та Перу. Ціллю угоди є лібералізація торгівлі в Азійсько-Тихоокеанському регіоні, який фактично є головним рушієм зростання світової економіки, і його значимість, очевидно, з кожним роком тільки посилюватиметься. Тайвань, Колумбія, Філіппіни та Південна Корея розглядають можливість приєднання до зони [136].

З початком роботи ТТП буде поступово відмінено 18 тис. торговельних мит для товарів зі США, але й іноземним виробникам відкриється ринок США. Не тільки японські виробники хвилюються з приводу лібералізації торгівлі між країнами, представники американської автомобільної індустрії також виступають проти цієї угоди, адже після її ратифікації буде скасовано мита на японські автомобілі на північноамериканському ринку. Компанія “Ford” уже виступила із публічною заявою щодо того, що таке партнерство сприятиме зростанню торговельного дефіциту США через “маніпуляції із курсом національної валюти” в ряді країн Тихоокеанського регіону, і тому закликає Конгрес голосувати проти цієї угоди. Окремо слід зазначити, що питання девальвації для здобуття конкурентних переваг активно обговорювалось впродовж переговорів, але в остаточному тексті угоди цього пункту немає. Втім, міністри фінансів країн – учасниць ТТП

домовились про укладення окремої, паралельної угоди, яка обмежуватиме використання девальвації для підтримки національних виробників [136].

З одного боку, абеноміка не є чимось новим з точки зору стимулюючої політики, адже вона комбінує кількісне пом'якшення із фіскальним стимулюванням. З іншого боку, масштаби цієї політики вражають – тільки за 2013-2014 р. монетарну базу країни було фактично подвоєно.

Відповідно до побудованої нами у підрозділі 1.3. схеми трансмісійного механізму, заходи експансивної монетарної політики мали би вплинути на торговельний баланс, обсяг інвестицій, обсяг виробництва, золотовалютні резерви, то ж дослідимо цей вплив. Як видно із рис. 2.10, девальвація єни з мала позитивний вплив на позвавлення експорту, який з 2012 р. почав зростати.

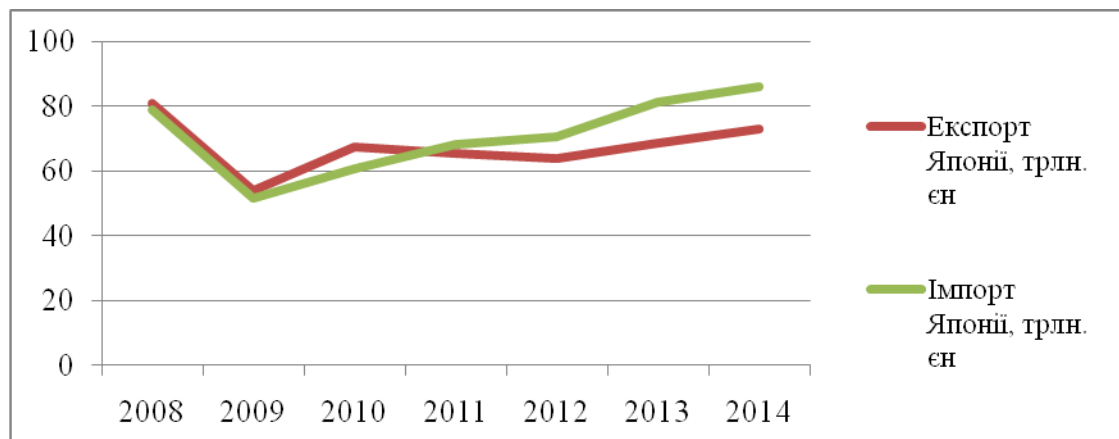


Рис. 2.10. Експорт та імпорт Японії

Джерело: статистичні дані із таблиці в додатку Л.

У 2013 р. він зріс на 9,5% і в 2014 р. – на 4,8%. В той же час, імпорт країни продовжував стрімке зростання, розпочате в 2009 р. Але якщо у 2009-2010 р. головним фактором зростання імпорту було зміцнення японської єни щодо долара США та інших валют, що приваблювало дешевші імпортні товари на японський ринок, то з 2011 р., після аварії на першій Фукусімській АЕС, яка мала місце в березні 2011 р., велику частку в японському імпорті займають саме енергоресурси. Внаслідок цього дефіцит торговельного балансу Японії в 2011-2014 рр. поглибився.

Окрім цього, девальвація японської єни, розпочата у 2010 р., вплинула на рахунок фінансових операцій платіжного балансу Японії, що видно на рис. 2.11.

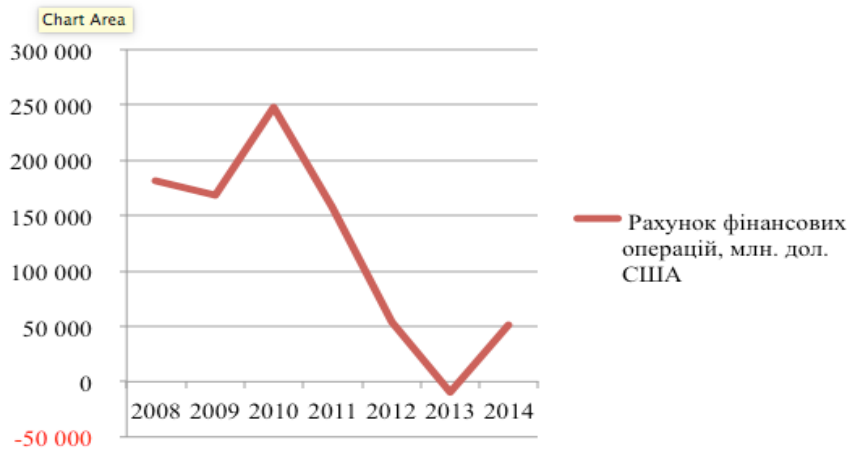


Рис. 2.11. Рахунок фінансових операцій Японії

Джерело: статистичні дані Міністерства зовнішньої торгівлі Японії [130].

У 2009 р. відбувся різкий приплив інвестицій до Японії, про який нами було згадано вище. Натомість посилення кризових явищ в Японії, навіть незважаючи на ревальвацію єни, уже в 2010 р. призвело до зменшення інвестування в країну, обсяг якого в 2013 р. досяг від'ємного значення. З 2013 р. приплив інвестицій в Японію відновився, що, на нашу думку, пояснюється тим, що абеноміка сприймається інвесторами не як державна політика, спрямована на проведення монетарного та фіскального стимулювання, внаслідок якого відбувається послаблення валюти, але перш за все як політика, ціллю якої є досягнення структурних змін в економіці, відновлення її конкурентоспроможності, забезпечення її модернізації та зростання. Така економіка, безумовно, є привабливою для інвесторів.

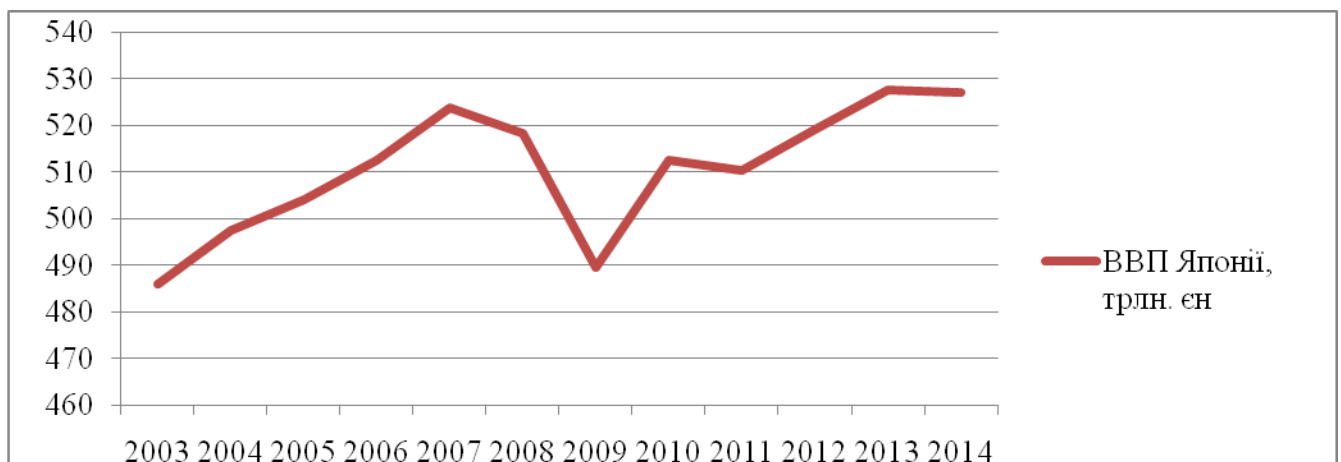


Рис.2.12 Валовий внутрішній продукт Японії

Джерело: статистичні дані Кабінету Міністрів Японії [128].

Аналізуючи динаміку зростання ВВП Японії не можна зробити висновок, що абеноміка уже посприяла розширенню японського виробництва, адже після найбільшого спаду в 2009 р., з 2010 р. ВВП із початком стимулювальної політики Банку Японії також почав зростати, як видно із рис. 2.12. Натомість після введення абеноміки динаміка валового внутрішнього продукту характеризувалась незначним зростанням у 2013 р. до докризового рівня, а у 2014 р. відбувся спад обсягу ВВП. В той же час, рівень безробіття скоротився з 4,1% з грудня 2012 р. до 3,4% у жовтні 2015 р. [137].

Золотовалютні резерви Японії є дуже великими, хоча з 2011 р. до 2014 р. вони зменшились – з 1,29 трлн. дол. США до 1,26 трлн. дол. США [138]. Це, на нашу думку, спричинено, зокрема, поглибленням дефіциту торговельного балансу, а також падінням обсягу інвестицій в Японію, що вилилось у негативне значення платіжного балансу.

З даного аналізу можна зробити висновок, що трансмісійний механізм монетарної складової абеноміки наразі не зумовив бажаних наслідків для японської економіки, а саме: забезпечити стабільне економічне зростання не вдалось, сальдо платіжного балансу є негативним, натомість рівень інфляції залишається критично низьким – навесні 2015 р. він становив лише 0,5%, а державний борг уже досяг 250% ВВП [137].

Деякі економісти, вважають, що стимулююча монетарна та фіскальна політики можуть стати відмовкою для непроведення структурних реформ, які, на думку МВФ, є дуже важливими [133], інші серед ризиків абеноміки називають гіперінфляцію, яка може розпочатись різко після існуючої дефляції [139], хоча П.Кругман не вважає це правдоподібним сценарієм [140].

В той же час, вплив абеноміки є відчутним на міжнародному рівні: Китай уже заявив Японії про новий виток валютних війн. Відносини США та Японії покращились завдяки, зокрема, прогресу у створенні ТТП [141], що, на нашу думку, може свідчити про те, що для США значно небезпечнішим суперником на світовій арені є Китай, тому країні стратегічно вигідніше посилювати власні позиції в Азійсько-Тихоокеанському регіоні, поглиблюючи співпрацю насамперед

із Японією, навіть незважаючи на те, що вона нещадно девальвує власну валюту. Втім, варто також зазначити, що з огляду на те, що держателями більшої частини державних боргових цінних паперів, проценти за якими є відносно низькі, є японці, це зменшує ризик експорту внутрішніх дисбалансів Японії закордон, аніж у випадку США, до прикладу.

Таким чином, на нашу думку, монетарна та валюта політика Японії має як стабілізаційні, так і неопротекціоністські риси. Безумовно, глибока рецесія та дефляція роблять її стабілізаційною. Втім, розглядаючи абеноміку в контексті світових валютних війн, детальніше описаних у підрозділі 2.1, ми бачимо, що вона впроваджувалась урядом Японії у відповідь на QE3 США та стимулюючу монетарну політику Великобританії, тобто має риси оборонної політики. Окрім цього, прем'єр Абе наголошує, що не тільки подолання структурної кризи, але й відновлення конкурентоспроможності японських благ на світових ринках, особливо розвиток та модернізація галузей національного виробництва, що зараз захищені протекціоністськими інструментами, зайняття лідерських позицій в ТТП після трьох десятиліть рецесії є важливими цілями абеноміки, що загалом підтверджує неопротекціоністський характер цієї політики.

Отож, підсумовуючи, хочемо зазначити:

1. Девальваційні заходи як США, так і Японії, є елементами ширших монетарних політик держав, та направлені як на подолання структурних криз і досягнення макроекономічної стабілізації, так і на підвищення конкурентоспроможності національних виробників на світовому ринку. Обидві політики мають вагомий вплив на світове господарство.

2. Політику кількісного пом'якшення США завершили, і можна стверджувати, що вона не лише сприяла пожвавленню виробництва, знизила рівень безробіття, стабілізувала інфляцію на таргетованому рівні 2%, але й через канал валютного курсу трансмісійного механізму вплинула на скорочення дефіциту рахунку поточних операцій платіжного балансу США вдвічі, а також за рахунок вливань ліквідності у формі вільноконвертованих доларів США стимулювала інвестування закордон в порівнянні з кризовим 2009 р.

3. Досягти профіциту торговельного балансу не вдалось, на нашу думку, з кількох причин. Перше – американський ринок є цікавим для іноземних виробників, тому багато з них готові змиритись із втратою частини прибутків внаслідок здешевлення долара США, аби не втратити свою частку ринку, яка важко здобувалась в умовах жорсткої конкуренції. Другим фактором стало якраз активне використання долара у міжнародних розрахунках. Покупці та продавці, що розташовані у різних країнах, зазвичай домовляються про валюту, у якій буде здійснюватись операція купівлі/продажу. У міжнародних розрахунках, окрім членів ЄС, країни найбільше використовують саме долар. Таке поширене його використання допомагає пояснити мінімальний вплив девальвації на торговельний баланс. Коли іноземні виробники визначають ціну свого експорту до США у доларах, ціна цих благ залишається фіксованою у валюті покупців коли долар здешевлюється щодо інших валют. Фактично, зміни курсу валют впливають лише на прибутки іноземних експортерів, не змінюючи суми, визначеної в доларах, яку платитимуть американські імпортери. Через певний період іноземні виробники, ймовірно, змінять ціни у відповідь на зміну валютного курсу. Втім, як показує практика, домовленості за ціни зазвичай проводяться значно раніше, ніж відбувається поставка товару, тому часто переглядати ціни у виробників немає можливості.

4. Абеноміка наразі не принесла очікуваних результатів. Її ключовою складовою, яка має посилити економіку доповнюючи фіскальне та монетарне стимулювання є структурні реформи, які, проте, реалізуються не в коротко-, але в середньо- та довгостроковому періодах. Вважаємо, що без модернізації виробництва та проведення комплексних реформ, абеноміка може призвести до поглиблення кризи японської економіки шляхом збільшення державного боргу галопуючим темпом.

5. Хоч на США і покладено функції забезпечення стабільності світової фінансової системи, країна все ж країна віддає перевагу в першу чергу подоланню внутрішніх криз. Втім, незважаючи на те, що багато країн ставлять під сумнів стабільність долара США, критикують монетарні заходи ФРС, але ступінь

монополії долара США на міжнародному валютному ринку не дає можливості швидко замінити цю валюту на іншу. Крім цього, важливим фактором є і те, що навряд чи Єврозона, Японія або Китай погодяться швидко провести широку емісію своєї національної валюти з метою забезпечення більшої кількості готівки для розрахунків цими валютами.

2.3. Проблеми реалізації принципів монетарної політики Єврони в контексті подолання макроекономічних дисбалансів

Інтеграція європейськими країнами у валютний союз і створення Європейського Центрального Банку як ключового органу монетарної та валютної політики Єврони істотно вплинуло не лише на суверенітет країн-членів, але й на зміну структури світової фінансової системи. Євро фактично виявився першою валютою, здатною стати альтернативою долару на фінансовому ринку. Втім, конкуренція не обов'язково має на увазі втрату позицій однієї з країн – на нашу думку, введення євро слід розглядати не стільки як спробу «кинути виклик» долару, а більше як прагнення забезпечити систему стримувань і противаг світового господарства.

З січня 1994 р. почалося проведення узгодженої кредитно-грошової політики в країнах Економічного і валютного союзу. Відповідно до Маастрихтського договору, період конвергенції економік розпочався з 1 листопада 1993 р., а в 1999 р. ЄЦБ став відповідальним органом за проведення єдиної кредитно-грошової політики. Починаючи з 1994 р., країни, які підписали Маастрихтський договір, проводили скоординовану кредитно-грошову політику. Окрім цього, країни повинні були досягти певних показників, відомих як критерії конвергенції або Маастрихтські критерії, які полягають в тому, що: відношення дефіциту державного бюджету до ВВП не повинне перевищувати 3%; відношення державного боргу до ВВП не повинне перевищувати 60%; достатній рівень стабільності цін і сталість середніх темпів інфляції (цей показник не повинен перевищувати три кращі показники держав-членів більше, ніж на 1,5%); довгострокова номінальна

відсоткова ставка не повинна перевищувати три кращі показники стабільності цін держав-членів більше, ніж на 2%; протягом щонайменше двох років і без значного напруження з боку відповідної країни нормальне відхилення величини обмінного курсу національної валюти не повинне виходити за граничні значення, передбачені механізмом обмінного курсу країн-членів [142].

За співпрацю національних центральних банків і координацію кредитно-грошової політики відповідав Європейський валютний інститут. Євро був введений у безготівковий обіг у 1999 р., а з 2002 р. – у готівковий. Воно використовується як офіційна валюта 19 держав Європейського Союзу, а також є валютою французьких заморських територій - Гваделупи, Французької Гвіани, Мартиніки та Реюньйон; португальських Мадейри та Азорських островів, іспанських Канарських островів. Євро є також валютою Монако, Сан Марино, Ватикану та Андорри. Косово та Чорногорія де факто використовують євро як внутрішню валюту не маючи домовленостей із Єврозоною щодо цього [143].

Є також ряд валют, що прив'язані до євро за двосторонніми угодами: французький тихоокеанський франк, африканський франк, франк Коморських островів та ескудо Кабо-Верде; а також деякі країни здійснили прив'язку своїх валют до євро в односторонньому порядку, серед яких: Сербія, Македонія, Туніс, Чехія, Хорватія, Румунія (валютний коридор). Болгарія і Боснія та Герцеговина мають фіксований курс своїх валют щодо євро [144]. Євро є однією із складових валютного кошика, до якого здійснюють прив'язку своїх валют наступні країни: Йорданія, Марокко, Лівія, Сейшели та ін. [145].

Як видно, до сфери впливу євро віднесено валюти, які з огляду на історичні обставини раніше були прив'язані до французького франка, рідше – португальського ескуда або іспанського песа, або, в пошуках стабільного якоря – до німецької марки. До сфери впливу цієї валюти також належать валюти членів ЄС, які ще не ввійшли до Єврозони, та більшості інших європейських країн, в тому числі і країн пострадянського простору.

Хочемо зауважити, що введення єдиної валюти для групи країн має як очевидні переваги, так і недоліки. Безумовно, серед переваг є зменшення ризиків,

пов'язаних із коливанням валютних курсів, що, зокрема, сприяє розширенню інвестування та торгівлі між країнами. В той же час, делегування функцій проведення монетарної та валютної політики наддержавній структурі означає втрату країнами свого монетарного суверенітету, та, як наслідок, обмеження інструментарію, доступного їм для стимулювання економічного зростання і навпаки – подолання структурних криз. Хоча, як показує практика, країни, не маючи в своєму арсеналі традиційних протекціоністських торговельних або неопротекціоністських девальваційних заходів для підвищення власної конкурентоспроможності на світовому ринку, або ж монетарних заходів для внутрішньостабілізаційних цілей, винаходять та впроваджують нетрадиційні заходи, як, до прикладу, фіскальна девальвація.

Саме тому вважаємо за доцільне дослідити в даному параграфі поскризові стабілізаційні політики країн-членів Єврозони крізь призму монетарної і валютної політики Європейського центрального банку.

Ще у 1990 р. Європейською Комісією серед чотирьох елементів тоді ще потенційного союзу було зафіксовано, що головною метою ЄЦБ, повинен діяти незалежно від політичного тиску, стабільності [146, с. 36]. Цього принципу банк намагався неухильно дотримуватися впродовж усього поскризового періоду, що, втім, до кінця йому так і не вдалось, адже утримання сильним євро негативно впливало серед інших показників і на обсяги експорту Єврозони. Профіциту зовнішньої торгівлі сприяв саме слабкий євро, що підтверджується результатами дослідження європейських вчених девальвацій євро щодо ключових валют: долара США, ени та юаню. Згідно з Н.Анаракі, девальвація євро на 10% щодо юаню спричиняє зростання експорту до Китаю на 3,1%, тією ж мірою щодо ени – ріст експорту до Японії на 1,9% і девальвація на 10% щодо долара – зростання експорту до США на 2,4% [147, с. 22].

Проаналізуємо посткризову монетарну політику Європейського центрального банку. Глобальна економічна криза мала негативний вплив і на Єврозону, про що свідчить динаміка її макроекономічних показників. До III кварталу 2008 р. ВВП Єврозони зростав, після чого розпочався спад, який досяг свого піку - 4,15% у II

кварталі 2009 р. [148]. Спад ВВП Єврозони, а також кризове становище інших країн світу, відповідно, вплинули на обсяг експорту зони, який скорочувався значно швидшими темпами, ніж виробництво: з III кварталу 2008 р. до II кварталу 2009 р. обсяг зменшився аж на 19,3% (рис. 2.13).



Рис. 2.13. Обсяг експорту Єврозони

Джерело: статистичні дані Європейського центрального банку [149].

Окрім цього, суттєво зріс рівень безробіття, який у березні 2008 р. досяг свого історичного мінімуму в 7,22%, а до кінця 2008 р. уже перевищив 8% і продовжував зростати високими темпами, що видно на рис. 2.14.

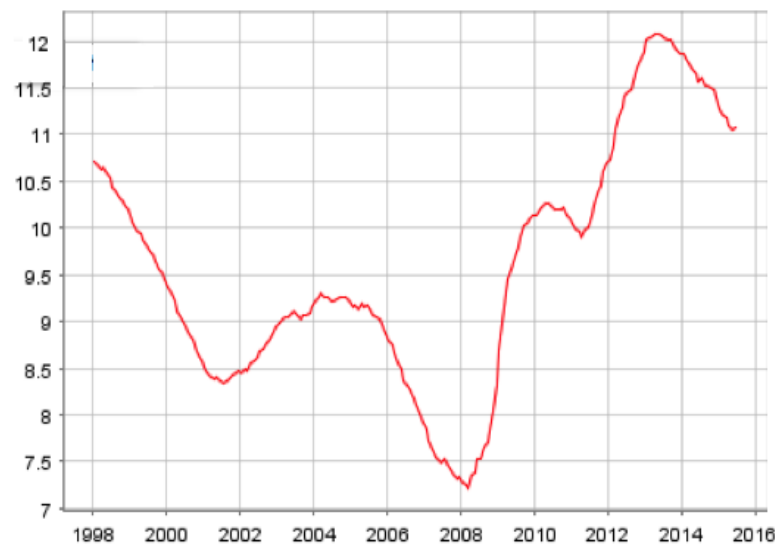


Рис. 2.14. Рівень безробіття в Єврозоні

Джерело: статистичні дані Європейського центрального банку [91].

Вплив світової економічної кризи на Євросоюзу був підсилений ще й потенційними проблемами із оплатою суверенного державного боргу Греції, Ірландії, Італії, Португалії, Кіпру, перші ознаки яких з'явилися ще в 2007 р., внаслідок чого з кінця 2009 р. глобальна валютна криза в Євросоюзі переросла фактично у Європейську кризу суверенних боргів.

Кризові явища у цих країнах були поглиблені наступними факторами: диспропорція економічного розвитку країн-членів зони; криза конкурентоспроможності деяких європейських країн, яка поглибилася після їх приєднання до Європейського Союзу; глобалізація фінансового ринку; доступність дешевих кредитних ресурсів, збільшення кількості кредитів з високим рівнем ризику; провал заходів фіскальної політики в частині врегулювання державних доходів та втрат; перенесення збитків приватного сектора, особливо банківського, на плечі платників податків. Окрім цього, варто виділити єдиний номінальний, але фактично відмінні реальні валютні курси, що зумовлено різним рівнем цін в країнах Євросоюзу, та відображено на рис. 2.15., і, як наслідок, сприяло утворенню дефіцитів поточного рахунку платіжного балансу окремих країн.

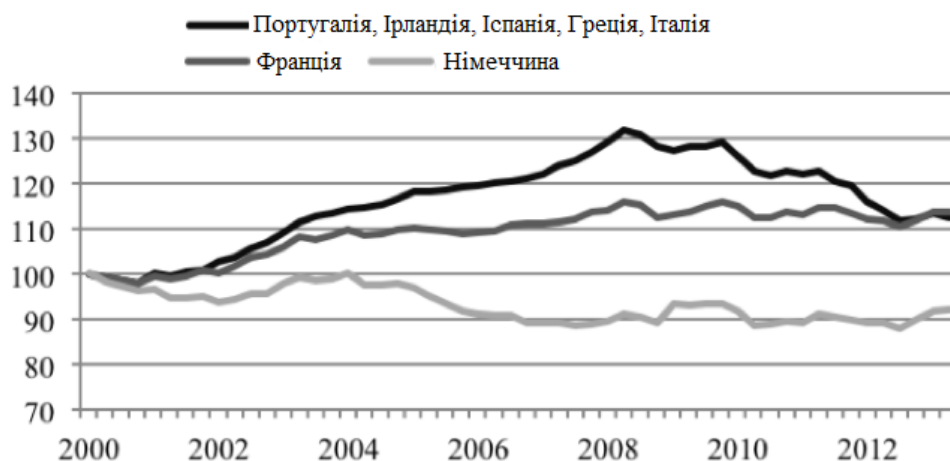


Рис. 2.15. Реальні ефективні обмінні курси деяких країн Євросоюзу

Джерело: з дослідження Л.Пуглісі [103, с. 3].

н перестали дотримуватися норм регулювання капітальних ринків, що призвело до зростання банкрутств і падіння цін на акт

н, яких

торкнулася криза, залучали та використовували позикові кошти по-різ

няв на себе зо уряд направляв залучені кошти здебільшого

плати, так і високих пенсій [150, с. 120].

Країни виявились неспроможними виплатити чи рефінансувати свій державний борг або витягти із кризи збанкрутілі банки без залучення зовнішньої допомоги, як, до прикладу, МВФ або ЄЦБ. У 2009 р. державний борг Греції дорівнював 133,2% [131], Португалії - 83,6%, Ірландії 62,3%, і навіть Німеччини – 72,6% та Франції – 79% [151], при допустимому рівні 60%.

роботі «Debt Overhangs: Past and Present» на основі досліджень боргових криз стверджують, що поріг боргу 90% ВВП є критичним, адже при

н знижується до 2,3% в рік.

ефект

спостерігається і в економіках, що розвиваються, причому вони сильніше реагують на надмірне боргове навантаження. Перевищення рівня боргу 90% ВВП тут веде до падіння зростання ВВП аж до 1 % [152, с. 2-3].

Бюджет в проблемних країнах також, відповідно, характеризувався дефіцитом, що видно на рис. 2.16., і його рівень значно перевищував допустимі 3%.

Первинні антикризові заходи ЄЦБ включали, перш за все, зменшення ключової процентної ставки, а також придбання облігацій членів Єврозони, чий державний борг перевищує допустиму норму. З жовтня 2008 р. ЄЦБ розпочав зниження відсоткової ставки з 4,25% в жовтні 2008 р. і до 1% в II найбільш кризовому кварталі 2009 р., як видно із рис.М.1 у додатку М.

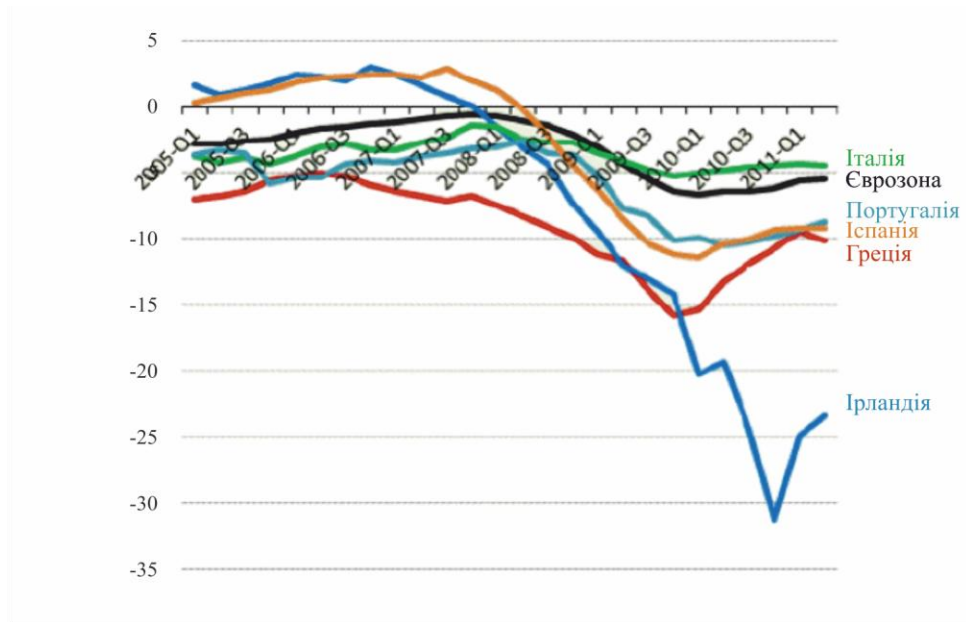


Рис. 2.16. Бюджетний дефіцит/профіцит деяких країн Євросони

Джерело: з дослідження М.Ліфанової [153].

Втім, якщо ВВП та експорт внаслідок таких заходів стимулювальної політики почали повільно зростати, то падіння рівня зайнятості тільки продовжувало поглиблюватись, як і внутрішні структурні проблеми найслабших країн – членів Євросони.

У 2009 р. ЄЦБ розпочав проведення кількісного пом'якшення, у значно менших масштабах, ніж США – перший раунд тривав до кінця 2010 р., і під час нього було проведено викуп забезпечених облігацій країн-членів Євросони на 60 млрд євро [89]. Окрім цього, розуміючи, що роботі трансмісійного механізму монетарної політики в Євросоні перешкоджає особлива напруженість на деяких фінансових ринках, у травні 2010 р. ЄЦБ було прийнято рішення провести вузьку цільову програму проведення інтервенцій на європейському ринку державних та приватних боргових цінних паперів для забезпечення ліквідності конкретно в тих сегментах, які дисфункціональні. Ці заходи мали вживатися разом із заходами урядів країн Євросони, спрямованих на прискорення бюджетної консолідації та забезпечення стабільності та сталості їхніх державних фінансів. Програму було закінчено у вересні 2012 р. [154]. Її обсяг становив 130,6 млн.євро, а з вересня 2012 р. і до червня 2014 р. на цьому ринку проводилися заходи із реабсорбції раніше створеної ліквідності [89].

Окрім цього, 2 травня 2010 р. Єврокомісія, ЄЦБ та МВФ (так звана Трійка) домовилися про трирічний кредит розміром 110 млрд євро для Греції, що мав супроводжуватися дуже жорсткими заходами фіскальної та бюджетної економії, а також структурними реформами [155], після чого кредит було надано Ірландії в розмірі 85 млрд євро, а по тому – і Португалії на 78 млрд євро. Окрім цього, протягом жовтня 2011 р., лідери країн Єврозони схвалили рішення про пакет антикризових заходів, серед яких списання 50% боргів Греції [156].

Не маючи можливості проводити девальвацію валюти або коригувати відсоткові ставки, як нами уже зазначалось раніше, країнам-членам Єврозони не залишалось інших механізмів подолання кризи, окрім як проводити стримувальну фіскальну політику, стимулювати зростання обсягу заощаджень або ж скорочувати придбання імпортованих товарів та послуг. Очевидно, такі заходи не були популярними серед населення та викликали шквал критики. Вимоги скорочення державних видатків шляхом зниження мінімальної зарплати, урізання зарплат в державному секторі та працівникам бюджетних установ, пенсій та інших соціальних виплат, а також збільшення податків було вкрай негативно сприйняте грецьким населенням. Жорстка економія спричинила до зростання популізму, соціальної демагогії та активізації ліворадикальних рухів. Профспілки стали скликати демонстрації та організовувати загальнодержавні страйки, що тільки погіршувало економічну ситуацію та міжнародний престиж країни. Почалися розмови про розпад Єврозони та вихід Греції із ЄС [157, с. 15].

До 2011 р. керівники ЄЦБ досить тривалий час відмовлялись від введення масштабного кількісного пом'якшення на користь збереження сильної та авторитетної валюти, намагаючись поживити економіку зони та подолати боргову кризу її членів, як уже було сказано, низькими відсотковими ставками та розширеними програмами кредитування проблемних країн. Хоча, незважаючи на побоювання скептиків щодо втрати спільної валюти внаслідок її послаблення, нобелівський лауреат Нуріель Рубіні зазначив, що без знецінення євро на 30-40% єврокризу буде неможливо подолати [158].

Але з огляду на те, що традиційні стабілізаційні заходи не приносили належних результатів, у листопаді 2011 р. ЄЦБ було розпочато другий річний раунд кількісного пом'якшення, який тривав до жовтня 2012 р., в менших масштабах в порівнянні з першим раундом, і викупу забезпечених облігацій було проведено на 16,4 млрд. євро [89]. Окрім цього, у грудні 2011 р. було розпочато програму широкого доступного кредитування для банків Єврозони, в рамках якої 500 банків отримали 3-річні кредити обсягом 489 млрд євро за 1% за весь період позики, а у лютому 2012 р. – ще близько 530 млрд. євро [89]. Але і це не врятувало економіку Єврозони: хоч дефіцит державного бюджету вдалось скоротити – із 6,8% у 2009 р. до 4,5% ВВП у 2011 р., державний борг країн ЄС все одно зростав – із 74,4% у 2009 р. і до 84,9% ВВП у II кварталі 2012 р. [151], рівень безробіття теж продовжував рости – з 9,8% у грудні 2011 р. до 10,7% у жовтні 2012 р. [91].

Рецесія у Греції поглиблювалась, тому в лютому 2012 р. МВФ, Єврокомісія та ЄЦБ відкрили другу кредитну лінію для Греції на 130 млрд євро, в тому числі 48 млрд євро на рекапіталізацію проблемних банків [159].

У червні 2012 р. лідери Єврозони випрацювали механізм підтримки кризових банків напряму, без посередництва центральних банків країн-членів зони. Такий крок дозволив, зокрема, не відобразити позичені кошти як збільшення державного боргу країн. Це мало стати частиною програми ЄЦБ щодо регулювання та підтримки банківського сектору, і воно відобразилося у скороченні процентних ставок за довгостроковими облігаціями Іспанії та Італії, а також стимулювало зростання обмінного курсу євро. Та навіть такі безпрецедентні заходи стимулювальної політики Єврозони, втім, не приносили належних результатів – південні країни Єврозони, особливо Греція, продовжували перебувати у кризовому стані. Стало очевидно, що навіть стимулювання зростання внутрішнього попиту шляхом вливання ліквідності в економіки цих країн не допоможе їм подолати кризу. Б.Барбку та Й.Рахман у своєму дослідженні у грудні 2012 р. зазначили, що необхідно проводити структурні реформи в країнах, у яких рецесія, спрямовані на підвищення ефективності виробництва у галузях, які виробляють товари на експорт, а також реформувати ринок праці. Зона євро, на думку вчених, повинна

рухатись до більш повного об'єднання. Крім цього, треба впровадити єдину модель банківського контролю, доповнену програмою страхування депозитів та механізмом реорганізації банків в масштабах зони євро із відповідними гарантіями. Ціллю такої моделі є забезпечення оптимального управління та розподілу ризиків, аби економічні потрясіння в одній країні не загрожували Єврозоні загалом [160, с. 51].

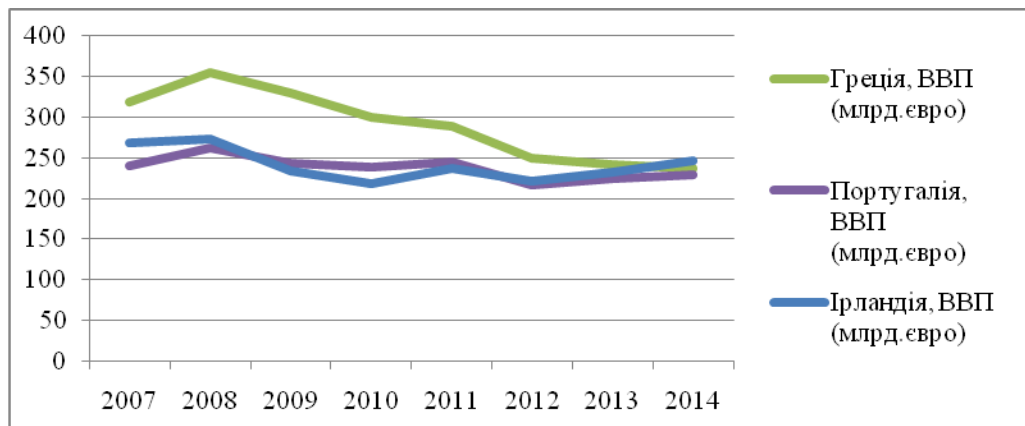


Рис. 2.17. Валовий внутрішній продукт деяких країн Єврозони у 2007-2014 рр.
Джерело: статистичні дані Світового банку [82].

Валовий внутрішній продукт Єврозони продовжував зростати, але в той же час зростав і рівень безробіття. Із найбільш проблемних країн зони лише ВВП Греції продовжував падати високими темпами, тоді як Португалії та Ірландії стабілізувався, що видно на рис. 2.17.

Таблиця 2.5.

Державний борг країн Єврозони (у % до ВВП)

Рік	Греція	Ірландія	Португалія	Німеччина	Франція	Єврозона
2007	-	24.0	68.4	63.7	64.4	-
2008	-	42.6	71.7	65.1	68.1	-
2009	-	62.3	83.6	72.6	79.0	-
2010	-	87.4	96.2	80.5	81.7	-
2011	171.3	111.2	111.1	77.9	85.2	85.8
2012	156.9	121.7	125.8	79.3	89.6	89.1
2013	175.0	123.2	129.7	77.1	92.3	90.9
2014	177.1	109.7	130.2	74.7	95.0	91.9

Джерело: дані Європейського бюро статистики Євростат [151].

Окрім безробіття, найбільш проблемним показником також залишався державний борг, який продовжував поглиблюватись не тільки у слабших країнах

Єврозони, але і у Німеччині, Франції та інших більш розвинених країнах зони, що видно із таблиці 2.5. Загальний показник для Єврозони відсутній за 2007-2010 рр., що, на нашу думку, пов'язане із тим, що уряд Греції тривалий час замовчував правду про економічний стан країни та фальсифікував статистичні дані, то ж сайт публікує перевірену інформацію лише за ті роки, коли Європейська Комісія та ЄЦБ почали здійснювати пильний контроль за макроекономічними показниками Греції.

Внаслідок того, що девальваційна політика США зустрічала у відповідь девальваційні політики інших країн, в тому числі і Єврозони, курс валют євро до долара США тривалий час коливався в досить-таки широкому коридорі 1,2-1,5 дол. США за євро (рис. 2.18), і періодичні девальвації долара змінювались девальваціями євро щодо нього.



Рис. 2.18. Курс євро до долара США у 2008-2015 рр.

Джерело: статистичні дані Європейського центрального банку [161].

Так, зокрема, внаслідок активної стимулювальної монетарної політики, яку ФРС проводив з грудня 2008 р. до кінця 2009 р. долар суттєво здевальвував щодо євро. Вливання ліквідності в Єврозону шляхом проведення першого раунду кількісного пом'якшення та розширеним кредитуванням найбільш проблемних країн сприяв, в свою чергу, подальшому послабленню євро щодо долара США.

З червня 2010 до травня 2011 євро знову зміцнів щодо долара США, що пов'язане, зокрема, із проведенням ФРС QE2, і навпаки – в другій половині 2011 р., коли ЄЦБ розпочав активне впровадження кількісного пом'якшення в Єврозоні, євро здевальвував щодо долара США. З 2012 р. до 2014 р. ЄЦБ не проводив заходів стимулювальної політики, лише зменшував відсоткову ставку, тоді як США

запустили “Операцію Твіст” та QE3, що вилось у зростання вартості євро щодо долара США та інших валют.

Неможливість впливати на монетарну політику, пов’язану, зокрема, із подорожчанням євро щодо інших валют, а також поглиблення державного боргу, що було описано вище, змусило країни шукати інші нетрадиційні шляхи стимулювання власної економіки, а саме фіскальні, серед яких введення так званої фіскальної девальвації. Це мало на меті відновити конкурентоспроможність національних виробників на внутрішньому ринку та підвищити її на зовнішньому. Важливо зауважити, що цей механізм також підходить для країн-членів СОТ, адже не суперечить її правилам, що, очевидно, є формою неопротекціонізму, яка наразі не врегульована у міжнародних відносинах. Професор із Принстону О.Іцхокі називає серед обмежень фіскальної девальвації підняття ПДВ до рівня не вище 30% зазначаючи, втім, що у випадках, коли велика частина бізнесу ухиляється від його оплати, ефект від девальвації буде скромним [162, с. 13].

Введення фіскальної девальвації було однією із рекомендацій стабілізаційної програми Трійки для Португалії, хоча врешті урядом було вирішено її не реалізовувати. І хоч Європейська Комісія рекомендувала у 2011-2014 рр. введення фіскальної девальвації Бельгії, Франції, Німеччині, Італії, Латвії та Іспанії [103, с. 11], фактично, тільки Франція та Іспанія скористались порадою.

У Франції фіскальну девальвацію було введено у 2012 р. під назвою “соціальний ПДВ”, ціллю якого стало скорочення внесків роботодавців до фонду соціального страхування та підвищення ПДВ з 19,6% до 21,2%. Реформа, однак, тривала всього лише кілька місяців та була відмінена новосформованим лівоцентристським урядом. Діалог щодо потреби проводити фіскальну девальвацію було відновлено із публікацією звіту Л.Галло, у якому було проаналізовано втрату Францією конкурентоспроможності, і зазначалось, що для її відновлення необхідні структурні реформи для стимулювання експорту, створення нових робочих місць та пожвавлення виробництва. Вже у 2013 р. уряд Франції презентував модифіковану версію неопротекціоністської фіскальної девальвації – податковий кредит на конкурентоспроможність та зайнятість (ПККЗ), який надавався для

заробітних плат, що не перевищували 2,5 мінімальних зарплат у Франції. Фактично, це 82% зайнятих в країні. Рівень кредиту було підвищено з 4% до 6% у 2014 р. Хоча всі компанії можуть податись на такий кредит незалежно від типу сектору, в якому працюють, він, перш за все, націлений на конкретні задачі: НДДКР, розвиток нових ринків, енергоефективність. З початку 2014 р. цей податок було доповнено “Пактом відповідальності та солідарності”, який передбачає подальше скорочення податкового тягара на роботодавців до 2017 р. У пакеті, серед іншого, скорочення відрахувань роботодавців до фонду соціального страхування за працівників із низькими зарплатами. Загалом, пакетом передбачене скорочення трудових податків на 30 млрд.євро (1,5% ВВП) [103, с. 14].

Передбачувалось, ПМКЗ буде фінансуватись частково через збільшення ПДВ та екологічних податків, а частково через скорочення державних видатків. У 2014 р. звичайний ПДВ зріс з 19,6% до 20%, а скорочений – з 7% до 10%. Очікується, що ці заходи принесуть 6,4 млрд.євро доходів. Окрім цього, було введено податок на вуглець та інші природоохоронні податки [103, с. 14]. Такі заходи, вжиті у Франції, на нашу думку, мають на меті перш за все стимулювати інвестиції у експортноорієнтовані галузі, знизити вартість праці шляхом зниження податків, які оплачує роботодавець, а також покращити екологію країни. Згідно з результатами деяких досліджень, введення ПМКЗ має сприяти зростанню ВВП на 0,1-0,3 процентних пункти, і створити орієнтовно 130-150 тис. нових робочих місць впродовж наступних 2-4 років [103, с.17]

В Іспанії фіскальна девальвація була не такою широкомасштабною, як у Франції, і направлена на найменш захищені на ринку праці групи населення. У 2009 р. влада Іспанії ввела пільги на внески роботодавців до фонду соціального страхування для тих, які наймають безробітних, в яких є діти. В березні 2013 р. було прийнято “Національну стратегію зайнятості молоді та молодіжного підприємства на 2013-2016 рр.”, згідно з якою роботодавці, що наймають молодих людей, отримують тимчасові пільги у фонді соціального страхування. Що стосується ПДВ, то звичайний зріс на 2 та 3 процентні пункти в 2010 р. та 2013 р.

відповідно, а скорочений – також з 7% до 10%. Втім, подальших кроків щодо впровадження фіскальної девальвації, урядом Іспанії вжито не було [103, с. 15].



Рис. 2.19. Рівень інфляції в Єврозоні

Джерело: статистичні дані Європейського центрального банку [163].

Поки країни-члени Єврозони рятували свої економіки заходами, суттєво обмеженими їхньою участю у валютному союзі, ЄЦБ проводив свою визначену установчими документами монетарну політику дорогого євро, внаслідок якої з липня 2012 р. до квітня 2014 р. євро подорожчало у відношенні до долара США на 13,9% [161]. ВВП незначними темпами зростав, але рівень безробіття залишався критично високим, а інфляція, навпаки, так і не стабілізувалась на таргетованому рівні 1,86%. Після лютого 2013 р. рівень інфляції в Єврозоні різко впав, що відображено на рис. 2.19.

В той же час, ЄЦБ продовжував проводити стимулювання економіки шляхом скорочення відсоткових ставок: у липні 2012 р. її було знижено з 1% до 0,75%, у травні 2013 р. – до 0,5%, у листопаді 2013 р. – до 0,25%, у червні 2014 р. – до 0,15%, а з вересня 2014 р. – до 0,05% [164]. Окрім цього, у червні 2014 р. було знижено також і ставку по депозитах ЄЦБ до -0,1% - створивши умови, за яких, фактично, комерційні банки будуть змушені йому доплачувати за свої депозити. Це зроблено з метою стимулювання комерційних банків забирати свої кошти та позичати їх споживачам і бізнесу. Крім цього, М.Драгі оголосив про надання пакету із 400 млрд. євро під низькі відсотки з умовою, що кредити будуть надаватись компаніям з-поза фінансового сектору і не для іпотеки [165].

Втім, показники економічного зростання Єврозони не надто оптимістичні: рівень безробіття несуттєво впав до 11,5% у червні 2014 р. з 12% у лютому 2013 р. [91]. Темп зростання ВВП у I кварталі 2014 р. становив лише 0,2% [148]. В той же час як рівень інфляції також зменшується – з 2% у лютому 2013 р. до 0,4% у серпні 2014 р. [163], що фактично в п'ять разів менше запланованого рівня інфляції.

У своїй промові від 26 травня 2014 р. М.Драгі назвав причини низької інфляції євро: зміцнення євро щодо долара США, завдяки чому досягнене відносне зниження цін на нафту та енергоносії, а також криза суверенного боргу в деяких країнах Єврозони та процес вирівнювання відносних цін у цих країнах. Окрім цього, він загадав і те, що в деяких країнах відбувалася внутрішня девальвація, фіскальна, з метою відновлення конкуренто-спроможності – як міжнародної, так і всередині Союзу. Вирішальні коригування цін щодо інших країн Єврозони повинні відбуватись незалежно від змін у зовнішній вартості євро [166]. У своїй промові на слуханнях комітету з економічних та монетарних питань Європейського Парламенту він зауважив, що утримання курсу євро не є ціллю ЄЦБ, але курс має вплив на інфляцію, утримання якої є ціллю монетарних заходів банку. М.Драгі, втім, наголосив, що завищений валютний курс може стати загрозою для стабільного відновлення економіки [167].

Крім цього, ще одним важливим фактором нестабільності Єврозони є українсько-російський військовий конфлікт та санкції, введені Євразоною щодо Російської Федерації через анексію Криму, її окупаційні дії на території Луганської та Донецької областей, які вилились у загарбницьке посягання на суверенітет сусідньої незалежної держави. Окрім цього, Російською Федерацією було введено у відповідь абсолютно безглузді санкції щодо європейських товарів, що теж мали вплив на скорочення торгівлі, як і на рівень життя росіян також. Особливо це стосується Німеччини, яка є найбільшим торговельним партнером Російської Федерації у Євразоні.

У жовтні 2014 р. – січні 2015 р. під тиском критично низького рівня інфляції та високого рівня безробіття, незважаючи на вищезгадані ризики, ЄЦБ таки було розпочато кілька програм кількісного пом'якшення, які ми вважаємо

стабілізаційними, вимушеними, а не неопротекціоністськими, з огляду на те, що вони стали крайнім заходом монетарної політики, який до останнього ЄЦБ намагався уникнути, для стабілізації Єврозони після глобальної фінансової кризи та Європейської кризи суверенних боргів.

Розширена програма викупу активів ЄЦБ складається з програми викупу державних облігацій, програми викупу бондів, забезпечених активами та програми викупу іпотечних паперів. Щомісячний обсяг купівлі активів становить 60 млрд євро, запланована тривалість програми – до вересня 2016 р. Очікуваний рівень інфляції, який хоче досягти банк в результаті виконання програми – 2% [89].

Та навіть початок активного кількісного пом'якшення ЄЦБ не зупинив поглиблення кризових явищ та новий виток популізму і демагогії в Греції. В січні 2015 р. з приходом до влади коаліції радикальних лівих на чолі з А.Ципрасом відновила активна полеміка щодо безпрецедентного виходу Греції із Єврозони. Прихильники стверджують, введення драхми замість євро в обіг в Греції поверне уряду трансмісійний механізм монетарної політики, а проведення девальвації валюти сприятиме розширенню експорту та пожвавленню туризму. Противники цієї ідеї зазначають, що вихід із Єврозони тільки ускладнить грецьку кризу, призведе до безладів та дестабілізації, а також завдасть шкоди репутації Єврозони та євро як стабільної та надійної валюти. В червні 2015 р. Трійка запропонувала новий кредиторський пакет для Греції із новими обмеженнями, а уряд країни провів референдум, на якому греки висловились проти підтримки з такими умовами. На нашу думку, політично це був правильний хід, адже грецький уряд зіткнув між собою кредиторів та власний народ, попередньо підготовлений популізмом та демагогією. З точки зору економічної, а також державницької – вважаємо, що крок був неправильним, адже дає багато нових аргументів євроскептикам щодо доцільності продовження існування Єврозони як валютного союзу країн Європи.

Загалом, досліджена вище монетарна політика ЄЦБ не призвела, на жаль, до бажаних результатів і не змогла ні належним чином відновити економічне

зростання в зоні, ні допомогти подолати внутрішньокризові явища її членів. Станом на 2015 р. макроекономічні показники Єврозони є такими:

1. ВВП у I кварталі 2015 р. зріс до 2,56 млрд.євро, проте темп зростання в порівнянні із IV кварталом 2014 р. є дуже низьким – лише 0,87% [148].

2. Рівень безробіття продовжує бути критично високим – станом на червень 2015 р. він становив 11.07% [91].

3. Темп інфляції, навпаки, є критично низьким, що стримує пожвавлення економічних процесів зони - в червні 2015 р. він впав до 0,2% [163].

4. Державний борг Єврозони в 2014 р. зріс до 91,9% ВВП [151].

5. Грошова маса у 2008-2014 рр. зросла на 14,9% - з 9,22 трлн. євро у вересні 2008 р. до 10,59 трлн. євро у червні 2015 [163].

6. Показники платіжного балансу в II кварталі 2015 р.: рахунок поточних операцій – 57 млрд. євро; рахунок операцій з капіталом – 4 млрд.євро; фінансовий рахунок – 85,7 млрд. євро [168].

В той же час, на світовому валютному ринку євро також частково втрачає свої позиції. Як нами уже зазначалось раніше, введення євро в обіг стало викликом для монополії долара США на світовому валютному ринку. Так, зокрема, серед країн, що розвиваються, стрімке зростання частки євро та спад частки долара у золотовалютних резервах відбулись у 1999-2003 р., коли євро почав зміцнюватись, а його курс щодо долара США, відповідно, зростати. Частка євро у резервах досягла 30% і протрималась на рівні 28-30% до 2010 р. Втім, в 2010-2015 рр. вона зменшилась до 20,72% [128]. Таке скорочення довіри країн, що розвиваються, до європейської валюти в цей період пояснюється внутрішніми структурними проблемами зони, пов'язаними із дефолтом Греції, переддефолтним станом Ірландії, Іспанії, Італії та Португалії.

Підсумуємо вищенаведене дослідження:

1. Об'єднання країн у єдиний валютний союз є складним та відповідальним кроком для цих країн, адже такий вид інтеграційного об'єднання абсолютно обмежує маневреність країн щодо вжиття ними заходів монетарної та валютної політик. Незважаючи на те, що при вступі до Євросоюзу загалом та Єврозони

зокрема до країн-кандидатів висуваються високі вимоги, керівні органи об'єднання показали неспроможність відслідковувати неефективну урядову політику країн-членів. В цьому випадку спрацював механізм експорту через спільну валюту шоків з однієї країни в інші, який був посилений небажанням населення економити та шантажем щодо виходу з Єврозони.

2. На нашу думку, можна провести паралель між намаганням ЄЦБ утримати сильну стабільну валюту навіть в посткризовий період та намаганням Великобританії повернутись до золотого стандарту після Першої світової війни – в обидвох випадках спрацювало, що відновити посткризову конкурентоспроможність шляхом посилення власної валюти, коли інші країни – торговельні партнери свої валюти девальвують, неможливо. Утримання сильного євро в умовах кризи могло би спрацювати, якби країни-члени були більш однорідні у своєму розвитку. Таким чином, вимушено, фактично на вимоги слабших країн Єврозони ЄЦБ змушений був порушити один із головних своїх принципів, а саме утримання стабільної валюти, вливаючи додаткову ліквідність в економіку зони загалом і в ті сегменти, які особливо дистабілізовані, зокрема.

3. Натомість з точки зору країн-членів Єврозони ситуація виглядає по-іншому. При вступі до валютного союзу вони були змушені відмовитись від свого монетарного суверенітету взамін на єдину стабільну валюту та єдиний орган монетарної політики, що зможе її утримувати. У посткризовий період, особливо коли найбільші торговельні партнери членів Єврозони – США, Японія, Китай, активно проводять кількісне пом'якшення задля пожвавлення власних економік, та, як наслідок, посилення своїх позицій на світовому ринку, для урядів європейських країн такий інструмент не є доступним. Саме тому в них, фактично, було кілька варіантів дій: вимагати у ЄЦБ послаблення валюти і самим задля подолання кризових явищ вводити режим економії та проводити внутрішні структурні реформи; винаходити нові модифікації неопротекціоністської політики – як, до прикладу, це було зроблено Францією чи Іспанією при введенні фіскальної девальвації, внаслідок яких стимулювати економічне зростання загалом та нарощення обсягів експорту зокрема; або ж лякати своїх колег по Єврозоні

можливим виходом із неї та вимагати від них таким чином технічної допомоги та підтримки. Різними країнами було обрано різні політики, і, як бачимо, навіть таким проблемним країнам, як Ірландія та Португалія, вдалось стабілізувати свою макроекономічну ситуацію, тоді як криза у Греції посилюється популізмом безвідповідальних політиків і тільки продовжує невпинно поглиблюватись.

Висновки до Розділу 2.

1. Впродовж останніх 100 років у світовій валютній системі відбувся перерозподіл сфер впливу між великими економіками, не останню роль зіграла довіра до їх національних валют. Гегемонія Великобританії, яка існувала до Першої світової війни, була порушена США, які разом з Японією єдині наростили національне багатство під час війни, а після неї проводили правильну валютну політику. Майже 100 років США були беззаперечним лідером світового господарства, реальний виклик якому вперше було кинуте Китаєм на початку 2000х років, хоча його провідні позиції так досі і не порушено.

2. Дві важливі теми домінують у міжнародній полеміці в посткризовий період. Великі розвинені економіки на чолі зі США звинувачують Китай у проведенні агресивної неопротекціоністської політики, спрямованої на зростання експорту та збільшення частки у міжнародній торгівлі. Тоді як економіки, що розвиваються, на чолі з Китаєм, критикують монопольне становище долара США звинувачуючи уряд та керівництво ФРС в нестабільності долара та наданню переваг внутрішньоекономічному зростанню над утриманням стабільності світової фінансової системи. На їхню думку, уряд США приймає політичні рішення, спрямовані на забезпечення власного рейтингу в країні, а не вирішення питань ефективного функціонування світової валютної системи, тоді як економіка США показала свою неспроможність забезпечити внутрішнє зростання і водночас виступати гарантом стабільності світового господарства.

3. В умовах зарегульованості міжнародних торговельних відносин, країни винаходять нові неопротекціоністські інструменти посилення власної

конкурентоспроможності на світовому ринку, і вжиття центральними банками конкурентної девальвації є одним із таких інструментів, завдяки якому країни здобувають нові частки у міжнародній торгівлі, а також відбувається посилення великими економіками власного впливу на світове господарство загалом та окремі малі національні економіки зокрема.

4. Девальвація в умовах плаваючих курсів є менш ефективною, адже у відповідь іншими країнами вживаються контр-неопротекціоністські заходи. Світова валютна війна, яка почалась після глобальної економічної кризи, має гібридний характер, адже її учасники проводять як стабілізаційну, так і захисну та конкурентну девальвації. Вона приносить незначні, здебільшого короткострокові результати в контексті отримання переваг на світовому ринку – доки торговельні партнери не вводять оборонні заходи у відповідь. Нами було досліджено, що така реакція притаманна навіть тим країнам, центральні банки яких називають своїми пріоритетами курсову стабільність, як, до прикладу, Єврозона під час подолання наслідків глобальної економічної кризи.

5. Три раунди програми кількісного пом'якшення у США через трансмісійний механізм монетарної політики спричинили досягнення запланованих макроекономічних показників у 2014 р.: 6% рівень безробіття, 2% рівень інфляції та навіть темп економічного зростання на рівні 10,7% у 2014 р. в порівнянні з 2009 р. Натомість, експансивні заходи монетарної політики Банку Японії та ЄЦБ не принесли поки що належних результатів, але й їхні масштаби були меншими, аніж в США. Саме тому обидві установи продовжують продоводити кількісне пом'якшення задля подолання внутрішніх дисбалансів та підвищення конкурентоспроможності на світовому ринку.

Основні результати розділу опубліковано у працях автора: [57, 58, 77, 123, 127, 129].

Розділ 3. ДЕВАЛЬВАЦІЇ ВАЛЮТ В ЕКОНОМІЧНІЙ ПОЛІТИЦІ КРАЇН, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ

3.1. Конкурентна девальвація центрального банку КНР у трансформації юаню від нерезервної до резервної валюти

Від початку введення Китаєм політики реформ та відкритості в кінці 1970х р. країна пройшла шлях від автаркії до одного із ключових гравців на світовому ринку, кинувши виклик беззаперечному лідерству Сполучених Штатів. За цей час Китаю вдалось акумулювати найбільші золотовалютні резерви, стати найбільшим експортером, другим за величиною виробником, країною, яка безперечно задає тенденції міжнародних валютних відносин. На нашу думку, дані досягнення стали можливими саме завдяки ефективному впровадженні країною політики неопротекціонізму, особливості якого дослідимо у даному параграфі.

Головним ресурсом країни є безумовно населення, яке становить близько 1,4 млрд. осіб. Окрім цього, територія Китаю є багатою на такі природні ресурси, як вугілля та недорогоцінні метали. Країна має серйозний воєнний потенціал – у 2012 р. вона була третьою в світі після США та Російської Федерації за кількістю ядерних ракет, другою після Російської Федерації за кількістю ядерних підводних човнів. Китаєм також було запущено амбітну програму будівництва авіаносців та виробництва ракет класу “земля-море” [4, с. 30].

Китай також успішно працює над формуванням своєї сфери впливу в світовому господарстві. Так, зокрема, з 2010 р. діє зона вільної торгівлі Китаю з країнами АСЕАН, яка є найбільшою ЗВТ в світі та об'єднує майже 2 млрд. осіб [169]. Окрім цього, 5 найбільших економік, що розвиваються, об'єднані у БРІКС та проводять регулярні наради, особливо перед самітами “Великої Двадцятки”. Також Китай активно розвиває відносини із країнами Африки.

Головною особливістю, відмінністю від решти світу і безумовно запорукою успіху китайської економіки у світовому господарстві є безпрецедентне поєднання ринкової економіки та комуністичного режиму, який панує в країні зі створення Китайської народної республіки в 1949 р. під керівництвом М.Дзедуна.

Коллективізм та планова економіка, як і в Радянському Союзі, показали свою абсолютно непридатність.

З 1979 р. з приходом до влади Д.Сяопіна країна цілком поміняла свою економічну політику, але не змінила політичний режим – ідеологічна складова комуністичного ладу була цілком усунена із економічної площини, але залишена в політиці. Першими кроками, які було вжито в контексті реформування економіки стали децентралізація, дерегуляція, приватизація, а також заохочення створення приватних підприємств у різних секторах економіки. Модернізація виробництва та сільського господарства проводилась здебільшого завдяки імпортованим із Японії та країн Західної Європи машинам та обладнанню.

Особливе місце в оновленій китайській економіці отримало залучення іноземних інвестицій. З цією метою було проведено реформування приморських регіонів, які були найбільш перспективними з точки зору економічного зростання. Починаючи з 1980 р., у приморських районах Китаю було створено 5 спеціальних економічних зон, а у 1984 р. статусу відкритих до іноземних інвестицій набули ще 14 приморських міст, чим, фактично, було утворено так звану "приморську смугу відкритості", до якої почав надходити спочатку капітал китайців-емігрантів, а потім, коли уже з'явилася впевненість у надійності та високій прибутковості капіталовкладень, і західний капітал, зокрема у цих районах розпочали діяльність і ТНК [170].

Саме комуністична складова державної політики Китаю забезпечує реалізацію неопротекціонізму, адже країна, фактично, з одного боку користується всіма перевагами ринкової економіки, але з іншого, ті ознаки, де внаслідок конкуренції інші країни могли б отримати переваги над Китаєм, нейтралізуються тоталітарним режимом. Сюди можна віднести, зокрема: перевищення пропозиції робочої сили над попитом регулюється обмеженням внутрішньої мобільності, внаслідок чого китайські робітники готові працювати за наднизькі заробітні плати (за підрахунками А.Брюне і Ж.-П.Гішара, внаслідок відсутності відрахувань на соціальне страхування, більшу кількість робочих годин, а також внаслідок маніпуляцій з обмінним курсом, зарплати у Китаї нижчі, ніж у США, аж у 80 разів

[4, с. 90]); відсутність дієвих інструментів захисту прав працівників; впровадження так званого “патріотичного капіталізму”, внаслідок якого підприємства та інституції під прихованим впливом керуючої партії, яка присутня у всіх адміністративних одиницях, при виборі постачальника надають перевагу вітчизняному виробнику в збиток іноземному, тоді як в демократичних країнах компанії поведуться так, наче втратили будь-яку національну приналежність [4, с. 39] і можуть приймати ті рішення, що вигідні, перш за все, їм.

Окрім цього, А.Брюне і Ж.-П.Гішар виділяють ще одну важливу особливість китайської політики, зауважуючи, що країна вивчила досвід СРСР і не виставляє напоказ свої успіхи, натомість, навпаки, постійно жаліється на слаборозвиненість, яку можна подолати лише активно стимулюючи економічне зростання. Вчені наводять приклад, що в 2009 р. при розрахунку ВВП Китаю в доларах США при офіційному обмінному курсу 6,83 юань за 1 дол. США він становив 4,9 трлн дол США, тобто 34% ВВП США, але якщо його вирахувати на базі паритету купівельної спроможності, тобто за курсом 3,4 юаня за 1 дол. США, то ВВП Китаю становитиме уже 9,8 трлн дол США, тобто вже 69% ВВП США [4, с. 26-27]. Ми погоджуємось з припущенням, що Китай тривалий час досить успішно не афішував власних успіхів, так як, фактично, переоцінений юань та, відповідно, усі конкурентні переваги, які вдалось здобути Китаю завдяки цьому, інші країни помітили лише в 2005 р.

Як уже було визначено нами раніше, на активізацію міжнародної торгівлі, створення сприятливих умов для припливу іноземних інвестицій та капіталу великий вплив має монетарна політика країни через валютний канал трансмісійного механізму. Режим валютного курсу, що діяв в Китаї з 2005 до 2015 рр. – прив’язка до кошика валют, якою було замінено прив’язку до долара США, що існувала до того часу. З метою утримання цільового курсу юаню щодо долара та інших валют, урядом Китаю було введено обмеження та контроль за капітальними трансакціями, а також розпочато широкомасштабну купівлю доларів та активів у доларах.

3 серпня 2015 р. Банк Китаю заявив про початок поступового переходу до вільного курсоутворення юаню, першим кроком якого стане формування Народним банком Китаю середнього курсу юаня, відносно якого щоденний курс може коливатися в межах 2%, саме виходячи з результатів торгової сесії на валютному ринку попереднього дня [171].

Для дослідження дії валютного каналу трансмісійного механізму монетарної політики Банку Китаю на макроекономічні показники, а саме ВВП, торговельний баланс, інфляцію, золотовалютні резерви та ін. поділимо валютну політику Китаю на три періоди (рис. 3.1):

1. Першим періодом валютної політики Китаю стала девальвація раніше переоціненого юаню задля встановлення ринкового курсу.

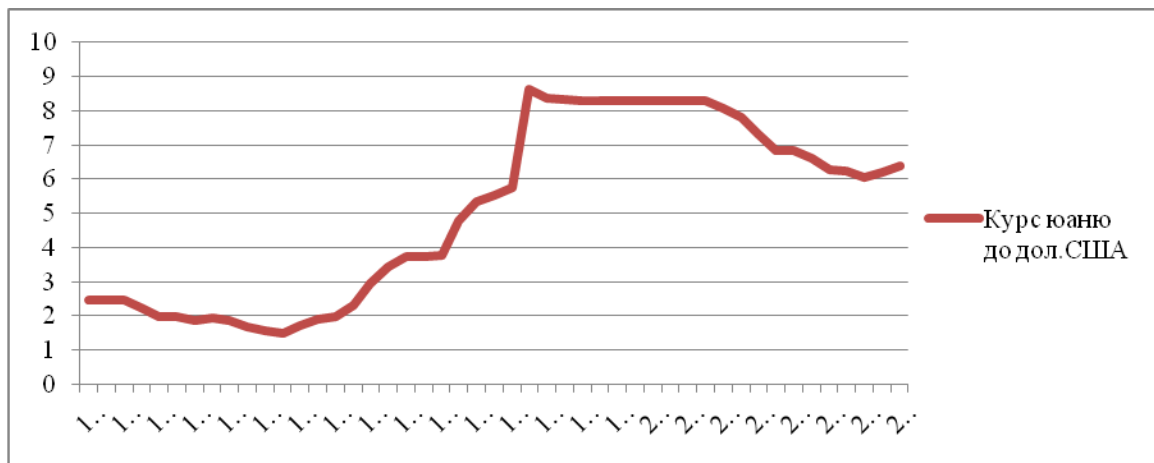


Рис. 3.1. Курс юаню щодо долара США у 1969-2014 рр.

Джерело: статистичні дані Банку Китаю [79, 92].

У кінці 1970х років Китаєм було розпочато поступову девальвацію своєї валюти внаслідок якої вона подешевшала майже у 6 разів – з 1,5 юаня за дол. США у 1980 р. до 8,62 юаня за дол. США у 1994 р. [79]. У багатьох економістів викликає сумніви, що обмінний курс щодо долара США, до якого впав юань, був ринковим, але, безсумнівно, що здешевлення меншою мірою повинне було відбутись, адже до початку проведення політики реформ та відкритості курс юаню був штучно завищеним задля стримування китайських експортерів шляхом накладення на них «податку на експорт».

За перший девальваційний етап валютної політики Китаю економіка країни уже характеризувалась зростанням: ВВП країни збільшився у 2,5 разів в 1994 р. у

порівнянні з 1980 р. – з 177 млрд. дол. США до 441 млрд. дол. США, як видно із рис. 3.2. Як видно із рис. Н.1 у додатку Н, зростання відбувалось кожного року цього періоду, крім 1986-1988 р., коли мала місце перша інфляційна криза.

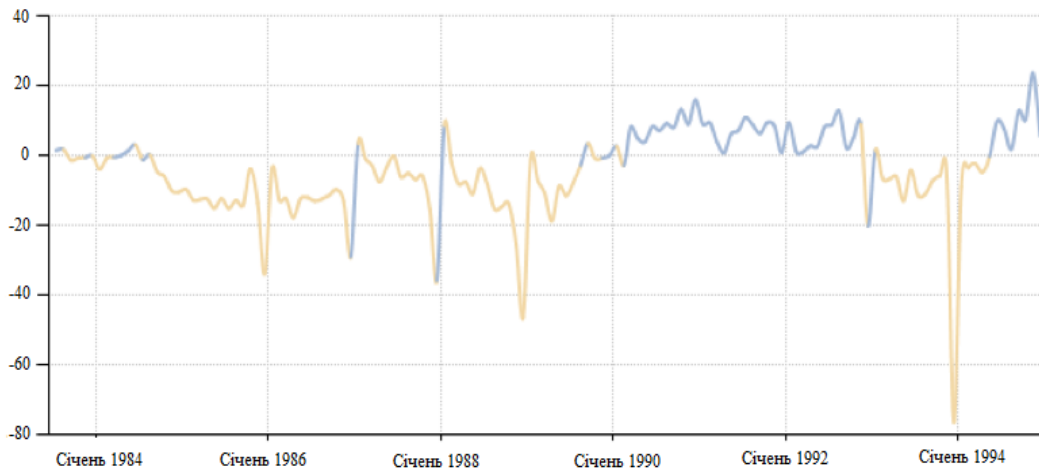


Рис. 3.2. Торговельний баланс Китаю у 1980-1994 рр.

Джерело: дані аналітичного центру Trading economics [172].

Як видно на рис. 3.2, перше десятиліття політики реформ та відкритості характеризувалось дефіцитним торговельним балансом навіть незважаючи на здешевлення китайської національної валюти. Це спричинено, перш за все, повільністю процесу зниження вартості валюти на фоні її попереднього суттєвого завищення, а також все ще низьким рівнем виробництва, внаслідок чого китайський експорт ще не встиг досягти належного рівня конкурентоспроможності на світовому ринку. В той же час обсяги імпорту в цей період нарощувались з огляду на необхідність модернізації економіки.

Аналізуючи динаміку торговельного балансу Китаю видно, що з 1990 р. китайське виробництво уже достатньо модернізовано, щоб випускати конкурентоспроможну продукцію та менше потребувати імпортних товарів, особливо високотехнологічного обладнання та устаткування. Не рахуючи дефіцит 1993-1994 р. це був початок зростання оборотів міжнародної торгівлі на користь Китаю.

Важливо зазначити, що в цей період було засновано Міжнародний Кантонський Ярмарок, який, фактично, став вітриною китайського виробництва та торгівлі, куди приїжджали не лише західні покупці, але й промиловці теж, які бажали заключити субконтракти на доставку окремих комплектуючих частин.

Китайська модель виробництва того періоду характеризувалось якраз великою часткою виробництва деталей, а також пошиву. Таким чином, на думку А.Брюне та Ж.-П.Гішара, США не сприймали розвиток китайського виробництва як конкуренцію власному, адже, фактично, китайські підприємства працювали саме на користь і в залежності від компаній американських та інших розвинених країн [4, с. 89].

Інвестиції, які отримував Китай в цей період, були здійснені здебільшого у формі прямих інвестицій в спільні підприємства. В той же час, варто зауважити, що їх не вистарчало для покриття дефіциту торговельного балансу, тому сальдо платіжного балансу також було негативним.

Рівень інфляції загалом впродовж 1980-1994 р. був відносною помірний за винятком двох інфляційних криз. Перша інфляційна криза мала місце у 1988-1989 рр. Якщо середній річний рівень інфляції з 1979 р. до 1984 р. становив менше 5% [173, с.1], то у 1985 р. її рівень зріс уже до 8,8% [174]. На розкручення інфляційної спіралі мало вплив і зростання банківського сектору, і споживчого кредитування також. Так, у 1984 р. кредитування населення збільшилось на 33% в порівнянні з попереднім роком, два наступні роки зростання було по 31% [174].

Свого історичного максимуму офіційний рівень інфляції досяг в лютому 1989 р. – 28,4%. Після цього розпочався спад рівня інфляції і вже до грудня 1989 р. він досяг 6,6% [175]. Причинами цієї інфляції, окрім розширення обсягів банківського кредитування, стали знецінення юаню щодо долара США, швидкий ріст економіки, а також перехід від командно-адміністративного до ринкового ціноутворення у 1988 р., що викликав паніку та покупецький ажіотаж на ринку.

Швидкі темпи економічного зростання, кредитна бульбашка, значна девальвація юаню, розгортання інфляційних процесів, які швидко вийшли з-під контролю уряду, призвели до «перегріву економіки». Таким чином економічні реформи, які приносили неймовірний успіх спочатку, почали давати збій.

Незадоволення громадян інфляцією, тоталітаризмом, корупцією в органах державної влади, відсутністю свободи слова, швидким економічним розвитком спеціальних економічних зон та повільним розвитком решти країни тощо спричинили до протестів, що відбувались з 15 квітня до 4 червня 1989 р. і ввійшли

в історію як «події на площі Тяньаньмень». Боячись, що китайському капіталістичному комунізму, який надавав такі перспективи зростанню конкурентоспроможності Китаю, може настати кінець, Д.Сяопінем було прийнято рішення насильно розігнати протести, використовуючи бронетехніку. Такі дії вкотре нагадали китайському народу та міжнародній спільноті, що незважаючи на формування ринкової економіки, політичний лад в країні тоталітарно-комуністичний, та, відповідно, підірвали авторитет Сяопіна. В 1989 р. він пішов у відставку з посту голови Центральної військової ради, а в 1992 р., після турне по східних регіонах країни, під час якого він ще раз наголосив важливість проведення країною та регіонами реформ та модернізації, покинув політику.

Друга інфляційна криза мала місце у 1993-1994 р. і виникла під впливом надлишку попиту над пропозицією на споживчі товари. Сильні повені тих років знищили урожай рису, що спричинило ціновий стрибок на продукти харчування. Під час піку інфляції в 1994 р. споживчі ціни зросли на чверть. Так, ціни на овочі зросли на 22,5% в серпні у порівнянні з липнем того року, свинина і зерно подорожчали на майже на 61% порівняно із попереднім роком [176, с.12]. Зу Ронджі, на той момент Прем'єр-міністр та керівник центрального банку, ініціював стримуючу монетарну та фіскальну політику задля зниження сукупного попиту та внормування рівня цін [177, с. 643].

Важливим показником ефективності валютної політики країни є, на нашу думку, її золотовалютні резерви, які в Китаї формує Народний банк. Вони складаються із золота та іноземних валют, а також спеціальних прав запозичення і навіть цінних паперів, деномінованих в іноземній валюті – казначейських зобов'язань, корпоративних облігацій, акцій, кредитів в іноземній валюті. В період 1980-1994 рр. Китай почав їх нарощувати – з рекордно низьких 2,26 млрд. дол. США у 1980 р. до 21,2 млрд. дол. США у січні 1994 р. [178].

2. Другим періодом валютної політики Китаю стала незначна ревальвація з 8,62 юань за дол. США у 1994 р. до 8,27 у 1998 р. і стабілізація на цьому рівні до 2005 р. [79, 92].

Валовий внутрішній продукт Китаю продовжував зростати із хорошою динамікою: якщо за 1980-1994 рр. ВВП Китаю зріс на 249%, то у 1994-2005 рр.

зростання становило 337% - з 441 млрд. дол. США до 1,93 трлн. дол. США відповідно. Річні темпи зростання ВВП у середньому 9-13% річних, найнижчий показник цього періоду у 2000 р. – 5,9%, а найвищий – у 1996 р. – 30,2% [179].

Під впливом раніше знеціненого юаню, розвитком виробництва, а також знаходження Китаєм свого місця у світовій торгівлі, торговельний баланс Китаю з 1997 р. все ще незначний за обсягом, але майже цілком стабільно профіцитний, продовжує нарощувати своє сальдо, яке станом на січень 2006 р. досягло 9,65 млрд. дол. США [172].

Золотовалютні резерви країни продовжували зростати швидкими темпами: при 21,2 млрд. дол. США у січні 1994 р. у січні 2006 р. вони становили вже 818,9 млрд. дол. США, тобто зросли більше, ніж у 38 разів [178]. Фактично, саме таке різке зростання міжнародних резервів країни, як і зростання обсягів ВВП країни, і стало поштовхом для тиску міжнародної спільноти, що вартістю юаню є зниженою, внаслідок якого Народним Банком Китаю було розпочато наступний етап валютної політики, спрямований на ревальвацію валюти.

Що стосується цінової політики, то заходами жорсткої монетарної політики, вжитими в кінці 1994 р., інфляцію 1993-1994 р. було зупинено, та до початку 1998 р. зведено до нуля. 1998 р. характеризується уже дефляцією. Валютна політика, яка полягала у незначній ревальвації та подальшому утриманні китайського юаню на одному рівні посприяли боротьбі з інфляційними процесами країни. У 1998-2003 р. рівень інфляції коливався в межах від -1 до 2% [175].

Важливу роль у становленні Китаю як серйозного гравця на міжнародній арені зіграла і передача в 1997 р. Великобританією Китаю суверенітету над територією Гонконгу, який вважається містом, де діють ринкові закони у найчистішому вигляді. Економіка цієї території характеризується низьким рівнем оподаткування, а також невтручанням держави в економічні процеси. Це місто є важливим центром міжнародних фінансів. Валютою Гонконгу є не китайський юань, а гонконгський долар, який є прив'язаним до долара США.

За паритетом купівельної спроможності валют в 2000 р. частка Китаю в світовому валовому продукті становила 10%, тоді як частка США була 21%, а

Японії - 7%. За обсягом промислового виробництва Китай також в на початку 2000х років посідав друге місце в світі після США із часткою 11,5%, а за обсягом сільськогосподарської продукції він випередив всі країни світу - 24%, тоді як Індія опинилась на другому місці - 11%, а США – на третьому - 7% [60, с. 258].

Підтримання заниженого валютного курсу, який не було вирівняно внаслідок невеликої ревальвації у 1994-1998 рр., надало Китаю унікальні переваги перед іншими країнами з низькими заробітними платами: він нарощує виробництво особливо за рахунок субконтрактів від іноземних компаній, що забезпечує йому профіцит рахунку поточних операцій, а також стає привілейованою країною для інвестицій [4, с. 90], перш за все в спільні підприємства. Але якщо до початку 2000х років фактор невизначеності стримував іноземні компанії від оффшорингу і ТНК від перенесення виробництва до Китаю, то у грудні 2001 р. [180] з прийняттям КНР до СОТ країна отримала важливі гарантії убезпеченості від тарифних бар'єрів та протекціоністських заходів зі сторони більшості країн світу.

Таким чином, з початку 2000х рр. Китай суттєво розширив виробництво – так, він займав перше місце в світі за видобутком вугілля, виробництвом чорних металів, цементу, мінеральних добрив, бавовни і бавовняних тканин, одягу та взуття, зерна, м'яса, за поголів'ям свиней, виловом риби, друге місце за виробництвом електроенергії, вовняних тканин і хімічних волокон, третє – за виробництвом сої, шовкових тканин, а також вантажооборотом залізничного транспорту [60, с. 260].

3. Третім етапом валютної політики КНР було проведення Народним банком ревальвації юаню під тиском світової спільноти, яка відбувалась з 2005 р. і до кінця 2013 р., після чого Китай провів незначну девальвацію юаню [92].

Хвиля незадоволення торговельних партнерів Китаю його динамічним економічним зростанням, суттєвим розширенням частки на міжнародному ринку за рахунок їхніх національних виробників, а також нарощенням золотовалютних резервів КНР призвело до початку плавної ревальвації юаню в 2005 р. Втім, коли стали очевидними результати світової економічної кризи, урядом Китаю було тимчасово призупинено ревальвацію юаню у липні 2009 р. на рівні 6,83 юань за 1

дол. США і курс утримувався на цьому рівні із незначними відхиленнями до червня 2010 р. [92]. Це було здійснено начебто з метою зменшення негативного впливу посткризового скорочення продажу китайських товарів на світовому ринку. З червня 2010 р. ревальвацію китайської валюти було відновлено, і тривала вона до січня 2014 р. Станом на 4 вересня 2015 р. курс юаню щодо дол. США встановлено на рівні 6,36 юань за дол. США [92]. Таким чином, з 2005 р. юань подешевшав лише на 29,6%.

У 2005 р., крім початку ревальвації юаню відбулись ще деякі зміни у валютній політиці Китаю. Так, 21 липня 2005 р. курс китайського юаню було відв'язано від долара та здійснено прив'язку до кошика валют, до складу якого ввійшли: долар США, євро, японська єна, південнокорейський вон [181]. А у серпні 2015 р. Народний банк Китаю заявив про перехід до вільного курсоутворення юаню як перший крок до отримання статусу резервної валюти [106].

Знаковим для розвитку китайського виробництва стало і те, що створення спільних підприємств, а також перенесення виробництв із розвинених країн в Китай у формі оффшорингу, надало країні можливості отримати технології в більшості промислових секторів. А.Брюне та Ж.-П.Гішар наголошують на тому, що Китай виграв двічі: отримав доступ до технологій, а також у випадку конфліктів завжди захищав інтереси своїх підприємств завдяки контролю Компартії КНР над всіма інституціями, відповідальними за забезпечення правосуддя. Вчені наводять приклад, що в кінці 2010х рр. два конкуренти-виробники ядерних електростанцій - французька компанія "Areva" та американська "Westinghouse" вступили в боротьбу за китайський ринок. Перевагу було надано другій, так як вона, на відміну від першої, погодилась на передачу технологій [4, с. 101]. Вони також висловлюють припущення, що надати зелене світло для вступу Китаю до СОТ адміністрацію Клінтона змусили саме американські промисловці, які хотіли отримувати ще більше вигоди від перенесення своїх виробництв в цю країну [4, с. 102].

ВВП Китаю за ринковим курсом у 2014 р. зросло до 10,36 трлн. дол. США, тоді як ВВП США – 17,42 трлн. дол. США. За паритетом, який наводиться у

дослідженні А.Брюне та Ж.-П.Гішара із посиланням на МВФ, ВВП Китаю у 2014 р. мав би становити 18,95 трлн. дол. США.

Впродовж всього часу ведення політики реформ та відкритості, яка, по суті, є яскравим прикладом політики неопротекціонізму, ВВП країни зріс в 53,3 разів. Рахунок поточних операцій, який до кінця 1980х років був дефіцитним, в 2014 р. зріс до 219 млрд.дол. США, тоді як тільки експорт товарів та послуг досяг безпрецедентних 2,48 трлн. дол. США, що втричі більше, ніж аналогічний показник за 2005 р. [182].

Рахунок фінансових операцій та операцій із капіталом у 2014 р. був негативним, але становив лише 79 млрд. дол. США, що цілком перекривалось профіцитом рахунку поточних операцій. У 2014 р. Китаю вдалось відкласти до резервів 1,18 трлн. дол. США у формі “інші резервні активи” [182].

Тому навіть незважаючи на те, що з 2005 р. таки проводилась девальвація юаню, фахівці більшості розвинутих країн, включаючи США, Європейський Союз, Японію та ряд міжнародних інститутів, таких як МВФ і СОТ, висувають особливо сильний аргумент на користь переоцінки юаню: валютні резерви Китаю станом на кінець 2014 р. за даними Світового банку роздулись до 3,9 трлн. дол. США, що становить аж 32.8% від всіх золотовалютних резервів світу в 2014 р. [125].

Гегемон світового господарства США неодноразово висловлювали різкі зауваження щодо своїх економічних відносин з Китаєм. Так, вони вважають, що деякі заходи економічної та торговельної політики Китаю можуть трактуватись як протекціоністські, та тому порушують економічні інтереси Штатів. США вважає, що перехід Китаю до ринкової економіки відбувся не повністю. До таких сфер, окрім управління валютним курсом, відносяться: аспекти промислової політики, які заохочують та захищають китайські господарства, особливо державні підприємства, що, на думку уряду, мають вирішальне значення для майбутнього Китаю; низький рівень захисту прав інтелектуальної власності США; невиконання Китаєм взятих на себе зобов'язань в рамках СОТ, його неприєднання до Угоди СОТ про державні закупівлі [183, с. 34].

Представники галузей господарства США, які чутливі до імпорту, стверджують, що політика недооцінки юаню є фактично непрямую субсидією китайським експортерам, що де-факто є тарифом на американські товари, що ввозяться до Китаю. Така політика підриває американське виробництво, змушуючи його виготовляти товари, що не можуть скласти конкуренцію дешевим китайським товарам, що, в свою чергу, призводить до втрати прибутків та зростання рівня безробіття у США.

Лідери США закликали Китай збалансувати свою економіку шляхом стимулювання споживчого попиту, що також збільшить попит на імпортні товари, зменшення залежності від експорту, а також встановлення фіксованих інвестицій в економічний розвиток. Саме це, на їхню думку, зможе забезпечити Китаю перехід до справді ринкового курсоутворення, а також створення нових робочих місць у неторговельному секторі, куди зможуть перейти працювати люди, що втратили роботу в торгівлі внаслідок подорожчання юаню [183, с. 48].

Численна кількість законопроектів була подана в Конгрес впродовж останніх кількох років задля пошуку шляхів спонукання Китаю змінити свою валютну політику, а також подолання наслідків такої політики у США. Так, до прикладу, одним із законопроектів авторства сенаторів Шумера та Грехема було визначено встановити додаткове мито в розмірі 27,5% на ввезені із Китаю товари допоки курс юаню не подешевшає до ринкового рівня [184, с. 12]. Інший передбачував ідентифікацію валют, курс яких є зміщеним, та звернення до країн – їхніх емітентів з вимогою привести курс до ринкового рівня. Схожим був законопроект Гресслі-Баукуса, яким передбачалось підвищення ролі МВФ та Державного казначейства США в оцінці, чи валютні курси інших країн не є зміщеними [185].

Деякі члени Парламенту США висловились проти таких законопроектів, адже вони можуть трактуватись як такі, що порушують взяті США на себе зобов'язання СОТ. Інші стверджують, що занадто багато уваги приділяється валютному курсу юаню, тоді як промислова політика США і порушення прав інтелектуальної власності приносять значно більший збиток економічним інтересам Штатів.

Окрім цього, і інші пропозиції про вжиття заходів щодо КНР було висунуто у США впродовж останніх кількох років – від заяви Міністерства фінансів, що Китай є «валютним маніпулятором», передачі справи до МВФ та скарги до СОТ, до розгляду знеціненого юаню як джерела демпінгу або контр-важливих субсидій, які дозволили б введення антидемпінгових або компенсаційних мит на китайський імпорт, що може істотно зашкодити галузям промисловості США [54].

В той же час, китайська влада не залишається в боргу та дедалі частіше публічно критикує монетарну політику США як таку, що не здатна забезпечити стабільність долара США як резервної валюти. На фоні кризи державного управління в США в жовтні 2013 р. Китай знову озвучив заклики до "деамериканізації світу". На думку китайських ЗМІ, США зловживають статусом супердержави, а саме сіють хаос у світі, експортуючи внутрішні фінансові ризики та шоки закордон, і в той же час "розпалюють регіональний неспокій, провокують територіальні суперечки і розв'язують невиправдані війни" [186].

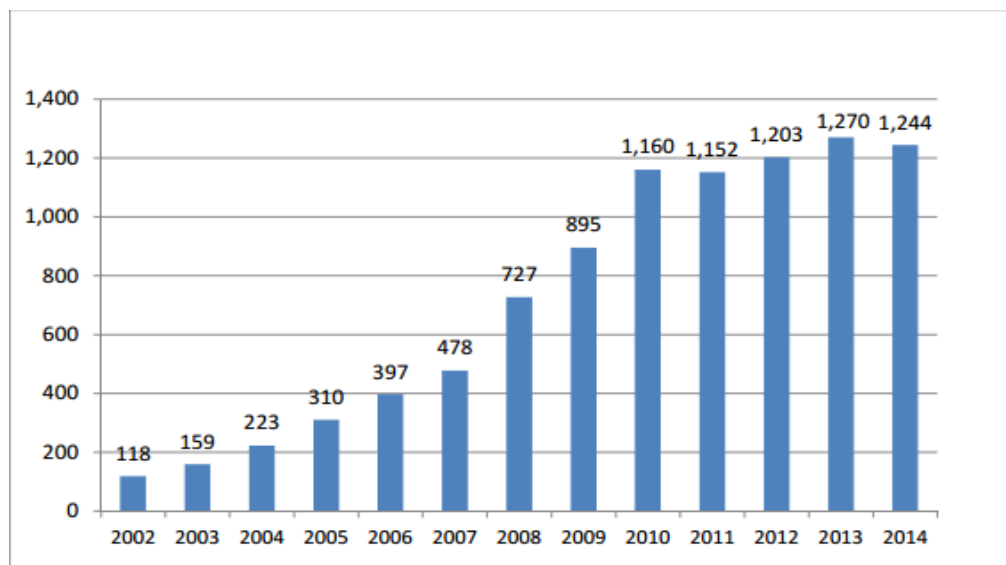


Рис. 3.3. Володіння Китаєм борговими зобов'язаннями США, млрд. дол. США

Джерело: з дослідження В.Моррісона [183, с. 14].

Незадоволення монетарною політикою США Китаю пояснюється ще й тим, що Китай є чи не найбільшим у світі іноземним держателем боргових цінних паперів США [187, с.109]. Пекін володіє казначейськими облігаціями США обсягом 1,244 трлн. дол. США (рис. 3.3).

Саме тому Китай особливо уважно слідкує за внутрішньою ситуацією та зовнішньою політикою США, адже для цієї країни знецінення американської валюти може означати прямі і суттєві економічні втрати.

Китай не лише критикує монетарну політику США, яка його не влаштовує, але і вживає відповідні заходи. Так, як видно із табл. 3.1 до початку активного посткризового проведення США девальвації долара частка боргових зобов'язань США в загальній структурі іноземних вкладень Китаю зростала, тоді як після 2010 р. – почала падати. Китай намагається диференціювати свої іноземні вкладення, надаючи перевагу іншим активам.

Таблиця 3.1.

Боргові зобов'язання США, якими володіє Китай

	2002	2004	2006	2008	2010	2012	2013	2014
Боргові зобов'язання США, якими володіє Китай (млрд. дол. США)	118	222,9	396,9	727,4	1160,1	1202,8	1270	1244
Боргові зобов'язання США у загальній структурі іноземних вкладень Китаю, %	9,6	12,1	18,9	23,6	26,1	21,7	21,9	20,2

Джерело: з дослідження В.Моррісона [183, с. 13].

Окрім цього, країна, що має значні власні золотовалютні резерви, давно намагається ініціювати проведення реформи МВФ, а в той же час США давно і послідовно це саботують, використовуючи своє право "вето".

Шлях до зменшення залежності світової економіки від долара США Китай бачить у наданні юаню статусу світової резервної валюти, навіть незважаючи на те, що досі вона є неконвертованою. Уряд Китаю оберігає курс валюти на визначеному рівні та стабільну економіку загалом жорсткими обмеженнями по валютних операціях, пов'язаними з рухом капіталу. Дані обмеження спрямовані на стимулювання прямих іноземних інвестицій та скорочення портфельних, а також зниження волатильності потоків капіталу [188, с. 1-2].

Тим не менш, повільними кроками, та все ж Китай послаблює контроль над рухом капіталу. Наприклад, в серпні 2011 р. влада дозволила обраним іноземним інвесторам купувати за юані цінні папери на біржах материкового Китаю [189]. В 2012 р. Народний банк КНР випустив звіт, у якому представив трьох-ступеневу реформу впровадження юаню резервною валютою та лібералізації китайського

ринку капіталів впродовж наступного десятиліття. В той же час, МВФ попередив, що швидка лібералізація ринку капіталу без належного регулювання може спричинити масштабний відтік капіталу з країни – обсягом до 15% ВВП впродовж кількох років. Національна банківська система може бути неготовою до такого шоку, що спричинить кризу. Задля уникнення такої реакції, Китаю може бути потрібно використовувати контроль капіталу допоки не буде проведено реформу валютної політики юаню та лібералізацію відсоткових ставок [190, с. 3]. З квітня 2015 р. іноземним компаніям уряд дозволив конвертувати свій капітал в іноземній валюті в юані задля хеджування ризиків та скорочення витрат [191].

Окрім зменшення контролю капіталу, впродовж 2013-2015 рр. Китай проводить активну політику інтернаціоналізації юаню закордоном [192, с. 35]. Пріоритетними регіонами для країни є: Азійсько-Тихоокеанський регіон, Європа, Близький Схід. Міжнародні клірингові банки юаню були відкриті у Гонконгу, Макао, Тайвані, Сінгапурі, Малайзії, Південній Кореї, Катарі та ін. До прикладу, у Малайзії кліринговим банком юаню став Банк Китаю [193].

В червні 2014 р. Народний банк Китаю призначив Китайський будівельний банк у Лондоні та Банк Китаю у Франкфурті китайськими кліринговими банками у цих містах. У червні-липні 2014 р. Китай підписав меморандуми про співпрацю щодо впровадження клірингових та розрахункових механізмів із Банком Кореї, центральними банками Франції та Люксембургу. Експерти Дойче Банку вважають, що Європа може стати другим за розміром після Гонконгу офшорним ринком юаню. Це, безумовно, сприятиме активнішому використанню китайської валюти у економічних відносинах ЄС-Китай [194, с. 2-3].

У 2015 р. юань став п'ятою найбільш використовуваною валютою в світі у оплаті за товари та послуги, піднявшись з 20-ої позиції в 2013 р., за даними міжнародної фінансової платформи SWIFT [195, с. 2]. Крім цього, в рамках інтернаціоналізації юань Народний банк Китаю має намір ввести Китайську міжнародну платіжну систему на заміну існуючим, яка спростить використання юаню у розрахунках. Впровадження такої системи допомогло китайській валюті скоріше стати вільноконвертованою [196].

США, в свою чергу, також реагують на жорстку критику з боку КНР та намагаються боротись із конкурентом на світову гегемонію своїми інструментами. Вчений М.Д.Наземроая, зокрема, серед таких інструментів виділяє спекуляції як психологічну зброю, які спрямовані на створення паніки серед учасників китайського фондового ринку та зменшення довіри інвесторів до китайської економіки. В результаті, у 2 кварталі 2015 р. Народний банк Китаю оголосив про купівлю 600 тонн золота за долари США із власних золотовалютних резервів. Окрім цього, у травні-серпні 2015 р. золотовалютні резерви КНР знизились до 3,65 трлн дол США, що зумовлено, зокрема, активним продажем країною доларів та боргових зобов'язань США в обмін на власну валюту з ціллю як стабілізації курсу юаню, який в серпні 2015 р. почав різко падати, так і з ціллю позбавитись надлишкових заощаджень, що зберігаються у формі валюти та цінних паперів Сполучених Штатів [197]. Це тільки підтверджує серйозність намірів Китаю зробити юань світовою резервною валютою.

Окрім цього, в контексті посилення конкуренції між двома країнами варто згадати і створення 5 жовтня 2015 р. ТТП, домінуючими лідерами якого є США та Японія, а членами – інші країни кільця Тихого океану. Очевидно, це стало важливим кроком до посилення США в Азійсько-Тихоокеанському регіоні на противагу Китаю, який також намагається здобути в ньому лідерські позиції. КНР не було запрошено до членства в даному об'єднанні, тому країна лобіює впровадження іншого інтеграційного об'єднання – Всеохоплюючого регіонального економічного партнерства, до складу якого, крім Китаю, мають ввійти країни АСЕАН, Австралія, Нова Зеландія, Південна Корея та Японія [198].

В результаті тривалих послідовних кроків, серед яких вищезгадані відкриття клірингових банків в країнах Азії та Європи, зняття ряду регулюючих обмежень на рух капіталу, перехід до вільного курсоутворення юаню та, відповідно, його вільної конвертованості та ін. у листопаді 2015 р. МВФ було надано юаню статус світової резервної валюти. Фактично, Китай зміг за 40 років з автаркії перетворитись на найбільшого експортера та реального конкурента на порушення гегемонії США у світовому господарстві. Таким чином, на основі проаналізованого

у попередніх розділах дослідження використання різними країнами девальвації, на нашу думку, монетарна та валютна політика Китаю є яскравим прикладом саме неопротекціоністської політики задля здобуття конкурентних переваг, яка, хоча, також розпочиналась зі стабілізаційною ціллю. Нами уже було з'ясовано, що з допомогою валютного каналу трансмісійного механізму Народному банку Китаю вдалось досягти вражаючого економічного зростання та зайняти важливе місце у світовому господарстві.

Золотовалютні резерви КНР обсягом в третину світових резервів, є, на нашу думку, важливим запасом міцності китайської економіки та гарантією конкурентноспроможності країни в майбутньому. Саме тому вважаємо за доцільне дослідити вплив зміни валютного курсу юаню, зміни обсягу сальдо зовнішньоторговельного балансу Китаю та зміни обсягу прямих іноземних інвестицій до Китаю на обсяг офіційних міжнародних резервів цієї країни шляхом побудови економетричної моделі.

Офіційні золотовалютні резерви, що в даному дослідженні є результативною ознакою, призначені для здійснення державою міжнародних розрахунків, а також для регулювання валютного ринку та підтримання курсу національної валюти.

Окрім цього, побудуємо і модель для дослідження дії факторних ознак на торговельний баланс Китаю, адже з 2013 р. Китай займає перше місце у світі за обсягом торгівлі [199].

Розрахунковий період, взятий нами для даного дослідження – 1994-2014 рр., вихідні дані подано у таблиці П.1 в додатку П. За допомогою побудови рівняння регресії ми визначимо форму зв'язку між досліджуваними явищами.

Модель має наступну теоретичну специфікацію:

$$(NFA)Y = c \pm (EXCH)X_1 \pm (TB)X_2 \pm (FDI)X_3 \quad (3.1)$$

де Y – об'єми золотовалютних резервів КНР, млн. дол. США;

X_1 – динаміка курсу юаня до долару США;

X_2 – динаміка сальдо торговельного балансу КНР;

X_3 – динаміка прямих іноземних інвестицій до КНР, млн. дол. США;

c – константа.

Працюватимемо за вищезгаданим алгоритмом, поданим на рис. Ж.1.

Таблиця 3.2.

Перевірка часових рядів на стаціонарність моделі для Китаю

Phillips–Perron test				
	NFA	EXCH	TB	FDI
c	-	-	-	-
ct	-	-	-	-
c - diff	***	***	***	***
ct - diff	***	***	***	***
де *p < 0.10; ** p < 0.05; *** p < 0.01;				

Джерело: Розраховано автором в пакеті EViews 8.

Ми проводимо тест на наявність одиничного кореню в динамічних рядах моделі. Для виявлення стаціонарності (одиничного кореня) в часових рядах, нами застосований тест Філіпса-Перрона, результати представлені в табл. 3.2. і свідчать про необхідність привести всі параметри моделі до перших різниць.

Таблиця 3.3.

Регресійна статистика моделі для Китаю

Золотовалютні резерви	
Variable	Δ NFA (OLS)
Δ EXCH	-6806*** (-2.38)
Δ FDI	4,91* (0,648)
Δ TB	-1,168* (-1,309)
R ²	0.57
DW	1.06
Примітка: ***, **, * статистичне значення на рівні 1%, 5%, 10% відповідно; t-статистика (в дужках); Δ – перші різниці	

Джерело: Розраховано автором в пакеті EViews 8.

Модель оцінена за методом найменших квадратів (табл. 3.3).

Таблиця 3.4.

Результати тестування залишків моделі для Китаю

Δ NFA	LM-test (Breusch-Godfrey) Prob. Chi-Square	1,32	0,2965
--------------	--	------	--------

Джерело: Розраховано автором в пакеті EViews 8.

Окрім цього, нами перевірено отриману модель на наявність автокореляції довільного порядку в випадкових помилках регресійних моделей за методом Брюша-Годфрі (таблиця 3.4). Тест висуває нульову гіпотезу, що модель не містить автокореляції. Дані таблиці свідчать про відсутність автокореляції залишків в моделі, що пояснюється приведенням всіх компонентів моделі до перших різниць.

Для перевірки стабільності параметрів моделі на всій вибірці ми застосували CUSUM-тест, який використовує так звані рекурсивні залишки, що виходять при використанні рекурсивного методу найменших квадратів. Результати CUSUM-

тестів (рис. 3.4) виявили незначні відхилення в період 2007-2008 рр., що пояснюється впливом світової фінансової кризи на китайську економіку.

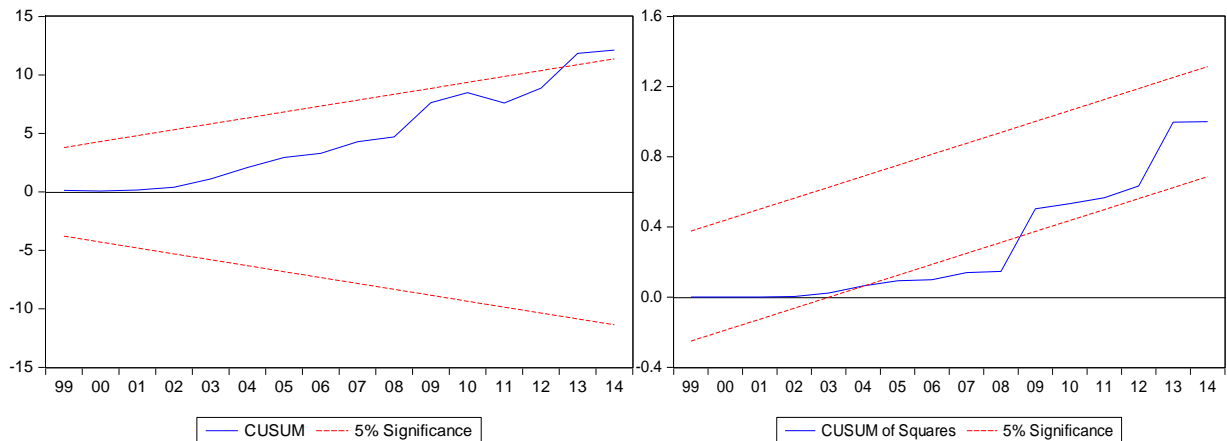


Рис. 3.4. CUSUM-тести стабільності моделі для Китаю

Джерело: Розраховано автором в пакеті EViews 8.

Отримані результати дозволяють говорити про наступну економічну інтерпретацію моделей:

$\Delta EXCH = -6806,15$ – коефіцієнт, що показує велику вагомість впливу факторної ознаки курс юаню щодо долара США на обсяг золотовалютних резервів Китаю. Від’ємний знак показує обернену залежність між двома змінними, тобто те, що золотовалютні резерви збільшуються при ревальвації юаню, адже при ревальвації абсолютне значення вартості валюти зменшується, адже юань є дорожчим при курсі 6,2 юань за 1 дол. США аніж при курсі 8,28 юань за 1 дол. США. Це може бути пояснене тим, що ревальвація юаню, яка відбувається з 1994 р., має на меті приведення курсу китайської валюти щодо долара США до ринкового, тобто на відміну від ситуації штучного утримання валюти дорожчою, в цьому випадку не потребується додаткових суттєвих інтервенцій з продажу долару США та викупу юаню на китайському валютному ринку, а, отже, це не призводить до скорочення резервів.

$\Delta TB = -1,168$ – коефіцієнт, що показує незначний протилежний вплив зміни сальдо зовнішньоторговельного балансу на зміну золотовалютних резервів Китаю.

$\Delta FDI = 4,91$ – коефіцієнт впливу об’єму залучених прямих іноземних інвестицій в економіку Китаю на обсяг міжнародних резервів держави. Характеризує відносно несуттєвий прямий вплив, тобто згідно з даною моделлю зростання інвестицій буде стимулювати зростання обсягу резервів.

Також нами запропоновано використання моделі векторної авторегресії (VAR), яка є альтернативою системам одночасних рівнянь, які припускають істотні теоретичні обмеження. VAR-моделі вільні від обмежень структурних моделей. Результати моделювання представлені на рис. 3.5. Інтерпретація VAR здійснюється через функцію імпульсного відгуку.

Інтерпретація отриманих результатів дозволяє стверджувати про значний позитивний вплив ревальвації юаня щодо долара США на стан золотовалютних резервів КНР через часовий лаг в 8 періодів. Окрім цього, в прогнозованому періоді бачимо посилення ролі зростання сальдо торговельного балансу на нарощування золотовалютних резервів (рис. 3.5).

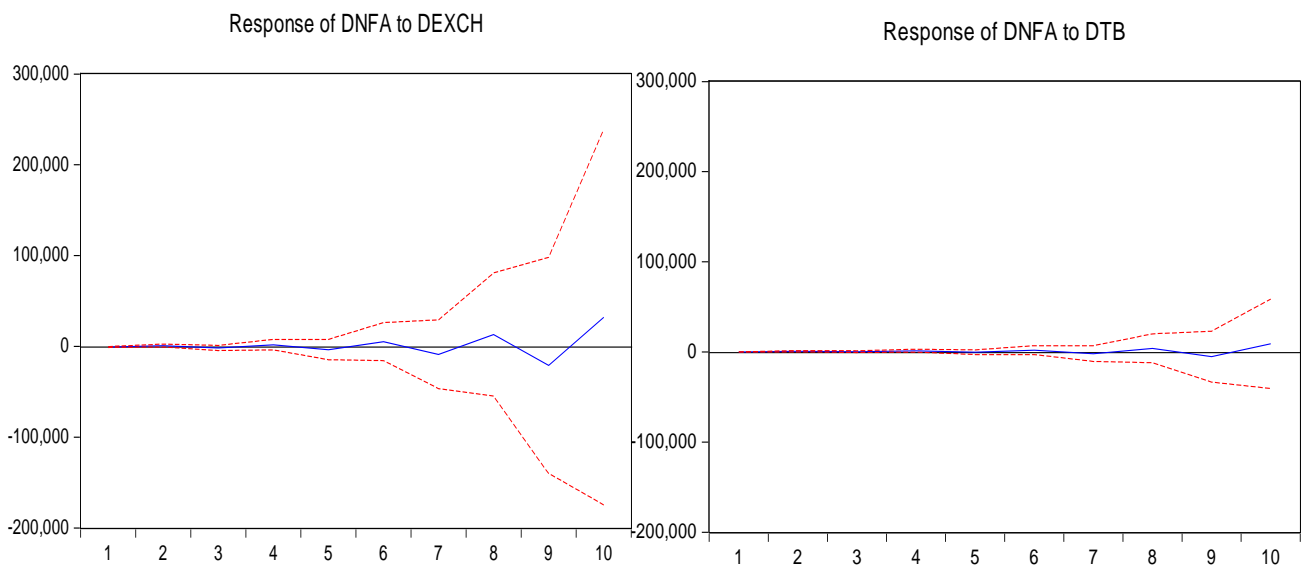


Рис. 3.5. Функції імпульсних відгуків золотовалютних резервів КНР на курс юаня, прями іноземні інвестиції, торговельний баланс

Джерело: Розраховано автором в пакеті EViews 8.

За аналогічним алгоритмом, що поданий на рис. 3.1., побудуємо також другу вищезгадану модель, відповідно до якої дослідимо вплив зміни валютного курсу, а також обсягу прямих іноземних інвестицій та золотовалютних резервів на торговельний баланс КНР.

Модель має наступну теоретичну специфікацію:

$$(TB)Y = c \pm (EXCH)X_1 \pm (NFA)X_2 \pm (FDI)X_3 \quad (3.2)$$

де Y – сальдо торговельного балансу;

X_1 – динаміка курсу юаня до долару США;

X_2 – об'єми золотовалютних резервів КНР;

X_3 – динаміка прямих іноземних інвестицій до КНР, млн. дол. США;

C – константа.

Результати тесту на наявність одиничного кореню в динамічних рядах моделі подані у таблиці 3.5.

Таблиця 3.5.

Перевірка часових рядів на стаціонарність для Китаю

Phillips–Perron test				
	NFA	EXCH	TB	FDI
c	-	-	-	-
ct	-	-	-	-
c - diff	***	***	***	***
ct - diff	***	***	***	***
* $p < 0.10$; ** $p < 0.05$; *** $p < 0.01$;				

Джерело: Розраховано автором в пакеті EViews 8.

Результати тесту свідчать про необхідність привести всі параметри моделі до перших різниць. Модель оцінена за методом найменших квадратів.

Результати оцінки регресійної моделі представлені в табл. 3.6.

Таблиця 3.6.

Регресійна статистика

Торговельний баланс	
Variable	ΔTB (OLS)
$\Delta EXCH$	-1841,9*** (-2,43)
ΔFDI	-1,292* (-0,64)
ΔNFA	-0,082* (-1,309)
R^2	0.58
DW	1.37
Примітка: ***, **, * статистичне значення на рівні 1%, 5%, 10% відповідно; t-статистика (в дужках); Δ – перші різниці	

Джерело: Розраховано автором в пакеті EViews 8.

Також нами перевірено отриману модель на наявність автокореляції довільного порядку в випадкових помилках регресійних моделей за методом Брюша-Годфрі. Тест висуває нульову гіпотезу, що модель не містить автокореляції.

Таблиця 3.7.

Результати тестування залишків моделі

ΔTB	LM-test (Breusch-Godfrey) Prob. Chi-Square	1,46	0,58
-------------	--	------	------

Джерело: Розраховано автором в пакеті EViews 8.

Дані таблиці 3.7. свідчать про відсутність автокореляції залишків в моделі.

Для перевірки даної моделі ми застосували CUSUM-тест (рис. 3.6).

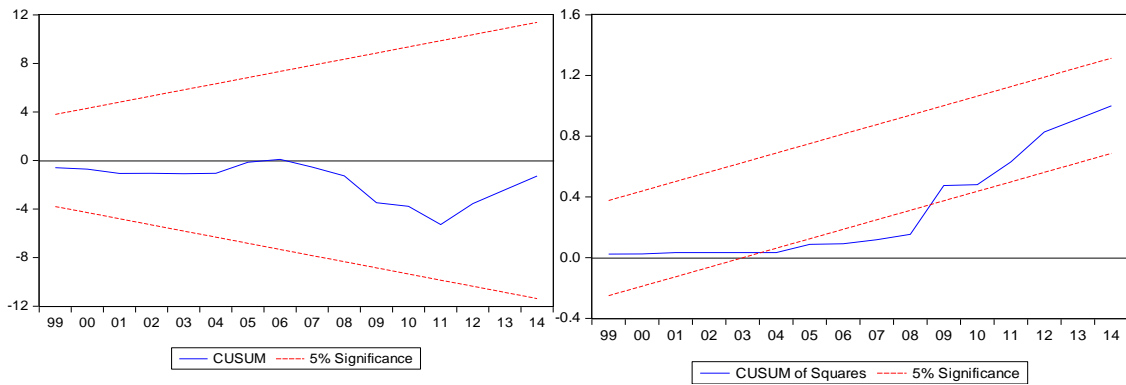


Рис. 3.6. CUSUM-тести стабільності моделі

Отримані результати дозволяють говорити про наступну економічну інтерпретацію моделей:

$\Delta \text{EXCH} = -1841,9$ – коефіцієнт, що показує велику вагомість впливу факторної ознаки курс юаню щодо долара США на торговельний баланс Китаю. В той же час, коефіцієнт характеризується від'ємним знаком, тобто оберненою залежністю між змінними: позитивне сальдо торговельного балансу зростає при ревальвації юаню.

$\Delta \text{NFA} = -0,082$ – коефіцієнт, який показує дуже незначний протилежний вплив зміни золотовалютних резервів Китаю на сальдо зовнішньоторговельного балансу.

$\Delta \text{FDI} = -1,292$ – коефіцієнт впливу об'єму залучених прямих іноземних інвестицій в економіку Китаю на торговельний баланс Китаю. Характеризує відносно несуттєвий обернений вплив, тобто згідно з даною моделлю зростання інвестицій може мати негативний вплив на сальдо торговельного балансу.

Response of DTB to DEXCH

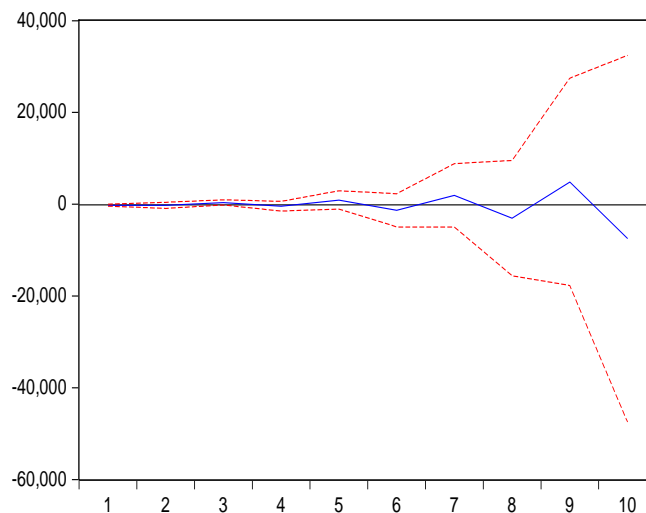


Рис. 3.7. Функції імпульсних відгуків торговельного балансу КНР на курс юаня

Джерело: Розраховано автором в пакеті EViews 8.

Так як модель показує прямий зв'язок ревальвації та торговельного балансу, дуже важливим, на нашу думку, є прогнозування впливу факторних ознак на результуючу саме в довгостроковому періоді (рис. 3.7). Математичні обрахунки моделі подані в додатку Р. Інтерпретація результатів вказує на позитивний вплив ревальвації на торговельний баланс КНР в короткостроковій перспективі, тоді як в довгостроковій через часовий лаг в 8 періодів вплив стане негативним.

Проаналізувавши результати побудованої вище моделі, можемо зробити висновок, що на обсяг торговельного балансу КНР, як і на формування офіційних золотовалютних резервів країни найбільший вплив має зміна курсу юаню щодо долара США. Ревальвація юаню сприяє зростанню золотовалютних резервів країни і продовжуватиме це робити в прогнозованій нами довгостроковій перспективі. Якби ревальвація юаню проводилась штучно, то задля підвищення курсу китайської валюти Банку Китаю треба було б проводити валютні інтервенції купуючи юані і продаючи іноземну валюту, що зменшувало б міжнародні резерви. Але цього не відбувається, що підтверджує факт, що юань зараз ревальвує природно і наближається до ринкового курсу.

Окрім цього, хоча результати моделі в досліджуваному періоді показують, що вплив сальдо торговельного балансу на обсяг золотовалютних резервів є незначним та оберненим, через часовий лаг у 8 періодів ми бачимо, що зв'язок стає прямим, роль зростання сальдо торговельного балансу на нарощування золотовалютних резервів посилюється.

В той же час, ревальвація юаню сприяє зростанню сальдо торговельного балансу в досліджуваному періоді, але в прогнозованій нами довгостроковій перспективі такий вплив буде негативним, тобто ревальвація стимулюватиме зменшення сальдо торговельного балансу. З цього робимо висновок, що ревальвація юаню щодо долара США приноситиме КНР конкурентні переваги на світовому ринку допоки курс не досягне рівня ринкового – після чого вплив ревальвації на торговельний баланс стане негативним.

Підсумувати особливості валютної політики Китаю та її вплив як на національну економіку, так і на світове господарство загалом можна так:

1. Абсолютне нівелювання валютної політики у дореформенний період, суттєве завищення валютного курсу до 1980 р., а також загальний занепад китайської економіки спричинили до сповільненої результативності першого етапу девальвації у 1980-1994 р., який одразу ж був націлений на здобуття конкурентних переваг на світовому ринку. З огляду на тогочасні великі обсяги імпорту для модернізації та мінімальний експорт комплектуючих та товарів легкої промисловості через нерозвиненість виробництва доцільно було б утримувати високий курс національної валюти, що в даному випадку було неприпустимо, з огляду на занадто велику існуючу переоцінку юаню.

2. Другий етап валютної політики не мав негативного впливу на торговельний баланс, адже ревальвація була незначною в порівнянні із девальвацією, яка тривала попередні 14 років. Втім, економічне зростання Китаю, засноване на низьких витратах на виробництво, особливо заробітних платах, та заниженому курсі юаню в той період уже показало блискучі результати. Китай посів важливе місце на світовому ринку ставши виробником товарів масового вжитку, а обсяг його золотовалютних резервів зростав таким темпом, що розвинені економіки почали публічно звинувачувати КНР в утриманні недооціненої валюти.

3. Останній етап валютної політики, що характеризується повільною ревальвацією юаня щодо кошика валют, відбувається на вимогу торговельних партнерів країни, які пообіцяли ввести санкції проти дешевого китайського експорту, що підриває їхнього національного виробника. Втім, станом на зараз це здешевлення національної валюти не принесло збитку Китаю, чий ВВП, золотовалютні резерви та профіцит торговельного балансу продовжують зростати. Китай є найбільшим експортером товарів масового вжитку – країна не постачає закордон продукції, яка б виготовлялась за унікальними технологіями, які не можна було б перейняти іншими країнами впродовж 20 років. З огляду на те, що китайські експортери постійно збільшують продаж своєї продукції закордон, значить, попит на неї зростає, а, отже, її ціна є привабливою для іноземних споживачів. В той же час, середня заробітна плата в Китаї впродовж останніх років також зростає, тобто китайські товари отримують цінові переваги на світовому

ринку все менше за рахунок використання їх виробниками дешевої робочої сили. Про зростання витрат на виробництво товарів в Китаї свідчить також і той факт, що американські компанії, які перенесли виробництво своїх товарів до Китаю, дедалі частіше говорять про рещоринг. Очевидно, незважаючи на майже 10-літню ревальвацію, вартість юаню все ще залишається заниженою, а, отже, країна продовжує зберігати торговельні переваги перед своїми партнерами, що підтверджується результатами побудованої нами моделі.

4. Китай незадоволений нестабільністю долара США, через яку передаються внутрішньоекономічні шоки Сполучених Штатів решті світу. Країна є найбільшим держателем американських казначейських облігацій, але після розгортання Штатами політики «дешевих грошей» почала зменшувати частку американських боргових зобов'язань у своїх іноземних вкладеннях. КНР має серйозний намір створити конкуренцію долару на світовому валютному ринку впровадивши юань світовою резервною валютою, з метою чого проводить активну інтернаціоналізацію юаню на зовнішніх ринках.

3.2. Вразливість валютного каналу малих країн щодо девальваційних викликів країни – регіонального торговельного лідера в форматі стратегічного партнерства

При аналізі валютних політик у розділі 1 нами було виділено такий тип валютної політики, як оборонна, яка реалізується країною з метою збереження власної економічної незалежності, задля мінімізації втручання іноземних економічних агентів або ж нейтралізації негативних наслідків економічних політик країн-партнерів. Її заходи вживаються країною у відповідь на наступальну або ж стабілізаційну політику інших країн, з якими вона перебуває у тісних торговельних та фінансових зв'язках.

У цьому параграфі нами буде досліджено захисну валютну політику деяких країн СНД, яку вони змушені впроваджувати у відповідь на девальвацію російського рубля у 2014-2015 рр. та девальвації валют інших країн-партнерів.

Співдружність незалежних держав – міжнародне об'єднання, спрямоване на врегулювання економічних відносин між деякими країнами, які раніше були членами СРСР. Вона об'єднує: Азербайджан, Білорусь, Вірменію, Казахстан, Киргизстан, Молдову, Російську Федерацію, Таджикистан, Узбекистан та Україну. З 2011 р. між країнами діє зона вільної торгівлі, не ратифікована лише Таджикистаном. В той же час Російська Федерація, Казахстан та Білорусь, до яких згодом приєдналися Вірменія та Киргизстан, перебувають на ще вищому щаблі інтеграції та об'єднані у Євразійський економічний союз.

Таблиця 3.8.

Питома вага країн СНД в загальному обсязі експорту окремих країн Співдружності (у відсотках)

	2000	2005	2010	2012	2013	2014
Азербайджан	13	21	9	5	6	4
Вірменія	24	19	19	24	27	24
Білорусь	60	44	54	51	62	59
Казахстан	27	15	15	13	13	13
Киргизстан	42	45	45	58	50	47
Молдова	59	51	40	43	38	31
Росія	13	14	15	15	14	13
Таджикистан	48	20	13	18	19	26
Україна	31	31	36	37	35	28

Джерело: дані Міжнародного статистичного комітету СНД [200, 201].

Незважаючи на те, що торгівля із країнами СНД в обсягах експорту/імпорту її членів зменшується, вона все ще є дуже ваговою, про що можна судити із таблиць 3.8. та 3.9.

В той же час, рубль у 2014-2015 рр. було суттєво девальвовано, як видно із рис. 3.8, що безумовно надало країні торговельні преференції та не могло не вплинути на економічні відносини з її основними торговельними партнерами. Високопосадовці Російської Федерації не приховують вигоди, яку країна одержує від здешевлення власної валюти.

Таблиця 3.9.

Питома вага країн СНД в загальному обсязі
імпорту окремих країн Співдружності (у відсотках)

	2000	2005	2010	2012	2013	2014
Азербайджан	32	34	31	25	24	23
Вірменія	20	29	30	31	30	30
Білорусь	70	67	59	65	59	60
Казахстан	54	47	48	48	46	42
Киргизстан	54	57	53	52	49	48
Молдова	33	39	33	31	30	27
Росія	34	19	14	14	12	11
Таджикистан	83	65	59	55	47	50
Україна	58	47	44	41	37	32

Джерело: дані Міжнародного статистичного комітету СНД [200].

Так, до прикладу, голова Міністерства промисловості та торгівлі РФ Д.Мантуров заявив засобам масової інформації, що Росія уже отримала основну частину компенсації за розірвання контракту за поставку двох універсальних десантних кораблів типу “Містраль” [202], на що Франція була змушена піти в знак протесту із військовим вторгненням РФ на територію України та анексією Кримського півострова.



Рис. 3.8. Курс рубля до долара США

Джерело: за даними [203].

Чиновник повідомив, що так як платила Росія за кораблі виходячи із бюджету, що формується в рублях, через зміну курсу РФ тепер отримає їх вдвічі більше [202]. Девальвація рубля, на нашу думку, була зумовлена рядом причин:

- анексією Кримського півострова та введенням його до складу РФ, що потребувало значних бюджетних вливань для інтеграції території;
- фінансуванням бойових дій російських військовослужбовців та проросійських сепаратистів на території Донецької та Луганської областей;
- фінансуванням створення на території південних областей України нереалізованого проекту “Новороссія”;
- падінням світових цін на нафту;
- зростанням бюджетних видатків, пов’язаних із проведенням зимової Олімпіади в Сочі;
- введенням санкцій США, Євросоюзу та інших країн, а також введенням відповідних санкцій Російською Федерацією;
- бездарною політикою центрального банку РФ, спекуляціями на валютному ринку та панікою населення.

З червня 2014 р. до вересня 2015 р. російський рубль девальвував з 33,75 рубля до 66,45 рубля за дол. США [203], тобто втратив 96,8% своєї вартості.

Із вищенаведеного робимо висновок, що девальвація російського рубля є стабілізаційною за економічною природою, але наступальною за політичною, адже без вторгнення РФ до України економічна ситуація обох країн була б значно кращою.

Те, що є вигодою для Російської Федерації, очевидно, що для її торговельних партнерів є загрозою. Проаналізуємо оборонну валютну політику Казахстану та Білорусі у 2014-2015 рр., адже, по-перше, обидві економіки є тісно залежними від економічних відносин із РФ, так як є членами Євразійського економічного союзу, а по-друге, їхній ступінь доларизації є високим, а курс національних валют тривалий час був прив’язаним до долара США, який з кінця 2014 р. укріплюється.

Євразійський економічний союз – це міжнародна організація регіональної інтеграції, в основі якої лежить свобода руху товарів, послуг, капіталу та робочої

сили, а також проведення скоординованої та погодженої політики в різних галузях економіки. Варто зауважити, що країни-учасники союзу, на відміну від Євросони, не проводять скоординовану валютну політику, вони зберігають власний монетарний суверенітет та можливість проводити власну грошово-кредитну політику.

З огляду на специфіку економічного розвитку членів СНД, валютна політика цих країн впродовж тривалого часу не підпорядковувалась монетарній, як у розвинених економіках, а була автономною, спрямованою на утримання фіксованого валютного курсу до валюти-якоря, якою найчастіше виступав долар США.

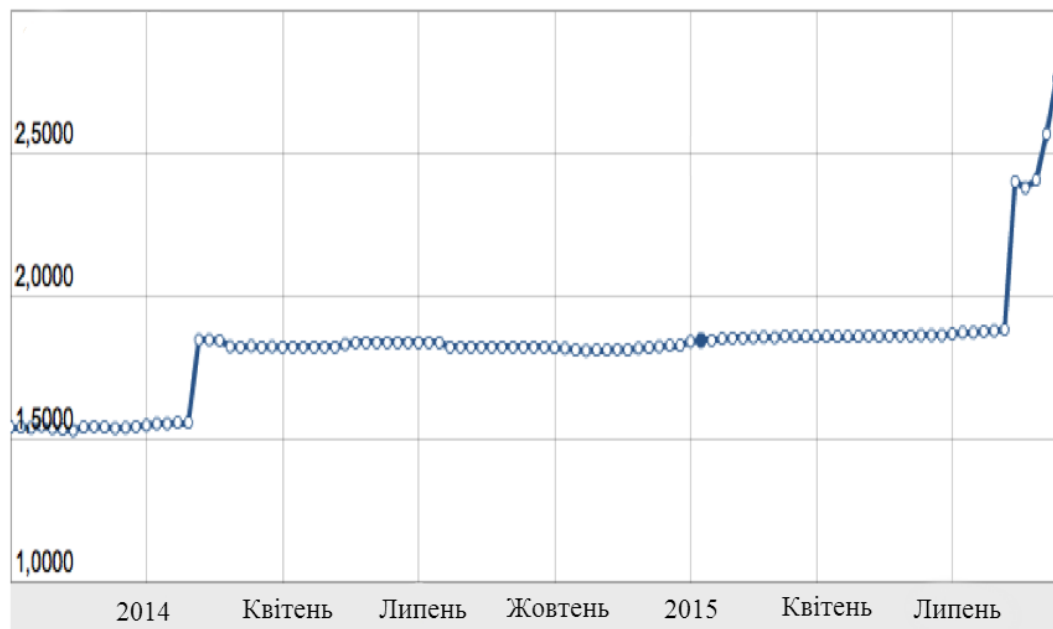


Рис. 3.9. Курс долара США до тенге (тенге за 100 дол.)

Джерело: за даними [204].

Отож, до серпня 2015 р. в Казахстані діяв режим фіксованого валютного курсу казахської валюти тенге до долара США. Курс утримувався на рівні 150-155 тенге за 1 дол. з лютого 2009 р. до лютого 2014 р., після чого зріс до 180-187 тенге за 1 дол. США, як видно на рис. 3.9.

На нашу думку, хоч тенге в цей посткризовий період прямо і не девальював щодо інших валют, але з огляду на його прив'язку до американської валюти, яка внаслідок політики кількісного пом'якшення, детально проаналізованої у розділі 2,

втрачала свою вартість, тенге впродовж посткризового періоду відповідно також дешевшав відносно інших іноземних валют.

Варто зауважити, що головними напрямками казахського експорту є Китай, Росія та Євросоюз, а основною статтею експорту, відповідно, сировина, адже Казахстан є другим за величиною після Росії виробником нафти серед країн СНД.

Девальвація казахської валюти, на нашу думку, була питанням часу, з огляду на ряд чинників:

- послаблення євро внаслідок введення ЄЦБ у жовтні 2014 р. політики дешевих грошей;

- девальвація рубля вдвічі щодо долара США в 2014-2015 рр.;

- ревальвація долара США в результаті завершення програми кількісного пом'якшення восени 2014 р.;

- падіння світових цін на нафту, на експорт якої припадає 55% експортних доходів Казахстану [205];

- низький світовий попит на метали, що є теж одним із основних експортних благ країни, внаслідок повільного відновлення світової економіки в посткризовий період;

- падіння зовнішньоторговельного обороту Казахстану за I півріччя 2015 р. на 36,2% в порівнянні з аналогічним періодом 2014 р. зумовлено, перш за все, зниженням за цей період обсягів експорту аж на 44,4%, а також зниженням, але меншою мірою, обсягів імпорту – на 17,1%. При цьому експорт Казахстану до країн-членів Євразійського економічного союзу в січні-травні 2015 р. зменшився на 16,2% в порівнянні з аналогічним періодом 2014 р., тоді імпорт з цих країн впав на 13,2% [206].

Таким чином девальвація юаню КНР влітку 2015 р. та подальше скорочення попиту в Китаї на казахські товари, які відносно подорожчали, знищили, фактично, останній аргумент для утримання казахської валюти сильною. Тому в серпні 2015 р. Нацбанком Казахстану було прийнято рішення щодо переходу тенге до плаваючого курсу та інфляційного таргетування [207], після якої валюта одразу ж zdeвальувала на 28,57% впавши до 252 тенге за 1 дол. США [204].

Важливо зауважити, що керівник Нацбанку Казахстану ще на початку 2015 р. заявляв, що правильно буде перейти до гнучкого курсоутворення тенге у трирічній перспективі [205]. Це, на нашу думку, підтверджує захисну природу валютної політики даної країни, адже ця девальвація є вимушеною, пришвидшеною, аніж було заплановано керівництвом центрального банку, виникла з огляду на тривалу переоцінку казахської валюти, і була проведена у відповідь на девальвації валют основних торговельних партнерів країни, перш за все Російської Федерації, Китаю та Єврозони.

Окрім цього, варто наголосити, що важливу роль для прийняття рішення про відпущення тенге у плавання зіграло і суттєве падіння обсягів золотовалютних резервів, яке було спричинене банківськими інтервенціями задля забезпечення валютної стабільності – з початку 2014 р. і до серпня 2015 р. Національним банком Казахстану було використано резервів на 28 млрд. дол. США, тоді як залишилось близько 65 млрд. дол. США [208].

До 19 вересня 2015 р. валюта продовжує здешевлюватись і уже досягла рівня 276 тенге за дол. США [204]. Девальвація має, безумовно, як позитивний, так і негативний вплив на казахську економіку. Серед негативних наслідків можна назвати виділені у розділі 1 ознаки девальвації у малій економіці, що розвивається, серед яких: подорожчання імпорتنих товарів, падіння купівельної спроможності населення, зменшення привабливості активів у тенге, погіршення економічного стану суб'єктів господарювання, що мають зобов'язання в іноземній валюті.

Окрім цього, девальвація тенге спричинила подорожчання обслуговування зовнішнього боргу, хоча кредитний рейтинг країни до початку девальвації залишався досить високим – за даними агентства Fitch він відповідав рівню «BBB+». В той же час, в останньому звіті даного агентства наголошувалось на необхідності дедоларизації економіки, що фактично також стало аргументом за перехід до вільного курсоутворення [209].

Натомість підприємці, що працюють у нафтовидобувній сфері, уже повідомили про позитивний вплив девальвації на їхню діяльність. Так, зокрема, С.Минбаєв, голова Правління АТ “КазМунайГаз”, єдиним акціонером якого є

державний фонд “Самрук-Казина”, заявив, що компанія планує за підсумками 2015 р. отримати прибуток, тоді як при попередньому курсі товариство чекали збитки на 75 млрд. тенге. Окрім цього, він зауважив, що для того, аби в умовах зниження світових цін на нафту зберегти існуючий об’єм видобутку, компанії потрібно активно знижувати власні витрати, що вона уже почала робити: за 2015 р. скорочення витрат за капіталовкладеннями становили 115 млрд. тенге, а операційних витрат – 117 млрд.тенге [210].

Аналогічна ситуація мала місце в Білорусі – тривале утримання валютного курсу без коригування з огляду на інфляцію, а також падіння курсу валюти головного торговельного партнера Російської Федерації, спричинили у грудні 2014 р. – січні 2015 р. обвальну девальвацію білоруського рубля.

Режим валютного курсу, що діяв в Білорусі до грудня 2014 р. – це прив’язка курсу до долара США. Економічні відносини Білорусі та Російської Федерації є дуже тісними: за підсумками 2014 р. взаємний товарооборот двох країн становив 37,6 млрд. дол. США, експорт до Росії – 15,3 млрд. дол. США, а імпорт з Росії – 22,3 млрд. дол. США. Частка Росії становить 48,8% об’єму всієї зовнішньої торгівлі Білорусі, що є дуже великим показником та підтверджує залежність однієї країни від іншої [211].

На нашу думку, в умовах такої тісної інтеграції та фактичної залежності Білорусі від РФ, валютна політика країни не могла продовжувати ґрунтуватись на утриманні фіксованого курсу щодо долара США, зміцнення якого посилило різку девальвацію російського рубля, адже це, очевидно, принесло б зовнішній торгівлі Білорусі суттєві збитки.

Саме тому в грудні 2014 р. - січні 2015 р. Національний банк Білорусі не лише провів значну девальвацію рубля, але й замінив якір валютної прив’язки – ним став кошик валют, до складу якого ввійшов російський рубль, долар та євро [213].

На розкручування девальваційної спіралі (рис. 3.10) мали вплив і традиційні для економік, що розвиваються, панічні настрої населення та підприємств. Девальвація білоруського рубля розпочалась із введення у грудні 30% податку на купівлю валюти, який підприємства та банки оплачували при купівлі валюти на

біржі, а громадяни – як комісію при покупці в банку чи обмінному пункті, але і це не зупинило економічних суб'єктів від валютних операцій. Так, до прикладу, інформацією голови Нацбанку Н. Єрмакової, якщо в листопаді 2014 р. в середньому купувалось 5 млн. готівкової валюти в доларовому еквіваленті за день, то лише 18 грудня білоруси за день купили аж 80 млн. доларів [213].

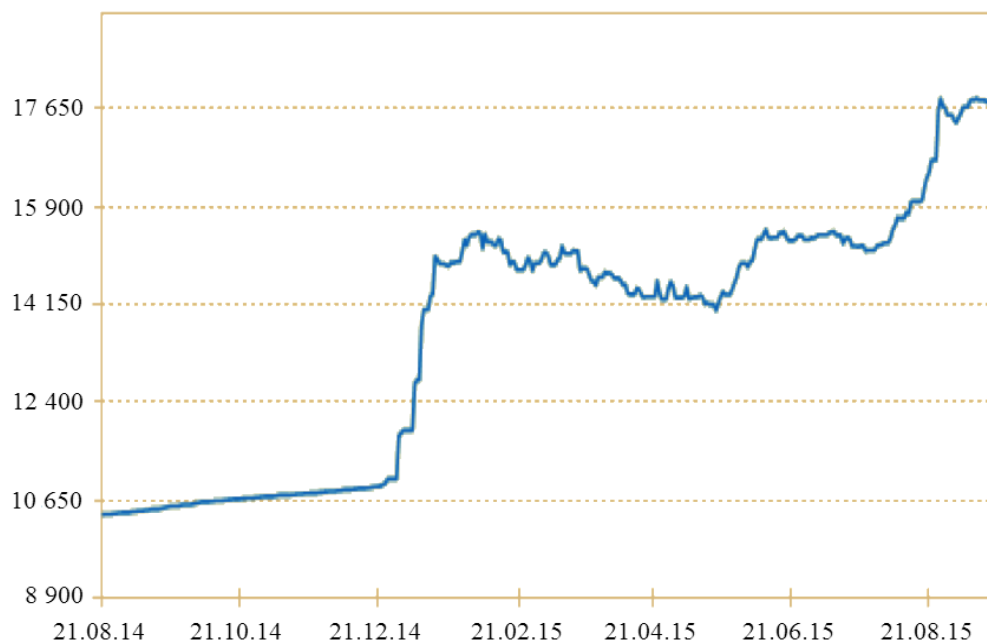


Рис. 3.10. Курс долара США до білоруського рубля

Джерело: статистичні дані Національного банку Республіки Білорусь [212].

Окрім цього, з 19 грудня 2014 р. Нацбанком Білорусі було збільшено норму обов'язкового продажу валютних доходів до 50%. Примітно, що навіть під час валютної кризи 2011 р. така норма становила лише 30% [214].

У січні 2015 р. податок на купівлю валюти було скасовано, а девальвація продовжилась. Загалом з грудня 2014 р. білоруський рубль девальвував з 10 810 рублів за дол. США до 17 537 рублів за дол. США [215], тобто втратив 62,22% власної вартості, що видно також на рис. В той же час, варто зауважити, що російський рубль за цей період втратив, як нами уже було з'ясовано, 96,8% своєї вартості, тобто білоруський рубль все ще суттєво дорожчий за російський рубль, що негативно впливає на білоруський експорт до РФ.

Необхідно зауважити, що незважаючи на те, що білоруська валюта таки розпочала девальвацію, важливим фактором негативного впливу на білоруських

експортерів є і те, що головним напрямом їхнього експорту є Російська Федерація, ринок якої у 2014-2015 рр. переживає спад та кризу.

Внаслідок обох вищезгаданих причин – тобто переоцінки білоруського рубля щодо російського та скорочення внутрішнього попиту на ринках РФ, товарооборот Білорусі та РФ у першому півріччі 2015 р. скоротився на 26,7%, тобто 13,6 млрд. дол. США, тоді як експорт Білорусі до РФ знизився на 33,3%, тобто на 5,02 млрд. дол. США, а імпорт – на 22,2%, тобто на 8,58 млрд. дол. США [216]. Статтями експорту Білорусі до Росії, які найсуттєвіше зменшились у 2015 р. стали:

- мінеральне паливо, нафта та нафтопродукти, обсяг яких за січень-червень 2015 р. становив 27,2% від показника аналогічного періоду за 2014 р. [216], що пов'язується, перш за все, із несприятливою кон'юнктурою на світовому ринку нафти, а також зменшенням світових цін на неї;

- машини, обладнання, транспортні засоби – за січень-червень 2015 р. обсяг експорту становив 57,9% обсягу за аналогічний період 2014 р. [216] з огляду на падіння попиту на російських ринках;

- текстиль та вироби з текстилю, взуття, тобто споживчі товари у січні-червні 2015 р. експортувались в обсязі 58,4% від обсягу за аналогічний період 2014 р. [205], що також пов'язане із відносним подорожчанням білоруських товарів на російському ринку через значну девальвацію російського рубля, зниженням купівельної спроможності населення РФ та, відповідно, зменшенням сукупного попиту.

Білоруські економісти висловлюють побоювання, що тиск девальвації російського рубля, а також втрати Білорусі внаслідок цього продовжуватимуть спричиняти девальвацію білоруського рубля [217]. Саме тому населення продовжує масово конвертувати власні заощадження у валютні: до прикладу, за червень 2015 р. термінові вклади населення в білоруських рублях скоротились на 750 млрд.рублів, тобто на 2,1%, а в липні – ще на 609,2 млрд.рублів, тобто на 1,8%. В той же час вклади в іноземній валюті за червень виростили на 137,5 млн. дол., тобто на 1,8%, а за липень – на 11,6 млн. дол. США, тобто на 0,2% [217].

Таким чином, в ході проведеного нами дослідження з'ясовано, що обидві економіки – Казахстан і Білорусь є високозалежними від зовнішньоекономічних факторів. Саме тому вплив валютних політик перш за все Російської Федерації, як основного торговельного партнера та лідера Євразійського економічного союзу, членами якого є обидві країни, США, як емітента валюти-якоря, до якого тенге та білоруський рубль бути прив'язані продовж тривалого часу, а також інших країн мають вагомий вплив на економічні політики Казахстану та Білорусі.

На нашу думку, взаємозв'язок Білорусі, Казахстану та Російської Федерації не може вважатись симетричним та рівноцінним, адже Білорусь та Казахстан є фактично колоніями Росії в економічному та політичному вимірах. Це, в свою чергу, пояснює вузьку маневреність монетарних політик обох країн та посилену роль в їхніх державних економічних політиках саме валютної складової.

З огляду на це, на нашу думку, девальваційні політики, реалізовані країнами у 2014-2015 рр., а також перехід до інфляційного таргетування та вільного курсоутворення казахського тенге, перехід до прив'язки до кошика валют із перспективою впровадження вільного курсоутворення білоруського рубля є вимушеною відповіддю на заходи економічної політики, які були вжиті перш за все РФ та в меншій мірі США, Китаєм та Євразійською в посткризовий період ведення ними валютних війн. Тому їх не можна вважати за інтенцією ані наступальними, ні антикризовими, але оборонними, спрямованими на мінімізацію в національній економіці негативних наслідків економічних політик країн-партнерів, тому девальвацію тенге та білоруського рубля, відповідно, вважаємо захисною.

3.3. Оптимізація валютної політики України в умовах прояву неопротекціонізму в світовому господарстві

Проаналізувавши в попередніх питаннях роль валютної девальвації для економік, які її проводять, та світового господарства загалом, вважаємо за доцільне дослідити природу девальвації української гривні та надати рекомендації Національному банку України щодо оптимальної валютної політики.

Україна є малою відкритою імпортозалежною економікою, гривня – частково конвертована валюта, тому нах, а є лише реципієнтом зовнішніх подразників [129, с.181]. Експортноорієнтованими галузями вітчизняної економіки є, здебільшого, кілька видів важкої промисловості – металургія, вугільна промисловість, машинобудування, а також сільське господарство. Як свідчить аналіз, наведений у розділі 1, конкурентна девальвація для такої економіки мала би здійснюватись з ціллю посилення експортноорієнтованих галузей, але з огляду на високий ступінь залежності від ввезення з-за кордону паливно-енергетичних ресурсів, особливо газу, а також низький рівень довіри населення до національної валюти, ці заходи навряд чи мали би позитивний вплив на економіку.

Слід зазначити, що місце валютного курсу в трансмісійному механізмі монетарної політики України, як у більшості малих економік, що розвиваються, є вагомим. Національний банк України до відпущення гривні в плавання в лютому 2014 р. проводив девальвації шляхом оголошення її нового офіційного валютного курсу щодо долару США, тоді як інтервенції здебільшого використовувались якраз з ціллю утримання реального обмінного курсу на рівні зафіксованого.

Розпочнемо дослідження валютної політики України із аналізу валютного законодавства України. Отож, перш за все, відповідно до ст. 99 Конституції України основною функцією Національного банку є забезпечення стабільності грошової одиниці України [218]. При тому пріоритетним є утримання саме цінової стабільності в державі. Законом України “Про Національний банк України” на Нацбанк покладено функції реалізації валютної політики. Так, зокрема, Правління Нацбанку приймає рішення щодо визначення та здійснення валютної політики, валютного регулювання та управління золотовалютними резервами. Нацбанком визначається курс гривні та її конвертованість, здійснюється валютне регулювання та контроль, проводяться інтервенції на міжбанківському валютному ринку, про що банк звітує Президенту України, Кабміну та профільному комітету Верховної Ради [219].

Основи обігу іноземної валюти в Україні врегульовані Цивільним кодексом України [220], а діяльність суб’єктів у сфері зовнішньоекономічних відносин –

Господарським кодексом України – у ст. 14 ГКУ, ст. 44 ГКУ, ст. 189 ГКУ, ст. 386-388 ГКУ та ін. [36].

Важливим законодавчим актом у цій сфері є Декрет КМУ від 19.02.03 р. № 15-93 “Про систему валютного регулювання і валютного контролю”, який визначає загальні принципи валютного регулювання та режим здійснення валютних операцій на території України, права й обов’язки суб’єктів валютних відносин, повноваження державних органів і функції кредитно-фінансових установ України в регулюванні валютних операцій та ін. [221].

Окрім цього, законодавчою та виконавчою гілками влади було прийнято ряд інших законів України та нормативно-правових актів у даній сфері: Постанова Правління НБУ від 12.11.2003 р. № 496 “Про затвердження Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів” [222], Постанова Правління НБУ від 30.05.2007 р. №200 “Про затвердження Правил використання готівкової іноземної валюти на території України та внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України” [223], Постанова Правління НБУ від 12.11.2003 р. № 492 “Про затвердження Інструкції про порядок відкриття, використання і закриття рахунків у національній та іноземних валютах” [224], Закон України “Про режим іноземного інвестування” [225], Закон України “Про страхування” [226], Закон України “Про порядок здійснення розрахунків в іноземній валюті” [227], Постанова Правління НБУ “Про затвердження Інструкції про порядок здійснення контролю за експортними, імпортованими операціями” [228] та ін.

Зазначені вище нормативні акти є основою валютного законодавства України, і їх аналіз показав, що під час формування валютної політики держави домінує принцип обмеження використання іноземної валюти в господарському обігу. Особливо гостро зарегульованість вітчизняного валютного ринку стало відчутно в 2014-2015 рр. під час подолання наслідків економічної кризи, а також воєнного вторгнення Російської Федерації на територію України.

З огляду на історичну особливість державного устрою України, монетарна політика Національного банку часто використовувалась політиками як інструмент забезпечення власного рейтингу. Недовіра до національної валюти, яка залишилась

українцям у спадок ще з СРСР і поглибилась в роки становлення незалежної України спричинила до того, що курсова стабільність гривні щодо долара США завжди сприймалась українцями як мірило економічної стабільності, а, отже, і ефективності дій влади. Як наслідок, тривале популістичне утримання курсу без його коригування навіть з огляду на рівень інфляції спричиняло різку та суттєву девальвацію гривні, внаслідок якої купівельна спроможність населення зменшувалась в кілька разів за лічені дні.

З огляду на це, девальвація української гривні сприймається населенням вкрай негативно, адже здебільшого вона відбувається вимушено, без попередження і в пік кризи, задля подолання внутрішніх структурних проблем економіки, коли утримувати фіксований на попередньому рівні курс в Національного банку уже більше немає ресурсів.

До початку 2015 р. Національний банк девальвував гривню тричі: у 1998-2000 рр., у 2008-2009 рр. і в 2014-2015 рр., внаслідок чого її офіційна вартість щодо американського долара зменшилась більш, ніж в 8 разів, а вартість на чорному валютному ринку – майже в 10 разів (рис. 3.11).

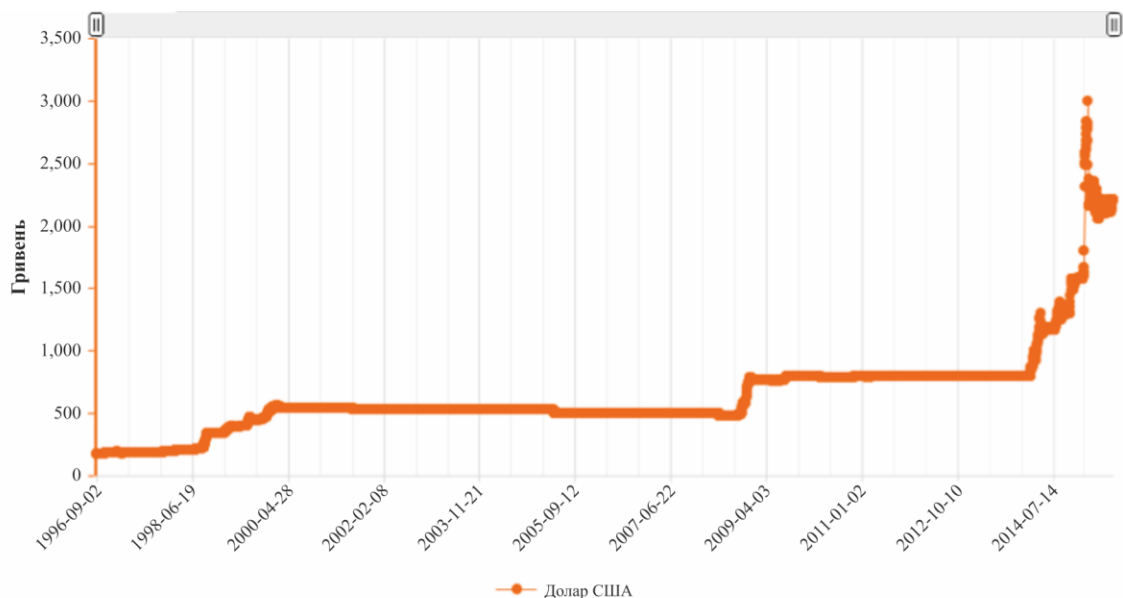


Рис. 3.11. Курс української гривні щодо долара США, 1996-2015 рр.

Джерело: статистичні дані Національного банку України [229].

Аналізуючи передумови та наслідки девальвацій гривні очевидно, що вони були вимушеними, спричиненими структурними проблемами національної економіки, а, отже, використовувались не з неопротекціоністськими цілями, а для стабілізації внутрішньоекономічних процесів, для вимушеного вирівнювання курсу

гривні щодо долара США до ринкового рівня через відсутність резервних ресурсів продовжувати підтримувати її завищений рівень. Використання цього механізму мало як позитивний, так і негативний вплив на національну економіку та становище України на світовому ринку зокрема. На основі цього дослідження спрогнозуємо наслідки третьої девальвації для економіки України.

Одразу після введення в обіг, курс гривні було зафіксовано на рівні 1,8 грн. за 1 дол. США. Станом на початок 1997 р. шляхом купівлі іноземної валюти від експортерів та залучення на ринок цінних паперів, зокрема ОВДП, коштів нерезидентів, яких приваблював високий рівень відсоткової ставки, Національний банк мобілізував золотовалютні резерви обсягом 2,36 млрд. дол. США [230, с. 146], завдяки чому отримав можливість підтримувати стабільний курс гривні. Ціллю стабілізації курсу на такому високому рівні було, на нашу думку, як отримання кредитів від МВФ, Світового банку, так і приваблення ще більшої кількості іноземних інвесторів.

Слід зазначити, що нерозвиненість фінансового ринку України, а також стурбованість щодо стабільності економік країн, які розвиваються, зумовлена валютною кризою у країнах Південно-Східної Азії в 1997 р., спричинили відтік спекулятивного капіталу нерезидентів. Виплати за ОВДП, дохідність яких задля утримання іноземних інвесторів досягала до 80% річних, були забезпечені як державними міжнародними резервами, так і іноземною валютою, купленою на валютному ринку, що, в свою чергу, піднімало попит на неї [231, с.18].

Разом з малоефективними бюджетними та структурними реформами, які проводились в країні, це призвело до зменшення золотовалютних резервів НБУ майже в 3 рази – з 2358,8 млн. дол. США на 1 січень 1998 р. до 792,9 млн. дол. США на 1 січень 1999 р. і, як наслідок, Національний банк не міг більше утримувати курс гривні щодо долара США та зафіксованому раніше рівні і був змушений провести її девальвацію. У 1998 р. національна валюта знецінилася на 80%, а в 1999 р. – ще на 52%. Станом на початок 2000 р. 1 дол. США коштував уже 5,35 грн [229]. Девальвація гривні спричинила різке зменшення купівельної спроможності населення України, а також знизила доступ українців до імпорتنих благ. Вплив девальвації гривні на економіку видно із аналізу платіжного балансу

України: у 1998 р. рахунок поточних операцій мав від'ємне сальдо, і становив 1,29 млрд. дол. США, а в 2002 р. сальдо рахунку уже стало додатним і досягло рівня 3,17 млрд. дол. США, тобто 7,7% ВВП [232, с. 10].

Як видно із аналізу динаміки сальдо рахунку поточних операцій, девальвація гривні не принесла очікуваних результатів, а саме різкого зростання українського експорту, який у 1999 р. зменшився на 563 млн.дол. США в порівнянні з 1998 р., а з 1999 р. розпочав повільне зростання [233, с.135]. Це спричинене сповільненням виробництва в головних торговельних партнерах України, що призвело до зниження попиту на українську експортовану продукцію, а також вжиттям торговельними партнерами захисних заходів щодо українських товарів. Досягти найвищого за попередні 5 років показника сальдо торговельного балансу вдалось лише в 2002 р. завдяки зростанню експорту зернових майже вдвічі через несприятливі погодні умови в Європі, збільшенню поставок металу до країн Азії та Африки та зростанню експорту продукції паливно-енергетичного комплексу та машинобудівної промисловості [232, с. 3]. Окрім цього, до 2002 р. вдалось також зменшити темпи зростання обсягів імпорту, що було зумовлено, зокрема, зменшенням енергоємності української економіки, а також зміною структури внутрішнього попиту [232, с. 5].

Втім, навіть повільне збільшення експорту спричинило, відповідно, зростання прибутків від нього, що дало змогу експортерам посилити інвестиційну діяльність. Окрім цього, зростання девальваційного мита вплинуло на розвиток імпортозаміщувальних галузей промисловості – до прикладу, в 2000 р. приріст виробництва легкої промисловості становив 39%, а харчової – 26,1% [234].

Вплив девальвації гривні на рахунок операцій з капіталом та фінансових операцій очевидний: при 1,4 млрд. дол. США у 1997 р., до 2002 р. сальдо зменшилось до -1,05 млрд. дол. США. Обсяг прямих інвестицій за цей період коливався в межах 500-750 млн. дол. США, тоді як показник вкладень у вітчизняні цінні папери впав з 0,58 млрд. дол. США у 1997 р. до -1,7 млрд. дол. США у 2002 р., з чого робимо висновок, що іноземці, окрім тих, які брали участі в формуванні акціонерного капіталу вітчизняних підприємств, продовжили виведення свого

капіталу з української економіки у пошуках більш прибуткових проектів або ж більш стабільних економік [232, с. 10].

З березня 2000 р. курс було встановлено на рівні 5,43 грн. за 1 дол. США, на якому він з невеликим коригуванням в сторону зменшення був утриманий Національним банком до 2008 р. [229]. Важливо зауважити, що впродовж усього цього періоду валютний курс не було скориговано відповідно до рівня інфляції обох валют, чим уже було закладено бомбу сповільненої дії. Індекс інфляції гривні станом на січень 2008 р. становив 228% щодо січня 2000 р. [235], а індекс інфляції долара США за аналогічний період становив 125% [109], таким чином в остаточному результаті щодо долара США гривня суттєво зривувалася.

ВВП України за 2002-2007 рр. у базових цінах без врахування інфляції ВВП України в цей період зріс на 82,8% [235]. З 2002 р. до 2005 р. сальдо рахунку поточних операцій було додатним, в 2004 р. досягло свого максимуму за цей період – 6,9 млрд. дол. США. Коефіцієнт покриття імпорту товарів експортом становив 104% у 2002 р., 102,2% у 2003 р., 112,6% у 2004 р., та 96,9% у 2005 р. [234]. Втім, уже в 2006-2007 рр. відбувся спад зовнішньоторговельного сальдо, яке вперше з 1999 р. було зафіксовано від'ємним. Незважаючи на те, що в 2006 р. обсяги експорту українських товарів та послуг збільшились на 13,2% в порівнянні із 2005 р., та обсяги імпорту зросли в більшій мірі - на 22,1% порівняно з попереднім роком [236, с. 3]. Інтенсивне нарощування імпорту в 2006 році в основному було зумовлене активізацією інвестиційного попиту, зростанням реальних доходів населення та розширенням обсягів споживчого кредитування, що призвело до підвищення попиту на товари довготривалого вжитку та легкові автомобілі, а також різким зростанням цін на енергоносії [236, с. 6]. В 2007 р. дефіцит поточного рахунку платіжного балансу поглибився до 5,9 млрд. дол. США із причин, аналогічних до 2006 р. – перевищення темпів зростання імпорту над темпами зростаннями експорту [237, с. 3].

Аналізуючи динаміку зовнішньої торгівлі України у 2002-2007 рр. та знаючи, що курс гривні штучно утримувався на рівні, вищому за ринковий, що спричинило подальшу обвальну девальвацію, припускаємо, що у 2002-04 рр. курс гривні рухався від заниженого до ринкового, тоді як у 2005-07 рр., він уже перевищив

ринковий та продовжував зростати, що спричинило переоцінку вітчизняної валюти.

У 2000-2008 рр. НБУ вдалось суттєво наростити міжнародні резерви – із 1,47 млрд. дол. США станом на 1 січня 2000 р. до 32,88 млрд. дол. США у січні 2008 р. [238, с. 70], за рахунок яких шляхом проведення інтервенцій якраз і утримувався курс гривні. В свою чергу, варто зауважити, що стабільна дорога валюта привабила притік прямих іноземних інвестицій, обсяг яких зріс із 489 млн. дол. США у 1999 р. [232, с. 10] до 9,22 млрд. дол. США у 2007 р. [237, с. 10]. За напрямками інвестування найпривабливішим для капіталовкладень був фінансовий сектор, що пояснюється головним чином купівлею нерезидентами українських банків, а також металургійна промисловість, оптова та роздрібна торгівля, будівництво, операції з нерухомим майном, харчова промисловість. Загальний обсяг накопичених прямих інвестицій в Україну станом на 31 грудня 2007 р. дорівнював 38,5 млрд. дол. США, з яких 90,9% припадало на акціонерний капітал [237, с. 7].

Восени 2008 р. глобальна фінансова криза, яка розпочалась у США, проявилась і в Україні. Основними факторами валютних дисбалансів, які відбулись в Україні у 2008-2009 рр., спричинених світовою фінансовою кризою, стали: поглиблення рецесії світової економіки; неконкурентоспроможність українських виробників-експортерів в умовах спаду світової кон'юнктури; неефективність використання залучених раніше міжнародних кредитів; зниження можливості вчасного погашення боргових зобов'язань, і, як наслідок, ускладнення процесу отримання нових кредитів; паніка на фондовому ринку та масове виведення іноземними інвесторами своїх коштів з України; високий рівень проникнення іноземного капіталу в банківський сектор України.

Як видно із описаних вище передумов, за майже 10 років після попередньої кризи, владі України не вдалось зробити правильних висновків, чим полегшити наслідки світової валютної кризи для країни.

Окрім цього, варто зауважити, що ситуацію ускладнило і те, що Україна на світовому ринку продовжила займати нішу експортера сировинної продукції – чорних і кольорових металів, продукції хімічної промисловості. Внаслідок фінансової кризи в сфері будівництва у багатьох країнах стався спад, попит на цю

продукцію різко впав, конкуренція між постачальниками посилилась. У 2008 р. було експортовано недорогоцінних металів та виробів із них на 27,59 млрд. дол. США, а у 2009 р. – лише на 12,81 млрд. дол. США, тобто експорт металів зменшився більше, ніж вдвічі. Експорт продукції хімічної промисловості та енергетичних матеріалів також скоротився вдвічі. Лише обсяг експорту зернових культур майже не змінився – у 2009 р. становив 96% від обсягу 2008 р., втім, порівнюючи зі зростанням, яке експортери зерна отримали у 2008 р. - 485% до показника 2007 р. також очевидне сповільнення зростання, спричинене кризою. Загалом обсяг експорту за 2009 р. знизився в порівнянні з аналогічним показником за 2008 р. на 40,7% [234].

Також, за 2008 рік заборгованість банківського сектору зросла на 8,5 млрд дол США (на 27,4%) і на 1 січня 2009 року становила 39,4 млрд дол США [239, с. 70], що свідчило про серйозну боргову яму, в яку попали вітчизняні банки. На нашу думку, саме відсутність достатніх ресурсів НБУ для підтримки стабільності національної валюти та банківської системи, а також для повернення боргових зобов'язань призвели до обвальної девальвації гривні.

Аналіз динаміки офіційного курсу НБУ гривні до долара США показує, що у період з жовтня 2008 р. до серпня 2009 р. гривня здевальвувала на 60%. Провівши валютних інтервенцій на 10 млрд. дол. США, НБУ вдалося із вересня 2009 р. стабілізувати курс гривні до долара США на рівні 7,9-8 грн. за 1 долар [229]. У зв'язку із серйозним падінням рівня експорту, а також із проведенням інтервенцій для стабілізації гривні, золотовалютні резерви Національного банку України зменшилися із 31,5 млрд. дол. США у 2008 р. до 26,5 млрд. дол. США у 2009 р., і це при тому, що 7 листопада 2008 р. Україна отримала позику МФВ у розмірі 3 млрд. СПЗ [240].

Після посткризової стабілізації економіки України Національний банк зафіксував курс гривні на рівні 7,92-7,99 грн. за 1 дол. США [229], чим знову фактично повторив помилку попередніх періодів, адже не коригував курс відповідно до темпу інфляції, який за цей період становив 25% [235].

У 2009 році внаслідок глобальної кризи відбулось суттєве скорочення експорту вітчизняних благ – на 36,6%, та імпорту – на 43,7%. Як наслідок, у цілому

за 2009 р. дефіцит рахунку поточних операцій зменшився – до 1,8 млрд. дол. США [241, с. 11]. В той же час, сальдо рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій у 2009 р. характеризувалось дефіцитом, що становив 11,9 млрд. дол. США, що було зумовлено, насамперед, погашенням накопичених в докризовий період боргів приватного і державного секторів економіки, а також значно нижчим, ніж в попередні роки, припливом прямих іноземних інвестицій – 4,7 млрд. дол. США проти 9-10 млрд. дол. США у 2007–2008 роках [241, с. 11].

У 2010 р. сальдо рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій стало позитивним і досягло 7,9 млрд дол США [241, с. 3]. Профіцит було забезпечено: припливом прямих іноземних інвестицій, залученнями державного сектору, а також залученнями реального сектору. Цей рік також відзначився дефіцитом рахунку поточних операцій, що досяг 2,9 млрд. дол. США, тобто 2,1% ВВП [241, с. 3]. Окрім цього, в цей період зріс і обсяг експорту: якщо у 2009 р. він становив 59,3% від обсягу експорту в 2008 р., то в 2010 р. цей показник уже був 129,6% в порівнянні з 2009 р., а в 2011 р. – 133% щодо 2010 р. [234].

Важливо зауважити, що наслідки девальвації української гривні, що проявляються через збільшення обсягів експорту, мають неоднозначне сприйняття у суспільстві. Причиною цього є те, що велика кількість компаній-експортерів України належать бізнесменам-олігархам, відповідно, преференції від здешевлення валюти отримують саме вони, а не загальностатистичні громадяни. Так, до прикладу, виробництво металургійної продукції проводиться холдингом «Метінвест», що належить колишньому народному депутату України, особі, наближеній до экс-президента В.Януковича Р.Ахметову, та ПАТ «ArcelorMittal Кривий Ріг», яка у 2005 р. була приватизована іноземною компанією «Mittal Steel Germany GmbH» [242]. Експортом українських труб займається компанія зятя экс-президента України Л.Кучми В.Пінчука - корпорація «Інтерпайп» [243]. ТзОВ «ДТЕК», що також належить вищезгаданому Р.Ахметову, експортує закордон вугілля. Один із найбільших експортерів зерна – ТзОВ «Кернел» - належить також колишньому народному депутату, члену «Партії Регіонів» А.Веревському [244].

Негативний вплив на економіку України девальвації проявився у наступних аспектах: знецінення заощаджень населення у гривнях, підрив довіри до

банківської системи та національної валюти призвели до бажання населення тримати заощадження вдома та в доларах, неможливість повернути кредити, отримані в банках, призвели до банкрутства тисяч підприємств та фізичних осіб, різке зменшення купівельної спроможності гривні призвело до скорочення споживання, особливо падіння попиту на споживчі блага довгострокового використання у зв'язку із подорожчанням та недоступністю кредитів, подорожчання газу та нафти, ціна яких фіксується у доларах США, і частка яких в імпорті України становить понад 30%.

У 2011-2012 рр. зведене сальдо платіжного балансу було від'ємним – 2,5 млрд. дол. США та 4,2 млрд. дол. США відповідно, і лише у 2013 р. сальдо стало стало профіцитним та досягло 2 млрд. дол. США [245, с. 12].

Впродовж трьох років платіжний баланс країни характеризувався від'ємним сальдо рахунку поточних операцій та позитивним сальдо рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій. Негативне сальдо рахунку поточних операцій було зумовлене як зростанням вартості та обсягів ввезених з-за кордону енергоносіїв, так і розширенням внутрішнього попиту, пов'язаним із реалізацією інвестиційних проектів в рамках підготовки до футбольного чемпіонату Євро-2012, оновленням основних фондів вітчизняних підприємств, а також із підвищенням реальної купівельної спроможності населення та збільшення попиту на імпорту продукцію. У 2012-2013 р. відбулись рецесійні процеси в країнах-торговельних партнерах України, зокрема країнах ЄС, що призвело також до скорочення темпів зростання експорту. В той же час, формування позитивного сальдо рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій було зумовлено залученням реальним сектором інвестиційних та боргових ресурсів, активною участю уряду в залученні інвестиційних коштів, скороченням обсягів готівкової валюти поза банками.

У 2014 р. зовнішньоекономічна діяльність України набула нових рис у зв'язку із окупацією Російською Федерацією АР Крим та частини Донецької і Луганської областей, підписанням Угоди про Асоціацію з ЄС, переходу до гнучкого курсоутворення гривні та подальшою стрімкою девальвацією української валюти щодо долара США та інших іноземних валют.

7 лютого 2014 р. гривню було відпущено у плавання, що майже одразу спричинило її падіння щодо долара США, яке продовжилось до серпня 2015 р., коли гривню було стабілізовано на рівні 22,09 за 1 дол. США (рис. 3.12). Втім, на «чорному ринку» курс гривні був нижчим - майже 24 грн. за 1 дол. США [229].

2014-2015 рр. відзначились і посиленням валютного контролю. Так, зокрема, постановами Правління НБУ було обмежено продаж готівкової іноземної валюти, а також видачу готівкової іноземної валюти або банківських металів з поточних і депозитних рахунків одній фізичній особі протягом одного операційного дня, введено норму обов'язкового продажу валютних коштів, отриманих із-за кордону на адресу юридичних осіб, фізичних осіб - підприємців, на рахунки резидентів, відкриті закордоном - в розмірі 75% від суми надходження коштів та ін. [246].



Рис. 3.12. Курс валюти гривні щодо долара США у 2014-15 рр.

Джерело: статистичні дані Національного банку України [229].

Змінилась у 2014-2015 рр. географічна структура зовнішньої торгівлі України, основними характеристиками якої стало зменшення частки Російської Федерації. На нашу думку, така зміна зумовлена не зміною вартості української гривні, а геополітичними чинниками.

Частка торгівлі із Російською Федерацією в зовнішній торгівлі України була завжди високою, хоч з 2010 р. імпорт, а з 2012 р. експорт падають (таблиця 3.10). У 2014 р. відбулося найбільше падіння. Таке зниження зовнішньоторговельного обороту України із Росією пояснювалось до відкритого вторгнення військ

останньої в Крим та східні області України небажанням Росії торгувати з країною, що лібералізувала свої торговельні відносини з ЄС.

Таблиця 3.10.

Показники торгівлі України із Російською Федерацією

Рік	Частка експорту в Російську Федерацію із України в загальному обсязі експорту, %	Частка імпорту із Російської Федерації в Україну в загальному обсязі імпорту, %
2002	17,7	36,12
2003	18,6	37,53
2004	17,99	40,7
2005	21,84	35,52
2006	22,54	30,6
2007	25,7	27,74
2008	23,5	22,69
2009	21,39	29,12
2010	26,11	36,53
2011	28,96	35,26
2012	25,62	32,38
2013	23,78	30,18
2014	18,17	23,33
I півріччя 2015 р.	12,5	16,55

Джерело: дані Державної служби статистики України [234].

Втім, очевидно, що це були маніпуляції задля утримання України у своїй зоні впливу та подальшого її включення до Митного Союзу – до прикладу, Сербія на момент підписання угоди про ЗВТ з ЄС мала укладені двосторонні угоди про вільну торгівлю з Російською Федерацією, Казахстаном та Білоруссю. І ці країни не тільки не відмовилися від цих угод, але й підтвердили їх, коли формувався Митний союз [247, с. 12].

Що стосується торгівлі з ЄС, то в 2014 р. він став головним торговельним партнером України: на нього припало 32% обсягу українського експорту, а європейські товари становили 39% обсягу українського імпорту [234]. На фоні загального скорочення обсягів торгівлі, експорт до країн ЄС у 2014 р. зріс на 2%, зростання відбулось майже до всіх країн ЄС: Нідерланди - 7%, Італія - 5%, Польща - 4%, Німеччина - 1%, інші країни - 2%. Скорочення вітчизняного експорту відбулось лише до Франції та Угорщини [247, с. 12].

Для покращення якості українських товарів, на виконання Угоди про Асоціацію, а також для подолання технічних бар'єрів, державою проводиться адаптація вітчизняного законодавства до європейських стандартів. З початку 2014

р. Верховною Радою України прийнято Закони України «Про стандартизацію» [248] і «Про метрологію та метрологічну діяльність» [249], що заклали основу подолання технічних бар'єрів для торгівлі. Окрім цього, у січні 2015 р. Верховною Радою України було прийнято проект закону «Про технічні регламенти та оцінку відповідності», яким встановлено єдині правові й організаційні засади розроблення, прийняття та застосування технічних регламентів і процедур оцінки відповідності. Цим законом забезпечено у майбутньому можливість здійснення в Україні випробувань та отримання сертифікатів, які будуть визнаватися в ЄС, що зменшить витрати бізнесу, який наразі змушений отримувати такі документи в установах європейських країн [250]. Окрім цього, на виконання Угоди про Асоціацію було прийнято важливий закон в галузі енергетики «Про ринок природного газу» [251], а також внесено ряд змін у діючі закони задля забезпечення прозорості видобувних галузей, зокрема в частині опублікування інформації про результати діяльності компаній, які працюють в цих галузях, кошти, сплачені ними до бюджету, ліцензії, якими вони володіють та ін.

Загалом, у I півріччі 2015 р. вдалось досягти профіциту зовнішньої торгівлі товарами, який досяг 1,25 млрд. дол. США. Втім, такий показник було досягнуто не за рахунок збільшення обсягів експорту, до якого могла би спричинити девальвація гривні, але за рахунок зниження імпорту, обсяг якого становив 61,5% до обсягу за аналогічний період 2014 р. Так, зокрема, суттєво скоротився обсяг імпорту газу за цей період – до 53,8% обсягу за аналогічний період 2014 р.; на меншу частку, проте теж знизився обсяг імпорту продукції хімічної промисловості – 70,4% обсягу імпорту за I півріччя 2014 р. і машин – 61,1% обсягу імпорту за аналогічний період 2014 р. [234].

Обсяг експорту за I півріччя 2015 р. також зменшився і досяг лише 65% обсягу експорту за аналогічний період 2014 р. Впали обсяги реалізації продукції закордоном експортноорієнтованих галузей України: обсяги експорту мінеральних продуктів досягли 44,5% обсягу I півріччя 2014 р., тоді як хімічної промисловості – 67,9%, чорних металів – 55,4%, та машин – 60,8% [234].

Золотовалютні резерви України до 2015 р. суттєво знизились. Якщо у 2010 р. міжнародні резерви становили 34,6 млрд. дол. США, то станом на 1 січня 2015 р.

вони впали аж до 7,553 млрд. дол. США [252] – більш, ніж в 4,5 рази за 5 років. На нашу думку, таке різке падіння резервів пояснюється вкрай неефективним управлінням державними фінансами. У 2012-2013 рр. золотовалютні резерви НБУ використовувались для утримання штучно стабільного курсу гривні щодо долара США, здебільшого з політичних міркувань, адже для загальностатистичного українця курс гривні є одним із найсуттєвіших показників стабільності економіки, а в кінці 2012 р. відбувались вибори до Верховної Ради України. Окрім цього, близько чверті резервів станом на кінець 2012 р. були сформовані за рахунок кредитів МВФ, СБ та інших фінансових структур. Як наслідок, виплата боргів в іноземній валюті міжнародним структурам, а також за імпорт газу Україною - у січні-серпні 2012 р. за газ було оплачено 7,119 млрд. дол. США [253] здійснювалась саме за рахунок власних золотовалютних резервів.

Варто зауважити, що впродовж 2014 р. в уряді України та НБУ були досить вузькі можливості для того, аби рефінансувати або реструктуризувати борги міжнародним фінансовим інституціям, оскільки через війну, зuboжіння та недовіру до України приватні інвестори не купували валютних ОВДП, а міжнародні організації висувають перш за все жорсткі вимоги до проведення структурних реформ в країні перед наданням фінансової допомоги. Таким чином, станом на 1 січня 2015 р. міжнародні резерви практично оновили 11-річний рекордний мінімум після обвалення до 7,634 млрд. дол. у лютому 2004 року. Нацбанк пояснив зниження резервів перерахуванням платежів НАК «Нафтогаз України» за імпортований природний газ, погашенням та обслуговуванням валютного державного боргу, включаючи Міжнародний валютний фонд, а також проведенням інтервенцій на міжбанківському валютному ринку на підтримку гривні [252].

11 березня 2015 р. Україна підписала меморандум із МВФ, згідно з яким кредитор розпочав програму Extended Fund Facility, спрямовану на забезпечення фінансової стабільності в Україні, із обсягом фінансування 17,5 млрд. дол. США [254]. Відповідно до зазначеної програми 13 березня 2015 р. Національний банк отримав перший транш на суму близько 5 млрд. доларів США, які було спрямовано на зміцнення міжнародних резервів [255]. Отримання регулятором кредитних коштів для підтримки гривні позитивно відзначилось на її динаміці та

стабілізувало курс вітчизняної валюти, який 26 лютого досяг історичного мінімуму – 30,01 грн. за долар США, на рівні в межах 21-23,5 грн. за 1 дол. США [229]. НБУ планує до кінця 2015 р. за допомогою кредитних коштів від МВФ збільшити золотовалютні резерви України до 17 млрд. доларів США [255], обсяг яких у липні 2015 р. зріс – до 10,38 млрд. дол. США [256]. Окрім цього, у серпні 2015 р. Україна отримала другий транш кредиту від МВФ у розмірі 1,7 млрд. дол. США, який також було витрачено на поповнення золотовалютних резервів країни [257].

Однією із вимог кредитора є забезпечення вільного курсоутворення гривні. Проаналізуємо вплив гнучкого курсоутворення, що діє в Україні з 7 лютого 2014 р., на вітчизняну економіку.

Платіжний баланс України за 2013 р. становив 2,02 млрд. дол. США, баланс поточного рахунку -16,48 млрд дол. США, а рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій 18,5 млрд дол. США [245, с. 5]. Дефіцит торговельного балансу було покрито припливом інвестицій з-за кордону та залученнями за цінними паперами уряду, що свідчить про переоцінену валюту, яка є привабливим дорогим активом, але не сприяє розвитку вітчизняного експорту.

Підтверджує штучне та неефективне утримання НБУ фіксованого курсу до початку 2014 р. і спад обсягу золотовалютних резервів, які станом на 1 січня 2014 р. становили 20,41 млрд дол. США при 35,14 млрд дол. США у січні 2011 р. [256].

З кінця 2009 р. і до початку 2014 р. курс гривні було зафіксовано в межах 7,98-8,02 грн. за дол. США. В день переходу до гнучкого курсоутворення гривня здевальвувала до 8,7 за 1 дол., після чого продовжувала втрачати вартість. Загалом, гривня подешевшала в 2,9 разів станом на 20 березня 2015 р. [229].

Причинами такої нестабільності валютного ринку, на нашу думку, стали: безконтрольне рефінансування комерційних банків, на яке у 2014 р. було витрачено 222,3 млрд. грн. [258]; відсутність комунікації та роз'яснення Нацбанком власних дій і тенденцій на валютному ринку, внаслідок чого в населення та бізнесу виникли панічні настрої; скорочення міжнародних резервів майже втричі – до 7,53 млрд. дол. США станом на 1 січня 2015 р. [256]; політичні чинники, а саме – анексія Кримського півострова та військова агресія Російської Федерації на Сході, що погіршило умови ведення як місцевого бізнесу, що

опинився на анексованій території і в зоні бойових дій, так і бізнесу, залежного від нього [259, с. 23].

Велика частка підприємств, які постраждали в Донецькій та Луганській областях, працюють в експортноорієнтованих галузях – вугільній промисловості та металургії. Саме тому обсяги експорту країни впали у 2014 р. на 13,5% - до 53,9 млрд. дол. США [234], навіть незважаючи на здешевлення. Загальні обсяги імпорту знизились ще більше, ніж обсяги експорту – на 28,3% в порівнянні із 2013 р. [234], здебільшого через падіння купівельної спроможності населення та, відповідно, зменшення внутрішнього попиту. Обсяг імпорту із Російської Федерації зменшився навіть більшою мірою ще й з політичних мотивів та патріотичних міркувань населення – на 45,1% [234].

У 2014 р. і поточний рахунок, і рахунок операцій з капіталом та фінансових операцій були дефіцитними через: військові дії, політичну нестабільність, ускладнення можливостей залучити як інвестиційні, так і кредитні кошти і бізнесом, і урядом, а також стрімку девальвацію гривні та втрата нею привабливості як активу для вкладення коштів. Натомість уже в I півріччі 2015 р. уряду вдалось стабілізувати ситуацію та скоротити дефіцит поточного рахунку і навіть досягти профіциту рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій. Дефіцит поточного рахунку в I кварталі 2015 р. становив 473 млн. дол. США, або 2,7% від ВВП, що на 1 млрд. дол. США менше ніж у I кварталі минулого року [260, с. 1]. Утворився також п з капіталом на рівні 247 млн. дол. США, у т. ч. за рахунок прощення боргу банківського сектору, і фінансового рахунку – на рівні 1,7 млрд. дол. США, що сформувався головним чином унаслідок скорочення зовнішніх зобов'язань приватного сектору [260, с. 2].

На поглиблення девальвації гривні у 2014-2015 рр. мають вплив і інші фактори, серед яких неефективний енергетичний сектор, на покриття боргів якого йде велика частка наявної готівкової валюти, а також спекулятивна діяльність на «чорному валютному ринку».

Побудуємо модель, на основі якої дослідимо вплив різних макроекономічних показників України на її торговельний баланс. Вихідні дані для побудови даної моделі подано в таблиці С.1 додатку С.

Модель для України має наступну теоретичну специфікацію:

$$(TB)Y = c \pm (EXCH)X_1 \pm (NFA)X_2 \pm (FDI)X_3 \pm (GDP)X_4 \pm (INFL)X_5 \pm (UNEMPL)X_6 \quad (3.3)$$

де Y – сальдо торговельного балансу України;

X_1 – динаміка курсу гривні до долару США;

X_2 – об'єми золотовалютних резервів України;

X_3 – динаміка прямих іноземних інвестицій до України, млн. дол. США;

X_4 – динаміка ВВП України;

X_5 – рівень інфляції в Україні, %

X_6 – динаміка рівня безробіття в Україні;

c – константа.

Для виявлення стаціонарності (одиночного кореня) в часових рядах моделі для України, нами застосований тест Філіпса-Перрона, результати представлені в табл. 3.11.

Таблиця 3.11.
Перевірка часових рядів на стаціонарність моделі для України

Phillips-Perron test							
	NFA	EXCH	TB	FDI	GDP	INFL	UNEMPL
c	-	-	-	-	-	-	-
ct	-	-	-	-	-	-	-
c - diff	**	-	***	***	*	-	*
ct - diff	**	-	***	***	*	-	*
*p < 0.10; ** p < 0.05; *** p < 0.01;							

Джерело: Розраховано автором в пакеті EViews 8.

Варто зауважити, що неможливість привести ряди навіть до перших різниць свідчить про важкість прогнозування і оцінювання макроекономічних процесів в Україні. То ж оскільки всі фактори моделі не можна привести до стаціонарності, нами запропоноване використання коінтеграції – проведено тест Джохансена для даної моделі (додаток Т). Він виявив наявність довгострокового коінтеграційного зв'язку для всіх факторів моделі. Результати тесту Джохансена визначили, що такі фактори як NFA, EXCH, TB, FDI містять ознаки коінтеграції.

Результати оцінки коінтеграційної регресійної моделі представлені в табл. 3.12.

Таблиця 3.12.

Коінтеграційна регресійна статистика

Торговельний баланс	
Змінні	Регресори
EXCH	-0.071 (-0.0706)
FDI	-0.632055*** (-2.28)
GDP	-0.033*** (-4.17)
INF	0.03 (0.17)
NFA	-0.32** (-3.36)
UNEMPL	2.48** (3.24)
C	-5,62 (-0,013)
R ²	0,94
DW	2,22

Note: ***, **, * значущість на 1%, 5%, 10% рівні відповідно
t-statistic (в дужках), Δ – оператор перших різниць

Джерело: Розраховано автором в пакеті EViews 8.

Саме наявність одиничного кореню визначає метод оцінки регресійної моделі. Отримана модель також не містить автокореляції, що підтверджується Q-тестом, який представлений на рис. 3.13.

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*	
		1	-0.186	-0.186	0.5282	0.467
		2	-0.496	-0.550	4.6694	0.097
		3	0.135	-0.164	5.0093	0.171
		4	0.034	-0.369	5.0340	0.284
		5	-0.056	-0.266	5.1105	0.403
		6	0.089	-0.249	5.3313	0.502
		7	0.101	-0.059	5.6770	0.578
		8	-0.211	-0.325	7.5547	0.478
		9	0.049	-0.076	7.6893	0.566
		10	0.089	-0.256	8.3583	0.594
		11	-0.047	-0.091	8.7362	0.646

Рис.3.13. Q-статистика на перевірку автокореляції

Джерело: Розраховано автором в пакеті EViews 8.

Нами було застосовано тест Вальда, який використовується для перевірки обмежень на параметри статистичних моделей, оцінених на основі вибірових даних.

Отримана модель виявилася надійною, коректною та такою, що не містить автокореляції залишків.

Таблиця 3.13.

Результати Тесту Вальда

Null Hypothesis: C(1)=0, C(2)=0, C(3)=0		
Null Hypothesis Summary:		
Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(1)	-0.719812	0.641884
C(2)	0.390743	0.605812
C(3)	-0.469276	0.128335

Джерело: Розраховано автором в пакеті EViews 8.

Отримані результати дозволяють надати наступну економічну інтерпретацію впливу факторних ознак на торговельний баланс України: залежність між зміною валютного курсу та сальдо торговельного балансу є, як і у випадку КНР, оберненою, тобто сальдо збільшується при ревальвації, а зменшується при девальвації. В той же час, природа такого взаємозв'язку є відмінною від Китаю, і пояснюється тим, що Україна є малою імпортозалежною економікою, а, отже, валютна девальвація хоч і покращує позиції вітчизняних експортерів на міжнародних ринках, але негативний вплив на населення, суб'єктів підприємницької діяльності та особливо імпортерів, що в кінцевому результаті спричиняє негативне сальдо торговельного балансу. Окрім цього, слабкий вплив девальвації на конкурентні позиції вітчизняних виробників пояснюється, на нашу думку, ще й тим, що експортоорієнтовані галузі України спеціалізуються на виробництві сировинної продукції, залежної від кон'юнктури світових ринків. Девальвація гривні у 2008-2009 рр. припала на період світової рецесії, через що попит на українські, хай навіть здешевлені товари впав, тоді як у 2014-2015 рр. велика частина території, де розташовані підприємства експортоорієнтованих галузей, є окупованою проросійськими терористами та російськими військами, підприємства є або знищеними, або функціонують на бойовиків, а повільний розвиток газозаміщення не дозволив Україні цілком відмовитись від імпортованого з Росії газу. Разом із тим цьому фактору бракує статичної значущості.

В той же час, модель показує, що ряд інших важливих показників, серед яких приплив прямих іноземних інвестицій до України, зростання ВВП, а також зростання обсягу золотовалютних резервів країни мають негативний статистичний вплив на сальдо зовнішньоторговельного балансу. На нашу думку, оберний зв'язок

між золотовалютними резервами та торговельним балансом може пояснюватись тим, що одне із найбільших джерел поповнення резервів України тривалий час були міжнародні кредити, тому виникла ситуація, коли навіть при негативному зовнішньоторговельному обороті золотовалютні резерви продовжували зростати, і навпаки. Інтерпретувати обернений зв'язок між інвестиціями та торговельним балансом можна через пояснення, що велика частина іноземних інвестицій вкладалась у структури фінансового ринку та банківські інституції, а не в реальний сектор, через що не мала прямого впливу на зростання сальдо торговельного балансу.

В той же час, варто ще раз наголосити, що дана модель свідчить про велику складність оцінювання макроекономічних процесів в Україні, їх непередбачуваність, та, як наслідок, важкість формування будь-яких прогнозів.

На основі результатів дослідження, викладених у розділах 1 та 2 даної роботи визначаємо, що оптимальна модель валютної політики, на нашу думку, повинна включати такі компоненти:

1. Режим валютного курсу. Фіксований курс гривні довів свою неспроможність під час подолання наслідків глобальної економічної кризи, коли внутрішні шоки США передались в Україну, і гривня здевальвувала не лише у відношенні до інших валют, щодо яких подешевшав долар, але і щодо нього також.

Тому, на нашу думку, оптимальним режимом для гривні на сьогодні буде гнучке регульоване курсоутворення гривні, яке одночасно буде враховувати зміну рівня інфляції гривні та іноземних валют, і все ж зможе бути скореговане Нацбанком у випадку спекулятивних атак на вітчизняний валютний ринок. Завдяки введенню таких заходів вдасться уникнути в майбутньому шоків девальвації зі зниженням вартості гривні в два та більше разів та валютних спекуляцій, при яких курс долара США на чорному ринку на 15-20% вищий за офіційний курс. Після подолання кризових явищ та проведення комплексних секторальних економічних реформ найоптимальнішим режимом валютного курсу буде плаваючий.

2. Валютна інтервенція. Відповідно до чинного законодавства України, золотовалютні резерви - резерви України, відображені у балансі НБУ, що

включають в себе активи, визнані світовим співтовариством як міжнародні і призначені для міжнародних розрахунків. Накопичення, зберігання та здійснення операцій з ними та банківськими металами здійснюється Нацбанком [219]. З огляду на це вважаємо доречним, щоб використання золотовалютних резервів та проведення валютних інтервенцій не політизувались, а вживались керівництвом НБУ тільки зважено та відповідально, коли цього вимагають ринкові умови. Вважаємо за необхідне після подолання кризових явищ Нацбанку відновити обсяг золотовалютних резервів НБУ та утримувати його на рівні щонайменше 6-7 місяців імпорту, що стане гарантією економічної безпеки країни. Цей обсяг має бути доторканим лише у випадку надзвичайних ситуацій.

3. Конкурентна девальвація. Беручи до уваги імпортозалежність України та висновки вищенаведеного дослідження, переваг проведення конкурентної девальвації для країни буде небагато, враховуючи, що велика частина виробництв експортноорієнтованих галузей – підприємств металургійної, вугільної промисловості – розташовувались на Сході України і або були знищені внаслідок агресії РФ на території України або знаходяться на захопленій бойовиками території, і навряд чи будуть відновлені або повернуті впродовж найближчих років. Окрім цього, варто зауважити, що Україна спеціалізується на сировинному експорті, а після глобальної економічної кризи кон'юнктура світового ринку не є сприятлива для торгівлі цими видами товарів.

Окрім цього, без проведення комплексних реформ, девальвація гривні не принесе Україні належних конкурентних переваг, натомість спричинить відтік іноземних інвестицій, що підтверджується досвідом 2008-2009 рр. та 2014-2015 рр. Додатково матимуть місце такі ризики, як зменшення довіри до національної валюти та зростання попиту на іноземну, більш стабільну, а також різке зниження купівельної спроможності населення.

Таким чином, девальвація гривні зможе набувати форму конкурентної лише у випадку виконання наступних умов:

- реформування імпортозалежних галузей економіки України, перш за все енергетичного сектору шляхом проведення реформи НАК “Нафтогаз Україна”, а

також диверсифікації поставок природного газу до України. Окрім цього, особливу увагу варто приділити скороченню споживання газу шляхом стимулювання енергозбереження та комплексної термомодернізації багатоквартирних будинків;

- розвиток вітчизняних конкурентоспроможних галузей, серед яких сфера інформаційних технологій, легка промисловість, а також сільське господарство;
- розвиток інфраструктури вітчизняного фінансового сектору;
- популяризація споживання вітчизняної продукції;
- забезпечення вільного імпорту високих технологій до України;
- переорієнтація товарної структури експорту країни із сировини на готову продукцію шляхом максимального сприяння залученню інвестицій у ці галузі.

4. Диверсифікація золотовалютних резервів. Цей захід є необхідним з точки зору можливої експансії великими економіками малих, а також неспроможності єдиної валюти - долара США забезпечити стабільність світової фінансової системи. Окрім цього, надання юаню статусу резервної валюти також є знаком, що найближчим часом Україні треба буде переглядати структуру власних резервів.

5. Організаційні заходи. Важливим заходом, який є наразі слабким як загалом в урядовій політиці, так і у валютній політиці, зокрема, але обов'язково має бути посиленим, є комунікація із населенням та роз'яснення дій, які вживаються регулятором щодо забезпечення курсової стабільності гривні. Відсутність належного діалогу підігрує скептичні настрої, підриває і без того слабку довіру до національної валюти та сприяє спекулятивним атакам.

Нацбанк повинен бути інформаційно відкритим, тобто публікувати інформацію як щодо позитивних, так і негативних рішень та показників, які впливають на макроекономічну ситуацію в країні. Зокрема вітчизняний науковець О. Береславська визначає такі канали комунікацій центрального банку із суспільством: публікації спеціальних звітів з окремих аспектів діяльності (про інфляцію, грошово-кредитну та валютну політики, фінансову стабільність тощо); публікації протоколів засідань органів управління центральних банків та/або результатів голосування їхніх членів; публікації статистичних даних, які формуються центральними банками; публікації наукових досліджень, які

проводяться центральними банками; виступи керівництва центральних банків із доповідями та повідомленнями перед суспільством; проведення прес-конференцій (у тому числі через мережу Інтернет); розповсюдження прес-релізів та іншої інформації за допомогою засобів масової інформації; інтерв'ю керівництва центральних банків, проведені журналістами [261, с. 51]. Ми переконані, що дані інструменти Нацбанк повинен старатись використовувати регулярно у своїй роботі.

6. Адміністративні заходи. В арсеналі Нацбанку зараз є багато заходів валютних обмежень: обов'язковий продаж валютної виручки експортерами; обмеження суми валютних переказів закордон; обмеження продажу готівкової валюти населенню; обмеження видачі готівки у банкоматах та касах банку; заборона на видачу валюти готівкою за платіжними картками – лише в гривнях; заборона на виведення закордон дивідендів у валюті та ін. Очевидно, що ці заходи є вимушеними, то ж вони можуть використовуватись лише чітко визначений перехідний антикризовий період – до стабілізації внутрішнього валютного ринку, але в жодному разі не на постійні основи, адже це обмежує ринкове курсоутворення.

Окрім цього, вважаємо, що для подолання Україною економічної кризи 2014-2015 рр. валютна політика повинна бути доповнена наступними загальноекономічними та політичними заходами:

1. Забезпечення передбачуваності і зрозумілості економічної політики держави, поліпшення внутрішньополітичної ситуації в країні. Вдосконалення законодавчої бази, що унеможливить фактор непередбачуваності в українській економіці, встановить прийнятні чіткі правила гри для економічних суб'єктів, сприятиме виходу бізнесу “із тіні” та притоку іноземних інвестицій, відтак матиме позитивний вплив на платіжний баланс держави.

2. Покращення інвестиційного клімату України, завдяки чому акцент у структурі надходжень іноземної валюти переміститься із кредитів та зобов'язань на інвестиції. Сприяння діяльності іноземних інвесторів, покращення інфраструктури

фінансового ринку та заохочення до конкурентної поведінки українських інвесторів з іноземними.

3. Стимулювання вітчизняного промислового виробництва, його інтенсифікація. Заохочення до споживання вітчизняної продукції. Розвиток імпортозаміщувальних галузей. Переорієнтація товарної структури експорту країни із сировини на готову продукцію шляхом максимального сприяння залученню інвестицій саме в галузі виготовлення готової продукції задля підвищення конкурентоспроможності вітчизняних товарів. Збільшення обсягів експорту для покращення стану торговельного балансу.

4. Зміна типової географічної структури експорту України із країн СНД на країни ЄС. Продовження гармонізації українського законодавства до вимог та стандартів Європейського Союзу задля виходу українських виробників та європейський ринок.

5. Вільний імпорт високих технологій.

6. Комплексна реформа енергетичної галузі як найбільш імпортозалежної, пошук альтернативних постачальників природного газу, а також сприяння використанню альтернативного палива у виробництві та при наданні комунальних послуг задля зниження газової залежності України від Росії.

7. Жорсткий контроль за вивозом українського капіталу в оффшорні зони, повернення раніше вкрадених та виведених закордон активів та коштів. Забезпечення антикорупційного контролю за використанням коштів, отриманих Україною у формі технічної допомоги країні та кредитів від міжнародних структур.

8. Виконання урядом зобов'язань перед зовнішніми кредиторами: вкладення залучених коштів у розвиток економіки, особливо наукомістких галузей, сприяння залученню іноземних інвестицій. Подолання урядом боргової ями, при якій кожен попередній кредит від міжнародної інституції покривається за рахунок наступного.

На основі вищенаведеного дослідження можемо зробити такі висновки:

1) Очевидно, що валютна політика держави тривалий час використовувалась владою незалежно від правлячих політичних партій як інструмент забезпечення свого політичного рейтингу, а не задля досягнення макроекономічної стабільності.

Штучне тривале утримування курсу гривні щодо долара США без коригувань під дією ринкових чинників спричиняло до обвальної втрати вартості української валюти, внаслідок якої купівельна спроможність населення різко падала, громадяни втрачали власні заощадження та бідніли, а стрімко зростаючий попит на іноземну валюту тільки ще більше підсилював девальваційний тиск.

2) Із аналізу обох пост-девальваційних періодів – 2000-08 та 2010-13 рр. – видно, що знецінення національної валюти не обов'язково і не одразу спричиняє зростання експорту товарів, адже продукція, на якій спеціалізуються українські експортери, є сировинною, а, отже, є дуже залежною від кон'юнктури на світовому ринку: у випадку кризових явищ у світовій економіці попит на неї різко падає.

3) В той же час нами було виявлено тенденцію, що чим більше часу проходить після моменту, коли курс гривні щодо долара США зафіксовано на новому рівні, тим більше зростає приплив іноземних інвестицій в економіку. Це підтверджує припущення про переоцінку валюти та підвищення її привабливості серед іноземних інвесторів. Втім, під час кризових явищ та девальвації гривні із національної економіки відбувається величезний відтік капіталу – інвестори виводять свої кошти в пошуках більш привабливих та прибуткових активів.

4) Окрім цього, економічна криза 2014-2015 рр. в Україні була посилена зовнішніми факторами. Відпущена у вільне плавання гривня втрачає свою вартість, але через війну на Сході України, фізичне знищення потужностей експортноорієнтованого бізнесу – шахт, заводів, девальвація не посилює експорт України, натомість суттєво підриває купівельну спроможність населення, а також ті галузі, що залежать від імпорту. Очевидно, що станом на зараз, в умовах війни, економічної кризи і тотальної недовіри до вітчизняної валюти, вільне курсоутворення гривні без вжиття заходів коригування адміністративними методами тільки поглиблюватиме кризові явища. В той же час, в майбутньому перехід до гнучкого курсоутворення країні необхідний, а це неможливо буде зробити без проведення комплексних та системних реформ в інвестиційній сфері, банківському та бюджетно-податковому секторах, сфері публічних фінансів, енергетиці та ін.

Висновки до Розділу 3.

1. В ході дослідження з'ясовано особливості та запоруки успіху політики реформ та відкритості Китаю, яку А.Брюне та Ж.-П.Гішар називають геополітикою меркантилізму, а ми - політикою неопротекціонізму. Серед своїх інструментів вона використовує конкурентну девальвацію, мінімальні витрати на оплату праці, а також жорстке регулювання капіталу, які допомагають країні з одного боку виготовляти дешеву конкурентноспроможну продукцію, а з іншого захищають економіку від перегріву у формі притоку капіталу, в тому числі і спекулятивного. Використання такої комбінації є можливим лише через правлячий тоталітарний режим та контроль комуністичною партією адміністративних одиниць. Окрім цього, на нашу думку, незважаючи на майже 10-літню ревальвацію китайського юаню, валюта все ще залишається суттєво недооціненою, що продовжує приносити країні конкурентні переваги: збільшення темпів зростання ВВП, зовнішньоторговельного балансу, золотовалютних резервів країни.

Внаслідок оффшорингу та заснуванні спільних із західними компаніями підприємств країною було накопичено багато технологій та знань, завдяки яким Китай із виробника дешевих комплектуючих та товарів масового вжитку, яким він розпочинав у 1980-1990х рр. може найближчим часом перетворитись на постачальника високотехнологічних товарів, які, очевидно будуть дешевші, ніж аналогічні товари виробництва розвинених країн. Саме завдяки політиці неопротекціонізму Китай зміг за 40 років з автаркії перетворитись на найбільш реального конкурента на порушення гегемонії США у світовому господарстві. Валюта країни отримала статус резервної, а Китай вживає заходи для досягнення світової гегемонії: відкриває клірингові банки в країнах Азії та Європи, знімає регулюючі обмеження на рух капіталу, розпочинає перехід до вільного курсоутворення юаню і його вільної конвертованості та ін.

2. При тісній інтеграції економік, як у випадку із Євразійським економічним союзом, невжиття національними економіками заходів у відповідь на девальваційну політику основного торговельного партнера означатиме для них збитки та втрати. Саме тому Білорусь та Казахстан у 2015 р. були змушені

провести в рамках захисної валютної політики девальвацію білоруського рубля та тенге. Будучи країнами, що розвиваються, відкритими економіками, Білорусь і Казахстан є вразливими до зовнішньоекономічних коливань. Для послаблення країнами залежності від валютних політик РФ ними було вжито ряд важливих заходів, серед яких зокрема перехід до інфляційного таргетування та вільного курсоутворення казахського тенге та перехід до прив'язки до кошика валют із перспективою впровадження вільного курсоутворення білоруського рубля.

3. В Україні валютна політика часто стає політичним інструментом. Жодна із трьох девальвацій гривні не була конкурентною, але спричиненою внутрішніми дисбалансами та спрямованою на їх подолання. З огляду на те, що Україна є малою імпортозалежною економікою, валютний канал трансмісійного механізму монетарної економіки є важливим – саме через нього в реальний сектор передавались шоки внаслідок необґрунтованого тривалого утримання гривні переоціненою, а також з його активним використанням, і зокрема шляхом проведення стабілізаційної девальвації, долались і зараз долаються кризові явища в національній економіці. Задля припинення повторення цієї помилки, на нашу думку, українській владі необхідно вжити ряд важливих заходів: до завершення воєнних дій на Сході та проведення структурних реформ впровадити регульоване вільне курсоутворення гривні задля мінімізації можливих спекуляцій на валютному ринку, після чого відпустити гривню у вільне плавання; розвивати інфраструктуру вітчизняних валютного та фінансового ринків; провести комплексні реформи у таких сферах як: подолання корупції, енергетика, промисловість, банківська система, управління публічними фінансами та ін.; вдосконалювати законодавчу базу для створення сприятливих умов для діяльності вітчизняних виробників, особливо в експортноорієнтованій та імпортозаміщувальній галузях, а також іноземних інвесторів; комунікувати з учасниками фондового та валютного ринку, з населенням, використовувати усні інтервенції, роз'яснювати суспільству виклики реформування економіки, намічені кроки та кінцеву ціль проведення реформ.

Основні результати розділу опубліковано у працях автора: [129, 187, 192, 231, 233, 259].

ВИСНОВКИ

У дисертації обґрунтовано теоретико-методологічні основи та відображено результати дослідження практичних засад застосування інструменту валютної девальвації великими та малими економіками, залежно від рівня їх розвитку, із стабілізаційною, захисною та експансіоністською метою, а також визначено, за яких умов валютна девальвація може виконувати функцію інструменту політики неопротекціонізму та підвищення конкурентоспроможності країни у світовому господарстві.

За результатами дослідження сформульовано такі висновки.

1. В сучасних умовах розвитку світогосподарських процесів новою формою протекціонізму є неопротекціонізм – комплекс державних заходів, що здійснюються з метою підвищення конкурентоспроможності національної економіки на світовому ринку шляхом збільшення частки продукції національних виробників, їх захисту від іноземної конкуренції, накопичення національного капіталу, забезпечення економічного зростання, модернізації економіки та соціальної структури суспільства. Для пояснення специфіки політики неопротекціонізму запропоновано власне визначення валютного неопротекціонізму як державної політики, спрямованої на забезпечення конкурентоспроможності національної економіки на світовому ринку шляхом реалізації заходів, пов'язаних зі зміною обмінного курсу валюти, а також фінансового неопротекціонізму як політики використання країною нетрадиційних інструментів монетарної політики з метою забезпечення конкурентоспроможності національної економіки на світовому ринку.

2. Головною роллю державної валютної політики є досягнення внутрішньої макроекономічної стабільності та отримання конкурентних переваг на світовому ринку. Ефективне використання інструментів та заходів валютної політики, які було класифіковано на 4 категорії – економічні, правові, організаційні та адміністративні, – дає центральному банку можливість ефективно впливати на економічне зростання через забезпечення рівноваги платіжного балансу, що сприятиме розвитку внутрішнього виробництва, цінній стабільності в країні,

зниженню рівня безробіття, а також підвищенню купівельну спроможність населення)

3. В умовах асиметричності розвитку світового господарства проведення валютної девальвації країною має різний ступінь ефективності. З урахуванням стану і рівня соціально-економічного розвитку країни валютні девальвації класифіковано на *стабілізаційну*, спрямовану на подолання наслідків внутрішніх структурних криз, *захисну*, спрямовану на захист національної економіки від зовнішніх впливів, захист внутрішнього ринку від іноземних виробників та утримання частки на міжнародних ринках, та *конкурентну*, спрямовану на збільшення частки національних виробників на міжнародних ринках. Формами прояву неопротекціонізму є захисна та конкурентна девальвації. Оцінювання впливу девальвації резервної валюти на світове господарство показало, що вона є додатковим інструментом експансії великої економіки в малі економіки через такі канали як зміна курсу валюти міжнародних розрахунків, зміна курсу валюти, в якій зберігаються золотовалютні резерви, вплив на курс валют, які перебувають у прив'язці до резервної валюти, а також вплив на добробут населення. Велика економіка у разі проведення девальвації не враховуватиме інтереси малих доларизованих економік, тоді як ні центральному банку, ні іншим державним фінансовим регуляторам такої малої економіки девальвація не буде підконтрольною ні в часових рамках, ні в масштабах.

4. Роль каналу валютного курсу в трансмісійному механізмі монетарної політики залежить від ряду факторів, серед яких розмір економіки, рівень її розвитку, а також її місце у міжнародному поділі праці. Умовами ефективності цього каналу є: *внутрішні* – рівень розвитку національної фінансової системи, режим валютного курсу, рівень відкритості економіки, довіра населення та суб'єктів підприємницької діяльності до дій уряду та центрального банку; *зовнішні* – валютна та монетарна політика інших країн, ступінь мобільності капіталу, кон'юнктура на міжнародних товарних ринках та інші. Конкурентна девальвація може бути ефективною, коли її проводить відкрита експортоорієнтована економіка,

яка за місцем у світовому господарстві може бути як великою, так і малою, а за рівнем розвитку – розвиненою, або такою, що розвивається.

5. Прямими учасниками валютних війн є великі економіки, тоді як малі економіки є реципієнтами їхніх наслідків та шоків. Світова валютна війна, яка розпочалась після глобальної економічної кризи, має гібридний характер, тобто метою, з якою країни починали проводити кількісне пом'якшення, було подолання наслідків внутрішніх структурних криз. Натомість девальвація резервної валюти, яка виникала внаслідок такої експансивної монетарної політики, спричинила аналогічні заходи з боку інших великих економік, характер яких набував спочатку захисних, а у подальшому здебільшого неопротекціоністських рис, тобто девальвація їхніх валют набувала вигляду захисної та конкурентної.

6. Хоча становище долара США у світовій валютній системі і критикується багатьма країнами, похитнути його монополію не вдалось нікому. Уряд США та керівництво ФРС регулярно роблять вибір між вирішенням внутрішньоекономічних проблем країни та забезпеченням стабільності функціонування світового господарства. Особливо гостро це було відчутно на початку 1970-х р., результатом чого став розпад Бреттон-Вудської системи, а також після світової фінансової кризи 2008–2009 рр., для подолання наслідків якої у США було проведено три раунди кількісного пом'якшення, внаслідок яких грошову масу в обігу було збільшено на майже 4 трлн. дол. США. Кількісне пом'якшення ФРС сприяло девальвації долара США до 2011 р., після цього торгово-зважений індекс долара США почав зростати в результаті вжиття іншими торговельними партнерами США девальвацій власних валют.

7. Активне кількісне пом'якшення та стимулювальна фіскальна політика, які реалізуються з кінця 2012 р. в Японії в рамках політики «абеноміки», наразі не принесли бажаних результатів економіці Японії, яка досі характеризується глибокою рецесією та дефляцією, а натомість стимулюють стрімке нарощування державного боргу. Однак з огляду на те, що структурні реформи в країні почались після вжиття монетарних заходів, є підстави вважати, що стимулювальна фіскальна політика матиме позитивні наслідки для японської економіки. Таким чином,

«абеноміці» притаманний неопротекціоністський характер, а девальвація японської єни, відповідно, переходить від стабілізаційної до конкурентної форми.

8. Таргетування інфляції є ключовим елементом монетарної політики ЄЦБ. Єврозона не претендує на лідерство євро серед резервних валют, пріоритетним для неї є подолання внутрішніх макроекономічних проблем та забезпечення стабільності євро, про що свідчить, зокрема, дуже обережне використання ЄЦБ заходів кількісного пом'якшення, навіть в умовах валютних війн між емітентами інших резервних валют. Утім відсутність стимулювальних заходів обумовила очевидну переоцінку євро, внаслідок якої Єврозона потрапила у дефляційну пастку – рівень інфляції в 5 разів нижчий від таргетованого ЄЦБ і продовжує знижуватись. Таким чином, вливання ліквідності в економіку Єврозони, які ЄЦБ розпочав у жовтні 2014 р., є вимушеними та стабілізаційними. Дослідження особливостей здійснення неопротекціоністської політики країнами, які втратили свій монетарний суверенітет, на прикладі членів Єврозони в контексті монетарної політики ЄЦБ, продемонструвало, що внаслідок тиску країн, які слабше розвинені (насамперед Греції), ЄЦБ також змушений поступатись задекларованим принципам пріоритетності стабільності валюти задля забезпечення економічного відновлення цих країн.

9. Головними інструментами неопротекціоністської політики Китаю є конкурентна девальвація, мінімізація витрат на оплату праці, контроль за рухом капіталу, а також тоталітарний політичний режим. Внаслідок такої політики КНР вдалось збільшити обсяги власного виробництва у 1980-х – 2010-х рр. у 53,3 рази, а також накопичити третину світових золотовалютних резервів. Інструментами, якими Китай здобуває світову гегемонію, є: накопичення технологій та знань внаслідок оффшорингу та заснування спільних підприємств із західними компаніями, повільна лібералізація руху капіталів, інтернаціоналізація юаню шляхом відкриття клірингових банків в Європі, Азії, на Близькому Сході, перехід до вільного курсоутворення тощо.

10. В контексті стратегічного партнерства обґрунтовано тезу про вимушену кореляцію валютних політик малих економік відповідно до валютних коливань

країни – головного торговельного партнера на прикладі аналізу курсових політик Казахстану і Білорусі та їх взаємозв'язку із девальваційною політикою Російської Федерації. Окреслено втрати малої економіки, яка не реалізує захисну валютну політику у відповідь на девальваційні заходи свого партнера.

11. Штучне тривале утримування курсу гривні щодо долара США без коригувань під дією ринкових факторів призводило до обвальної втрати вартості української валюти, що спричиняло різкий обвал купівельної спроможності населення та недовіру громадян до національної валюти. Стрімке зростання попиту на іноземну валюту посилювало девальваційний тиск. Рекомендації щодо оптимальної валютної політики України, а також щодо важливих заходів у суміжних сферах включають проведення комплексних структурних реформ, особливо у сфері енергетики та в бюджетній сфері, розвиток інфраструктури фінансового та валютного ринків, боротьбу з корупцією, вдосконалення законодавчої бази та ін.

13. Gallagher K. The Myth of Financial Protectionism: The New (and Old) Economics of Capital Controls [Электронный ресурс] / Kevin P. Gallagher // Political Economy Research Institute Working Paper №278. – 2012. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.ase.tufts.edu/gdae/Pubs/rp/PERIMythoffinancialprotectionism.pdf>.

14. Chandran R. Harvard Economist Gita Gopinath Offers a Euro Cure [Электронный ресурс] / Rina Chandran // Bloomberg Business. – 2013. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.businessweek.com/printer/articles/97086-harvard-economist-gita-gopinath-offers-a-euro-cure>.

15. Божечкова А. Обзор основных моделей обменного курса и анализ возможностей их применения в российских условиях [Электронный ресурс] / А. Божечкова, П. Трунин // Российская академия народного хозяйства и государственной службы при президенте Российской Федерации. – 2013. – Режим доступа до ресурсу: <ftp://w82.ranepa.ru/rnp/wpaper/12.pdf>.

16. Keynes J. A Track on Monetary Reform / John Maynard Keynes. – London: Macmillan and Co, 1924. – 209 с.

17. Новак С. М. Еволюція теорій валютного курсу [Электронный ресурс] / С. М. Новак, О. В. Сергієнко. – 2010. – Режим доступа до ресурсу: http://www.uabs.edu.ua/images/stories/docs/K_EK/Serhienko_02.pdf.

18. Meltzer A. Keynes on Monetary Reform and International Economic Order [Электронный ресурс] / Allan H. Meltzer // The City University. Centre for Banking and International Finance. – 1983. – Режим доступа до ресурсу: <http://repository.cmu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1795&context=tepper>.

19. Lopez J. On floating exchange rates, currency depreciation and effective demand / J. Lopez, I. Perrotini. // BNL Quarterly Review, vol. LIX. – 2006. – №238. – С. 221–242.

20. Демченко М. Ю. Науково-теоретичні концепції валютного курсу / М. Ю. Демченко. // Науковий вісник ЧДІЕУ. – 2010. – №2 (6). – С. 10–23.

21. Endres A. International Organizations and the Analysis of Economic Policy, 1919–1950 / A. Endres, G. Fleming. – Cambridge et alii: Cambridge University Press, 2002. – 290 с.

22. Nurkse R. International Currency Experience; Lessons of the Interwar Period. / R. Nurkse, League of Nations. Economic, Financial, and Transit Department. – Geneva: League of Nations, 1944. – 249 с.

23. Endres A. M. Ragnar Nurkse's Rule-Based Approach to International Monetary Relations: Complementarities with Chicago [Електронний ресурс] / A. M. Endres, G. A. Fleming // University of Auckland and the Australian National University – Режим доступу до ресурсу: <https://researchspace.auckland.ac.nz/bitstream/handle/2292/225/183.pdf>.
24. Friedman M. *Essays in Positive Economics* / Milton Friedman. – Chicago: University of Chicago Press, 1953. – 329 с.
25. Frieden J. *Currency politics: The political economy of exchange rate policy* [Електронний ресурс] / Jeffrey A. Frieden. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: http://scholar.harvard.edu/files/jfrieden/files/toc_and_preface.pdf.
26. Johnson H. *The Case For Flexible Exchange Rates, 1969* / Harry Johnson. // Federal Reserve Bank of St. Louis. – 1969. – №6. – С. 12–24.
27. Новак С. М. Еволюція теорій валютного курсу [Електронний ресурс] / С. М. Новак, О. В. Сергієнко // Українська академія банківської справи Національного банку України – Режим доступу до ресурсу: http://www.uabs.edu.ua/images/stories/docs/K_EK/Serhienko_02.pdf.
28. Кучеренко С. А. Моделі, теорії та концепції формування валютного курсу / С. А. Кучеренко. // Вісник ЖДТУ. – 2008. – №3. – С. 319–327.
29. Вахненко, Т. П. Теоретичні засади валютного курсоутворення: концепція та моделі / Т.П. Вахненко // Економіка і прогнозування. - 2004. - №2. - С. 21-31.
30. Krugman P. *A Model of Balance-of-Payments Crisis* / Paul Krugman. // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 1979. – №11. – С. 311–325.
31. Krugman P. *Saving Asia: It's Time to Get Radical* [Електронний ресурс] / Paul Krugman // *Fortune*. – 1998. – Режим доступу до ресурсу: http://www.wright.edu/~tdung/krugman_fortune.htm.
32. Береславська О.І. *Валютна політика України: теорія та практика: [монографія]* / Олена Іванівна Береславська. Ірпінь: Національний університет ДПС України, 2010. - 330 с.
33. *Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін* / За ред. В.С. Стельмаха. – К.: Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с.

34. Філіпенко Т. В. Концептуальні засади валютної політики держави / Т. В. Філіпенко // Вісник НГУУ «КП». Політологія. Соціологія. Право. – 2011. – № 3(11). – С. 166-172.
35. Журавка, Ф.О. Валютна політика в умовах трансформаційних змін економіки України [Текст]: монографія / Ф.О. Журавка. – Суми : Ділові перспективи ; ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2008. – 334 с.
36. Господарський кодекс України // Кодекс України від 16.01.2003 №436-IV, з поточною редакцією від 12.08.2015 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/436-15>.
37. Центральний банк та грошово-кредитна політика. Підручник / Кол. авт.: А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна, М. І. Савлук та ін.; За ред. д-ра екон. наук, проф. А. М. Мороза і канд. екон. наук, доц. М. Ф. Пуховкіної. — К.: КНЕУ, 2005. — 556 с.
38. Марена Т. Розвиток теорій та концепцій валютних курсів / Т.Марена // Вісник Маріупольського державного університету. Серія: Економіка. – 2011. - №2. – С.7-11.
39. Klein, Michael W. Exchange Rate Regimes in the Modern Era // Michael W. Klein and Jay C. Shambaugh // Massachusetts Institute of Technology. – 2010. – 245 с.
40. Еш С. М. Фінансовий ринок. Навч. посіб. 2-ге вид. – К.: Центр учбової літератури,. 2011. – 528 с.
41. Пантелеєва Н.М. Реформування міжнародної валютної системи в умовах формування нової фінансової архітектури / Н.М. Пантелеєва // Фінансовий простір. Міжнародний науково-практичний журнал. - 2011. – №3. – 28-42 с.
42. Henn C. Protectionist Responses to the Crisis: Damage Observed in Product-Level Trade [Електронний ресурс] / С. Henn, В. McDonald // IMF Working Paper WP/11/139. – 2011. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11139.pdf>.
43. Cooper R. Currency Devaluation in Developing Countries / Richard N. Cooper. – Princeton: International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, 1971. – 38 с. – (Essays in International Finance; №86).
44. Комарницький І.Ф. Економічна теорія: Навч. посіб. – Чернівці: «Буковина», 2006. - 334 с.

45. Frankel J. Currency crashes in emerging markets: an empirical treatment [Електронний ресурс] / J. Frankel, A. Rose // Bank of Governors of the FRS, International Finance Discussion Papers №534. – 1996. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1996/534/ifdp534.pdf>.
46. Резнікова Н. В. Концептуальні засади дослідження природи валютних криз / Н. В. Резнікова, М. М. Відякіна. // Ученые записки Таврического национального университета имени В.И. Вернадского. Серия «Экономика и управление». – 2012. – Том 25 (64), №2. – С. 116–124.
47. Bussière M. Chronicle of Currency Collapses: Re-examining the Effects on Output / M. Bussière, S. Saxena, C. Tovar. // European Central Bank. Working Paper. – 2010. – №1226. – С. 52
48. Шаров О. Монетарні та валютні війни як інструмент економічної політики / Олександр Шаров. // Вісник НБУ. – 2013. – №10. – С. 12–19.
49. Alexander S. Effects of a Devaluation on a Trade Balance / Sidney S. Alexander. // IMF Staff Papers. – 1952. – Vol.2, №2. – С. 263-278.
50. Krugman P. Contractionary Effects of Devaluation / P. Krugman, L. Taylor. // Journal of International Economics. – 1978. – №8. – С. 445-456.
51. Cespedes L. Balance Sheets and Exchange Rate Policy [Електронний ресурс] / L. Cespedes, R. Chang, A. Velasco // NBER Working Paper №7840. – 2000. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.nber.org/papers/w7840.pdf>.
52. Corsetti G. Competitive devaluations: a welfare based approach / Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti, Nouriel Roubini, Cedric Tille // Journal of International Economics. — 2000. — № 51. — P. 217-241.
53. Mattoo A. Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization / A. Mattoo, A. Subramanian. // Policy Research Working Paper №4668, The World Bank Development Research Group, Trade Team. – 2008. – С. 31.
54. Луцишин З. Валютні курси – дієвий інструмент економічних воєн за умов фундаментальної розбалансованості світової економіки // З. О. Луцишин, Н. В. Резнікова. // Міжнародні відносини. Серія – Економічні науки. – 2013. – №2.
55. Articles of Agreement of the International Monetary Fund [Електронний ресурс] / International Monetary Fund. – 1944. - Режим доступу до ресурсу: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/#a4s2>.

56. Генеральна угода з тарифів і торгівлі (ГАТТ 1947) // Угода, міжнародний документ від 30.10.1947 р. з поточною редакцією від 15.04.1994 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/995_264.

57. Галушка О.М. Валютна девальвація як засіб отримання конкурентних переваг на світовому ринку / О.М. Галушка // Розвиток економіки України в умовах активізації євроінтеграційних процесів: мат. міжнародної наук. студ., асп. І молодих вчених конференції (27-28 квітня 2012 р.). – Львів: ЛНУ ім. Івана Франка, 2012. - С. 63-64.

58. Галушка О.М. Вплив кількісного пом'якшення резервних валют на світову економіку в поскризовий період / О.М. Галушка // Проблемы развития внешнеэкономических связей и привлечения иностранных инвестиций: региональный аспект: сб. науч. тр. – Донецк: ДонНУ, 2013.– С. 61-64.

59. World Economic Situation and Prospects [Електронний ресурс] // United Nations. – 2013. – Режим доступу до ресурсу: http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp_current/2013country_class.pdf.

60. Міжнародна економіка // За ред. Козака Ю.Г., Лук'яненка Д.Г., Макогон Ю.В. та ін. // Навчальний посібник. — Вид. 2-ге, перероб. та доп. — Київ: Центр навчальної літератури, 2004. — 672 с.

61. Borensztein E. Devaluation and Inflation after Currency Crises [Електронний ресурс] / E. Borensztein, J. de Gregorio // International Monetary Fund. – 1999. – Режим доступу до ресурсу: <http://citeseerx.ist.psu.edu/messages/downloadexceeded.html>.

62. Гапонюк О. І. Сучасна світова валютна система: трансформація розподілу світових золотовалютних резервів / О. І. Гапонюк. // Теоретичні та практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності. – 2014. – Випуск 1 (10), том 2. – С. 265–270.

63. Галушка О.М. Ефективність валютного каналу трансмісійного механізму в стабілізаційних заходах великих і малих економік / О.М. Галушка // Вісник Маріупольського державного університету: зб.наук.пр.: Серія: Економіка. – Маріуполь: МДУ, 2014. – №7. – С. 23-31.

64. Пустовіт Р. Ф. Специфіка трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в трансформаційних економіках / Роберт Фрідріхович Пустовіт. // Фінансовий простір. – 2011. – №2. – С. 53–59.

65. Андрущак Є.М. Трансмісійний механізм грошово-кредитної політики в Україні / Є.М. Андрущак, В.С. Хар // Науковий вісник НЛТУ України. - 2011. - №21. - с. 106-113.

66. м -

– ни. Центр наукових досліджень, 2008. – 144 с.

67. Гроші та кредит: підручник / М.І. Савлук, А.М. Мороз, І.М. Лазепкота ін. / за заг. ред. М.І. Савлука. – Вид. 4-те, [перероб. та доп.]. – К. : Вид-воКНЕУ, 2006. – 744 с.

68. Аржевітін С. М. Канали монетарної трансмісії / С. М. Аржевітін // Фінанси, облік і аудит : зб. наук. праць / М-во освіти і науки, молоді та спорту України, ДВНЗ "Київ. нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана"; відп. ред. А. М. Мороз. – К. : КНЕУ, 2009. – Вип. № 13. – С. 7-13.

69. Rummel O. The monetary transmission mechanism [Електронний ресурс] / Ole Rummel // CCBS, Bank of England. – 2012. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.pftac.org/filemanager/files/Macro2/workshop/4.pdf>.

70. Mishkin F. The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy [Електронний ресурс] / Frederic S. Mishkin // NBER Working Paper №5464. – 1996. – Режим доступу до ресурсу: <http://myweb.fcu.edu.tw/~T82106/MTP/Ch26-supplement.pdf>.

71. Mishkin F. The economics of money, banking and financial markets // Frederic Mishkin // Pearson Higher Education. – 2012. – 736 с.

72. Нуреев Р. М. Экономический кризис в России: роль канала обменного курса трансмиссионного механизма / Р. М. Нуреев, М. Ю. Сапьян. // Философия хозяйства. – 2010. – №5 (71). – С. 142–149.

73. Boivin J. How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time? / J. Boivin, M. Kiley, F. Mishkin. // Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C.. – 2010. – №26. – С. 88.

74. Svensson L. Inflation Targeting [Електронний ресурс] / Lars Svensson // NBER Working Paper №16654. – 2010. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.nber.org/papers/w16654.pdf>.
75. Шкрабальюк Ю.О. Валютний курс як інструмент стабілізаційної політики в моделі малої відкритої економіки / Ю.О.Шкрабальюк // Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності: Збірник наукових праць. – Маріуполь: ДВНЗ «ПДТУ». – 2012. – Випуск 1, том 2. – С.69-79.
76. Rickards J. Currency Wars: The Making of the Next Global Crisis / James Rickards. – New York: Portfolio / Penguin, 2012. – 320 с.
77. Галушка О.М. Еволюція використання інструменту конкурентної девальвації лідерами світового господарства / О.М. Галушка // Актуальні проблеми економіки: наук.практ.журн.– К.: Національна академія управління, 2015. – №8 (170). – С. 66-75.
78. Шамова І.В. Грошово-кредитні системи зарубіжних країн / Шамова І.В. // К.: КНЕУ. – 2001. – 195 с.
79. Renminbi (Chinese yuan) exchange rates 1969-2011 [Електронний ресурс]. – 2011. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.chinability.com/Rmb.htm#exchange%20rates>.
80. Кравчук Н. Я. Дивергенція глобального розвитку: сучасна парадигма формування геофінансового простору / Наталія Кравчук. — К.: Знання, 2012. — 782 с.
81. Real interest rate (%) [Електронний ресурс] // The World Bank. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: <http://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.RINR>.
82. GDP (Current US dollar) [Електронний ресурс] // The World Bank. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>.
83. Reddy S. How It Works; When It Doesn't [Електронний ресурс] / Sudeep Reddy // The Wall Street Journal. – 2010. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052748704506404575592722702012904>.
84. Censky A. QE2: Fed pulls the trigger [Електронний ресурс] / Annalyn Censky // CNN. Money. – 2010. – Режим доступу до ресурсу: http://money.cnn.com/2010/11/03/news/economy/fed_decision/index.htm.

85. Trade Weighted U.S. Dollar Index: Major Currencies [Электронный ресурс] // Federal Reserve Bank of St. Louis. – 2014. – Режим доступа до ресурсу: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/TWEXMANL>.

86. Kollwe J. Bank of England cuts rates to 0.5% and starts quantitative easing [Электронный ресурс] / Julia Kollwe // The Guardian. – 2009. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.theguardian.com/business/2009/mar/05/interest-rates-quantitative-easing>.

87. The Distributional Effects of Asset Purchases [Электронный ресурс] // Bank of England. – 2012. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/news/2012/nr073.pdf>.

88. Chronology – Bank of Japan policy moves since 1999 [Электронный ресурс] // Reuters. – 2012. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.reuters.com/article/2012/05/22/japan-economy-boj-idUSL4E8GL0E420120522>.

89. Asset purchase programmes [Электронный ресурс] // European Central Bank – Режим доступа до ресурсу: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>.

90. Carrel P. Banks gorge on 530 billion euros of ECB funds [Электронный ресурс] / Paul Carrel // Reuters. – 2012. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.reuters.com/article/2012/02/29/us-ecb-ltro-idUSTRE81S00R20120229>.

91. Unemployment rate [Электронный ресурс] // European Central Bank - Statistical Data Warehouse. – 2015.g – Режим доступа до ресурсу: http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.I8.S.UNEH.RTT000.4.000.

92. Currency Exchange Rate [Электронный ресурс] // Bank of China. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.boc.cn/sourcedb/lswhpj/index2.htm>.

93. Forex Reserves [Электронный ресурс] // State Administration of Foreign Exchange of China. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.safe.gov.cn/wps/portal/english/Data>.

94. China newspaper warns of disaster over Fed move // Reuters. – 2010. - <http://www.reuters.com/article/2010/11/08/us-china-usa-fed-idUSTRE6A704120101108>

95. Federal Reserve launches QE3 [Електронний ресурс] // CNN. Money. – 2012. – Режим доступу до ресурсу: <http://money.cnn.com/2012/09/13/news/economy/federal-reserve-qe3/>.

96. G20: "валютні війни" скасовуються [Електронний ресурс] // 2013 – Режим доступу до ресурсу: <http://gazeta.dt.ua/finances/g20-valyutni-viyni-skasovuyutsya-posilyuyetsya-naglyad-za-naybilshimi-bankami-i-platnikami-podatniv.html>.

97. Crude Oil Price History Chart [Електронний ресурс] // Energy Information Administration, BLS. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.macrotrends.net/1369/crude-oil-price-history-chart>.

98. Gulf banks debating currency peg to US dollar [Електронний ресурс] // The National. – 2013. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.thenational.ae/business/industry-insights/economics/gulf-banks-debating-currency-peg-to-us-dollar>.

99. Press release of the FRS on June, 18, 2014 [Електронний ресурс] // Bank of Governors of the Federal Reserve System. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140618a.htm>.

100. Press release of the FRS on October, 29, 2014 [Електронний ресурс] // Bank of Governors of the Federal Reserve System. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20141029a.htm>.

101. "Price Stability Target" of 2 Percent and "Quantitative and Qualitative Monetary Easing". Outline of the Monetary Policy [Електронний ресурс] // Bank of Japan. – 2013. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/qqe.htm>.

102. Expansion of the Quantitative and Qualitative Monetary Easing [Електронний ресурс] // Bank of Japan. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2014/k141031a.pdf.

103. Puglisi L. Fiscal Devaluations in the Euro Area: What has been done since the crisis? / Laura Puglisi. // European Commission Working Paper №47. – 2014. – С. 26.

104. The Exceptional Central Bank [Електронний ресурс] // The Economist. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.economist.com/news/finance-and->

economics/21610262-european-central-bank-should-adopt-quantitative-easing-now-rather.

105. Wertime D. This Map Shows the Global Impact of China's Dramatic Currency Devaluation [Электронный ресурс] / D. Wertime, C. Hickey // Foreign Policy. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: https://foreignpolicy.com/2015/08/13/this-map-shows-the-global-impact-of-chinas-currency-devaluation-renminbi/?utm_content=buffer38c6d&utm_medium=social&utm_source=facebook.com&utm_campaign=buffer.

106. China ends three days of yuan devaluation [Электронный ресурс] // The Guardian. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.theguardian.com/business/2015/aug/14/china-halts-yuan-devaluation-with-slight-official-rise-against-us-dollar>.

107. World trade and the WTO: 1995-2014 [Электронный ресурс] // World Trade Organization. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: https://www.wto.org/english/res_e/statis_e/its2015_e/its15_highlights_e.pdf.

108. IMF Press Line on PBC's Announcement on the Change to the RMB Fixing Mechanism [Электронный ресурс] // IMF. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.imf.org/external/country/CHN/rr/2015/0811.pdf>.

109. Inflation, consumer prices (annual %) [Электронный ресурс] // The World Bank. – 2014. – Режим доступа до ресурсу: <http://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>.

110. GDP. National Economic Accounts [Электронный ресурс] // Bureau of Economic Analysis. U.S. Department of Commerce. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp>.

111. Labor Force Statistics from the Current Population Survey [Электронный ресурс] // Bureau of Labor Statistics. U.S. Department of Labor. – 2014. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.bls.gov/cps/cpsaat01.htm>.

112. Fratzscher M. Exchange Rate Policy Strategies and Foreign Exchange Interventions in the Group of Three Economies [Электронный ресурс] / Marcel Fratzscher – Режим доступа до ресурсу: http://www.petersoninstitute.org/publications/chapters_preview/382/11iie3780.pdf.

113. Foreign Trade. Historical Series [Електронний ресурс] // United States Census Bureau. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.census.gov/foreign-trade/statistics/historical/index.html>.
114. Швайка М. Світова фінансова криза: причини виникнення та шляхи подолання / М.Швайка // Економічний часопис. – 2008. – №11/12. – с. 12-15.
115. Андрійчук В. Можливість використання існуючих теоретико-концептуальних підходів і інструментарію для подолання фінансово-економічної кризи / В. Андрійчук // Економічний часопис. – 2009. – №5/6 – с. 12-16.
116. Пахомов Ю., Пахомов С. Глобальные истоки и вероятные последствия мирового финансового кризиса / Ю. Пахомов, С. Пахомов // Економічний часопис. – 2008. – №11/12. – с. 8-11.
117. Грудзевич У. Регіональні особливості формування і розвитку інфраструктури фінансового ринку: Автореферат дис. канд. екон. наук: 08.10.01 / НАН України; Інститут регіональних досліджень. - Л., 2002. – с. 24.
118. Presentation to the Treasury Borrowing Advisory Committee [Електронний ресурс] // U.S. Department of the Treasury. – 2010. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/quarterly-refunding/Documents/dc-2010-q4.pdf>.
119. ФРС пустилася у твіст [Електронний ресурс] // Finance.ua. – 2011. – Режим доступу до ресурсу: <http://news.finance.ua/ua/news/-/252870/frs-pustylasya-utvist>.
120. Закиянов Д. ФРС продолжит «Операцию Твист» [Електронний ресурс] / Денис Закиянов // Экономические известия. – 2012. – Режим доступу до ресурсу: <http://world.eizvestia.com/full/frs-prodolzhit-operaciyu-tvist>.
121. Yellen J. Semiannual Monetary Policy Report to the Congress before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington, D.C. [Електронний ресурс] / Janet L. Yellen // Board of Governors of the Federal Reserve System. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/yellen20140211a.htm>.
122. Press release of the FRS on July, 30, 2014 [Електронний ресурс] // Bank of Governors of the Federal Reserve System. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140730a.htm>.

123. Olena Halushka. Reserve Currency Devaluation and Its Impact on the Global Economy // European Journal of Economics and Management Sciences. – 2015. - №3. – с. 38-42.

124. U.S. International Reserve Position [Електронний ресурс] // U.S. Department of the Treasury. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/IR-Position/Pages/08072015.aspx>.

125. Currency composition of official foreign exchange reserves [Електронний ресурс] // IMF eLibrary Data. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>.

126. Рубцова М.Ю Політика «кількісного зм'якшення» QE1, QE2, QE3?: наслідки для світу / М. Ю Рубцова // Проблемы развития внешнеэкономиче аспект. – 2012. – No 1. – с. 321-326

127. Галушка О.М. Доларизація як засіб контролю США над економіками інших країн світу // Глобальні фінансові ризики в умовах трансформації світової фінансової системи: матер. між. наук.-теорет. міжвід. конф. / відп. ред. О.В. Плотніков / К.: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2013. - С. 67-69

128. GDP of Japan [Електронний ресурс] // Cabinet of Ministers Office. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/sokuhou/files/2015/qe151_2/gdemenuea.html.

129. Галушка О.М. Девальвація національних валют великих економік та її вплив на курс гривні / О.М. Галушка // Вісник Хмельницького національного університету: зб.наук.пр.: у 2 ч. –Хмельницьк: ХНУ, 2014. – №6. - Т.1. – С. 178-184.

130. Trade Statistics of Japan [Електронний ресурс] // Ministry of Finance of Japan. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: http://www.customs.go.jp/toukei/shinbun/trade-st_e/2014/201428fe.xml.

131. Central government debt, total (% of GDP) [Електронний ресурс] // The World Bank. – 2013. – Режим доступу до ресурсу: <http://data.worldbank.org/indicator/GC.DOD.TOTL.GD.ZS>.

132. Introduction of the "Quantitative and Qualitative Monetary Easing" [Электронный ресурс] // Bank of Japan. – 2013. – Режим доступа до ресурсу: https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130404a.pdf.

133. McBride J. Abenomics and the Japanese Economy [Электронный ресурс] / J. McBride, В. Xu // Council on Foreign Relations. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.cfr.org/japan/abenomics-japanese-economy/p30383>.

134. Japanese Yen [Электронный ресурс] // Trading Economics. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.tradingeconomics.com/japan/currency>.

135. Wolf M. Japan can put people before profits / Martin Wolf. // The Financial Times. – Retrieved on February, 6, 2013.

136. В мире меняются правила торговли: что принесет Транстихоокеанское партнерство [Электронный ресурс] // Сегодня. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.segodnya.ua/economics/enews/v-mire-menyayutsya-pravila-torgovli-cto-prineset-transtihookeanskoe-partnerstvo-658172.html>.

137. Abenomics Is Doing Better Than You Think [Электронный ресурс] // The Wall Street Journal. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.wsj.com/articles/abenomics-is-doing-better-than-you-think-1444232698>.

138. Total reserves (includes gold, current US\$) [Электронный ресурс] // The World Bank. – 2014. – Режим доступа до ресурсу: <http://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD>.

139. Matthews C. Forget Greece, Japan is the world's real economic time bomb [Электронный ресурс] / Chris Matthews // Fortune. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://fortune.com/2015/02/26/japan-economic-time-bomb/>.

140. Krugman P. Phantom Phiscal Crises [Электронный ресурс] / Paul Krugman // The New York Times. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: http://krugman.blogs.nytimes.com/2015/02/24/phantom-phiscal-crises/?module=BlogPost-Title&version=Blog%20Main&contentCollection=Opinion&action=Click&pgtype=Blogs®ion=Body&_r=0.

141. Weymouth L. The Japan-U.S. Alliance Is the Cornerstone of Japanese Diplomacy and Foreign Relations [Электронный ресурс] / Lally Weymouth // Slate. – 2014. – Режим доступа до ресурсу:

http://www.slate.com/articles/news_and_politics/foreigners/2014/11/shinzo_abe_interview_japan_s_prime_minister_on_trade_china_and_u_s_japan.html.

142. Копенгагенські критерії членства в Європейському союзі (інформаційно-аналітична довідка) [Електронний ресурс] // Міністерство закордонних справ України – Режим доступу до ресурсу: <http://mfa.gov.ua/ua/page/open/id/774>.

143. The euro outside the euro area [Електронний ресурс] // European Commission – Режим доступу до ресурсу: http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/world/outside_euro_area/index_en.htm.

144. The euro [Електронний ресурс] // European Union – Режим доступу до ресурсу: http://europa.eu/about-eu/basic-information/money/euro/index_en.htm.

145. Links to other currencies [Електронний ресурс] // European Commission – Режим доступу до ресурсу: http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/world/other_currencies/index_en.htm.

146. Шаров О. Європейський валютний союз: межі зростання або точка біфуркації / О. Шаров // Міжнародна економічна політика. - 2014. - № 1. - С. 23-45.

147. Anaraki N. Effects of Euro Devaluation on Eurozone Exports / Nahid Kalbasi Anaraki. // International Journal of Economics and Finance. – 2014. – Vol. 6, №2. – С. 19-24.

148. GDP of Euro area [Електронний ресурс] // European Central Bank - Statistical Data Warehouse. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=MNA.Q.Y.I8.W2.S1.S1.B.B1GQ._Z._Z._Z.EUR.V.N&periodSortOrder=ASC#top.

149. Exports of goods and services of Euro area [Електронний ресурс] // European Central Bank - Statistical Data Warehouse – Режим доступу до ресурсу: http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=MNA.Q.Y.I8.W1.S1.S1.D.P6._Z._Z._Z.EUR.V.N

150. Гаркуша К. Ю. Боргова криза в ЄС: основні гравці та строки закінчення / К. Ю. Гаркуша // Наукові праці [Чорноморського державного університету імені Петра Могили]. Сер. : Історія. - 2012. - Т. 198, Вип. 186. - С. 118-122.

151. General government gross debt (annual data) [Електронний ресурс] // Eurostat. – 2014. – Режим доступу до ресурсу:

<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=teina225&language=en>.

152. Reinhart C. Debt overhangs: past and present [Електронний ресурс] / С. Reinhart, V. Reinhart, K. Rogoff // NBER Working Paper №18015. – 2012. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.nber.org/papers/w18015.pdf>.

153. Ліфанова М. І. Шляхи виходу з боргової кризи країн-членів Європейського Союзу (на прикладі країн PIIGS) [Електронний ресурс] / М. І. Ліфанова // Ефективна економіка. – 2013. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2321>.

154. ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets. Press release [Електронний ресурс] // European Central Bank. – 2010. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>.

155. Europe and IMF Agree €110 Billion Financing Plan With Greece [Електронний ресурс] // IMF. – 2010. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/car050210a.htm>.

156. Papandreou Says Europe's Crisis Agreement Buys Greece Time [Електронний ресурс] // Bloomberg Business. – 2011. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2011-10-27/papandreou-says-new-funding-gives-greece-time-new-prospects>

157. Пешек Я. Грецькі борги / Ярослав Пешек. // Український тиждень. – 2015. – №6. – с. 15.

158. Рубини: Євро необхідно девальвувати на 30-40% [Електронний ресурс] // NewsUkraine.com.ua. – 2011. – Режим доступу до ресурсу: <http://newsukraine.com.ua/news/298088-rubini-evro-neobhodimo-devalvirovat-na-30-40/>.

159. Juncker confirms 2nd Greek programme of 130 bln euros [Електронний ресурс] // Reuters. – 2012. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.reuters.com/article/2012/02/21/eurogroup-juncker-press-idUSB5E8DF00R20120221>.

160. Барбку Б. Реконфігурація росту / Б. Барбку, Й. Рахман. // Финансы и развитие. – 2012. – №12. – С. 48–51.

161. USD/EUR exchange rate [Електронний ресурс] // European Central Bank. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html>.

162. Марчак Д. Допинг для експортера / Дарья Марчак. // Forbes Україна. – 2013. – №6. – С. 13.

163. Monetary policy [Електронний ресурс] // European Central Bank – Режим доступу до ресурсу: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>.

164. Key ECB interest rates [Електронний ресурс] // European Central Bank - Statistical Data Warehouse. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=100000131>.

165. Monaghan A. ECB gets ready to pump cash into Eurozone as fears rise over recovery [Електронний ресурс] / Angela Monaghan // The Guardian. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.theguardian.com/business/2014/aug/07/european-central-bank-quantitative-easing-eurozone>.

166. Monetary policy in a prolonged period of low inflation. Speech by Mario Draghi, President of the ECB, at the ECB Forum on Central Banking [Електронний ресурс] // European Central Bank. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140526.en.html>.

167. Hearing at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament Introductory statement by Mario Draghi, President of the ECB [Електронний ресурс] // European Central Bank. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140714.en.html>.

168. Balance of payments [Електронний ресурс] // European Central Bank. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.ecb.europa.eu/stats/external/balance/html/index.en.html>.

169. Walker A. China and Asean free trade deal begins [Електронний ресурс] / Andrew Walker // BBC News. – 2010. – Режим доступу до ресурсу: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/8436772.stm>.

170. Економіка зарубіжних країн: Підручник. – 2-ге вид. / А. Філіпенко, В. Вергун, І. Бураківський та ін. – К.: Либідь, 1998. – 416 С.

171. Inman P. China ends three days of yuan devaluation [Електронний ресурс] / Phillip Inman // The Guardian. – 2015. – Режим доступу до ресурсу:

<http://www.theguardian.com/business/2015/aug/14/china-halts-yuan-devaluation-with-slight-official-rise-against-us-dollar>

172. China. Balance of Trade [Электронный ресурс] // Trading Economics. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.tradingeconomics.com/china/balance-of-trade>.

173. Friedman M. China's Inflation Time Bomb / Milton Friedman // San Francisco Chronicle. – 1989. – №6. – с. 1-4.

174. Chovanec P. China Inflation Hits New High [Электронный ресурс] / Patrick Chovanec. – 2011. – Режим доступа до ресурсу: <https://chovanec.wordpress.com/2011/04/15/china-inflation-hits-new-high/>

175. China. Inflation, CPI [Электронный ресурс] // Trading Economics. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.tradingeconomics.com/china/inflation-cpi>.

176. Cooper J. China: The Year Of The Inflation Dragon / J. Cooper, K. Madigan. // International Business Outlook. – 1994. – №10. – С. 12.

177. Brandt L. China's Great Economic Transformation / L. Brandt, T. Rawski. – New York: Cambridge University Press, 2008. – 906 с.

178. China. Foreign Exchange Reserves [Электронный ресурс] // Trading Economics. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.tradingeconomics.com/china/foreign-exchange-reserves>.

179. China. GDP [Электронный ресурс] // Trading Economics. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.tradingeconomics.com/china/gdp>.

180. China and the WTO. Member information [Электронный ресурс] // World Trade Organisation. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: https://www.wto.org/english/thewto_e/countries_e/china_e.htm.

181. Yan D. Composition of currency basket revealed [Электронный ресурс] / D. Yan, V. Lam // China Daily. – 2005. – Режим доступа до ресурсу: http://www.chinadaily.com.cn/english/doc/2005-08/11/content_467988.htm.

182. China. Balance of Payments [Электронный ресурс] // State Administration of Foreign Exchange of China. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.safe.gov.cn/wps/portal/english/Data/Payments>.

183. Morrison W. China-U.S. Trade Issues / Wayne M. Morrison. // Congressional Research Service Report. – March, 2015. – С. 55.

184. Buckley L. China's Response to U.S. Pressure to Revalue the RMB / Lee Taylor Buckley. // *China Research Centre Journal*. – 2012. – Vol. 2, №1. – С. 10–16.

185. Senators' Bill Puts New Tools, Teeth in Currency Policy [Електронний ресурс] // The U.S. Senate Committee on Finance. – 2007. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.finance.senate.gov/newsroom/ranking/release/?id=fb3214d9-39c2-412a-a55e-3ee6c1d41228>.

186. Жолобецький О. Наслідки американської кризи: Китай не дримає [Електронний ресурс] / Олександр Жолобецький // *Укрінформ*. – 2013. – Режим доступу до ресурсу: http://www.ukrinform.ua/ukr/news/naslidki_amerikanskoi_krizi_kitay_ne_drmae__1876769.

187. Галушка О.М. Валютно-курсова політика КНР // *Шевченківська весна: Матеріали міжнародної науково-практичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених*. – К.: Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Інститут міжнародних відносин, 2015. – ч. 2. – с. 108-110.

188. Xiao F. Effectiveness and Effects of China's Capital Controls [Електронний ресурс] / F. Xiao, D. Kimball. – 2004. – Режим доступу до ресурсу: <https://faculty.washington.edu/karyiu/confer/beijing06/papers/xiao-kimball.pdf>.

189. Валютна політика Китаю дестабілізує світову економіку, - єврокомісар [Електронний ресурс] // *РБК-Україна*. – 2011. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.rbc.ua/ukr/news/valyutnaya-politika-kitaya-destabiliziruet-mirovuyu-ekonomiku--27092011162200>.

190. Chen J. Measuring the on-going changes in China's capital flow management: A de jure and a hybrid index data set [Електронний ресурс] / J. Chen, X. Qian // *State University of New York, Buffalo State*. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: <http://ssrn.com/abstract=2552298>.

191. China to loosen capital controls for foreign firms [Електронний ресурс] // *Reuters*. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.reuters.com/article/2015/04/08/china-economy-foreignfirms-idUSL4N0X52TQ20150408>.

192. Галушка О.М. Девальвація як інструмент забезпечення економічного зростання країни // *Розвиток фінансової системи України в умовах економічних перетворень : Всеукр. наук.-практ. конф. (15–16 квіт. 2015 р.) : тези доп. / І.Я.*

Чугунов, М.В. Тарасюк, Т.В. Канєва та ін. ; відп. за вип. І.Я. Чугунов. – К. : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2015. - С. 34-36.

193. Bank of China authorized for RMB clearing business in Kuala Lumpur [Електронний ресурс] // Bank of China. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: http://www.boc.cn/en/bocinfo/bil/201501/t20150107_4427300.html.

194. At the Centre of RMB Internationalisation. A Brief Guide to Offshore RMB. // Deutsche Bank. – March, 2014. – С. 29.

195. Renminbi adoption is on the rise in South Africa [Електронний ресурс] // SWIFT Press Release. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: http://www.swift.com/assets/swift_com/documents/products_services/RMB_tracker_July_2015_final.pdf.

196. China looks to boost international use of yuan for trade [Електронний ресурс] // China Daily. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.ecns.cn/business/2014/08-15/129685.shtml>.

197. Nazemroaya M. Washington's Financial Currency War on China: The Eclipsing of the US Dollar by the Yuan [Електронний ресурс] / Mahdi Darius Nazemroaya // Strategic Culture Foundation. Online Journal. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.globalresearch.ca/washingtons-financialcurrency-war-on-china-eclipsing-of-us-dollar-by-yuan/5473064>.

198. Китай выступает за то, чтобы ВРЭП и ТТП содействовали развитию АТР [Електронний ресурс] //РИА Новости. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: <http://ria.ru/economy/20151008/1298787302.html#ixzz3s9EBta62>

199. China overtakes US in world trade. [Електронний ресурс] //РИА Новости. – 2013. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.theguardian.com/business/2013/feb/11/china-worlds-largest-trading-nation>

200. Удельный вес стран Содружества и других стран в общем объеме экспорта отдельных государств Содружества [Електронний ресурс] // Межгосударственный статистический комитет СНГ. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: http://www.cisstat.com/rus/macro/mac91_an.pdf.

201. Динамика экспорта в 2010-2014 г. [Електронний ресурс] // Министерство финансов Российской Федерации. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: http://info.minfin.ru/page_export.php.

202. Мантуров: Россия вернула за "Мистрали" вдвое больше, чем платила [Электронный ресурс] // РИА Новости. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://ria.ru/economy/20150918/1260954217.html>.

203. USD/RUB - Доллар США Российский рубль [Электронный ресурс]. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://ru.investing.com/currencies/usd-rub>.

204. Курс доллара США к казахскому тенге [Электронный ресурс]. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://bankir.ru/kurs/dollar-ssha-k-kazahskij-tenge>.

205. Ткачев И. Тенге поплыл: почему в Казахстане произошла девальвация [Электронный ресурс] / Иван Ткачев // РБК. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.rbc.ru/economics/20/08/2015/55d594b79a79478a21f671b5>.

206. Зелепухин С. Внешняя торговля Казахстана: от снижения к обвалу [Электронный ресурс] / Сергей Зелепухин // Новая Газета Казахстан. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://novgaz.com/index.php/2-news/1431-внешняя-торговля-казахстана-от-снижения-к-обвалу>.

207. Корищенко К. Опыт падений: что отличает девальвацию рубля 2015 от прошлых волн [Электронный ресурс] / Константин Корищенко // РБК. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.rbc.ru/opinions/economics/21/08/2015/55d7084c9a794736a41327d1>.

208. Стирин К. Тенге против нефти: как девальвация казахской валюты повлияет на рубль [Электронный ресурс] / Константин Стирин // РБК. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.rbc.ru/opinions/economics/21/08/2015/55d73d3b9a79477190421433>.

209. Девальвация тенге: догоняя рубль и юань [Электронный ресурс]. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://ru.investing.com/analysis/Девальвация-тенге:-догоняя-рубль-и-юань-108176>

210. Девальвация тенге поможет «КазМунайГаз» завершить год без убытков, - С. Мынбаев [Электронный ресурс]. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: http://www.kursiv.kz/news/kompanii/devalvatsiya_tenge_pomozhet_kazmunaygaz_zavershit_god_bez_ubytkov_s_mynbaev_308/

211. Россия и Союзное государство [Электронный ресурс] // МИД Республики Беларусь. – 2014. – Режим доступа до ресурсу: <http://mfa.gov.by/bilateral/russia/>.

212. Официальный курс белорусского рубля по отношению к иностранным валютам, устанавливаемого Национальным банком Республики Беларусь [Электронный ресурс] // Национальный банк Республики Беларусь. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.nbrb.by/statistics/Rates/Graphic/>.

213. Карбалевич В. Девальвация белорусского рубля — фактически и официально [Электронный ресурс] / Валерий Карбалевич // Свободная Зона. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.szona.org/devalvatsiya-beloruskogo-rublya-fakticheski-ofitsialno/#t20c>.

214. Белорусский рубль подешевел на 30% [Электронный ресурс]. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://gordonua.com/news/worldnews/Beloruskiy-rubl-podeshevel-na-30-56955.html>.

215. Официальный курс белорусского рубля по отношению к иностранным валютам и корзине иностранных валют на 21.09.2015 [Электронный ресурс] // Национальный банк Республики Беларусь. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.nbrb.by/statistics/Rates/CurrBasket/default.aspx?fromdate=2015-9-21>.

216. О внешней торговле Республики Беларусь с Российской Федерацией [Электронный ресурс] // Министерство экономического развития РФ. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: http://www.ved.gov.ru/exportcountries/by/by_ru_relations/by_ru_trade/.

217. Стоит ли ждать девальвации после выборов? [Электронный ресурс]. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: http://naviny.by/rubrics/finance/2015/08/08/ic_articles_114_189479/.

218. Конституція України // Конституція України від 28.06.1996 р. 254к/96-ВР [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/254к/96-вр>.

219. Про Національний банк України // Закон України від 20.05.1999 р. №679-XIV з поточною редакцією від 12.08.2015 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/679-14>.

220. Цивільний кодекс України // Кодекс України від 16.01.2003 р. №435-IV з поточною редакцією від 12.08.2015 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/435-15>.

221. Про систему валютного регулювання і валютного контролю // Декрет Кабінету Міністрів України від 19.02.2003 р. №15-93 з поточною редакцією від

27.09.2014 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/15-93>.

222. Про затвердження Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів // Постанова Правління Національного банку України від 12.11.2003 р. № 496 з поточною редакцією від 31.03.2015 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z1094-03>.

223. Про затвердження Правил використання готівкової іноземної валюти на території України та внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України // Постанова Правління Національного банку України від 30.05.2007 р. №200 з поточною редакцією від 27.06.2012 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0656-07>.

224. Про затвердження Інструкції про порядок відкриття, використання і закриття рахунків у національній та іноземних валютах // Постанова Правління Національного банку України від 12.11.2003 р. № 492 з поточною редакцією від 17.04.2015 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z1172-03>

225. Про режим іноземного інвестування // Закон України від 19.03.1996 р. №93/96-ВР з поточною редакцією від 11.08.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/93/96-вр>.

226. Про страхування // Закон України від 07.03.1996 р. №85/96-ВР з поточною редакцією від 01.04.2015 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/85/96-вр>.

227. Про порядок здійснення розрахунків в іноземній валюті // Закон України від 23.09.1994 № 185/94-ВР з поточною редакцією від 15.10.2014 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/185/94-вр>.

228. Про затвердження Інструкції про порядок здійснення контролю за експортними, імпортними операціями // Постанова Правління Національного банку України від 24.03.1999 р. №136 з поточною редакцією від 23.06.2015 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0338-99>.

229. Офіційний курс гривні щодо іноземних валют [Електронний ресурс] // Національний банк України. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.bank.gov.ua/control/uk/curmetal/detail/currency?period=daily>.

230. Бюлетень Національного банку України // за ред. Галя В.М. // Щомісячне аналітично-статистичне видання Національного банку України. – К., 2000 р. – №1 – с. 159.

231. Галушка О.М. Причини та наслідки проведення девальвації української гривні / О.М. Галушка // Культура народів Причорномор'я: сб.науч.тр. – Симферополь: *Таврический национальный университет им. В.И. Вернадского*, 2012. – №237. – С. 17-19.

232. Платіжний баланс України за 2002 р. // за ред. Галя В.М. // Національний банк України. – 2003. – С. 68.

233. Галушка О.М. Етапи трансформації валютної політики України за роки незалежності // Пріоритети, напрями та сучасні чинники розвитку міжнародних відносин: економічні та політичні аспекти: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції (13-14 квітня 2013 р.): – Херсон: Видавничий дім «Гельветика», 2013. - С. 134-137

234. Зовнішньоекономічна діяльність. Економічна статистика [Електронний ресурс] // Державна служба статистики України. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: <http://ukrstat.gov.ua>.

235. Калькулятор інфляції [Електронний ресурс] // Головне управління статистики у Львівській області. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: http://database.ukrcensus.gov.ua/dw_infl_uk/calc_p1.asp?kat=1.

236. Платіжний баланс і зовнішній борг України за 2006 р. // за ред. Гальчинської Т.А. // Національний банк України. – 2007. – С. 88.

237. Платіжний баланс і зовнішній борг України за 2007 р. // за ред. Гальчинської Т.А. // Національний банк України. – 2008. – С. 92.

238. Бюлетень Національного банку України // за ред. Галя В.М. // Щомісячне аналітично-статистичне видання Національного банку України. – К., 2008 р. - № 01 (178) – с. 168.

239. Платіжний баланс і зовнішній борг України за 2008 р. // за ред. Гальчинської Т.А. // Національний банк України. – 2009. – С. 95.

240. Довідка про стан та перспективи співробітництва України з МВФ [Електронний ресурс] // Міністерство закордонних справ України. – Режим доступу: <http://www.mfa.gov.ua/mfa/ua/publication/content/2932.htm>.

241. Платіжний баланс і зовнішній борг України за 2010 р. // за ред. Гальчинської Т.А. // Національний банк України. – 2011. – С. 105.

242. У Казахстані повідомили про бажання сім'ї Міттал продати "Криворіжсталь" [Електронний ресурс] // Лівий Берег. – 2015. – Режим доступу до ресурсу:

http://ukr.lb.ua/news/2015/07/13/310775_kazahstani_povidomili_pro_bazhannya.html.

243. Пинчук Виктор Михайлович [Електронний ресурс] // Ліга. Досьє. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: <http://file.liga.net/person/425-viktor-pinchuk.html>.

244. Веревский Андрей Михайлович [Електронний ресурс] // Ліга. Досьє. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: <http://file.liga.net/person/121-andrei-verevskii.html>.

245. Платіжний баланс і зовнішній борг України за 2013 р. // за ред. Гальчинської Т.А. // Національний банк України. – 2014. – С. 148.

246. Про врегулювання ситуації на грошово-кредитному та валютному ринках України // Постанова Правління Національного банку України від 3.06.2015 р. №354 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/v0354500-15>.

247. Гайдучський П. Невесела ейфорія зовнішньої торгівлі / Павло Гайдучський. // Дзеркало тижня. – 2014. – №38. – С. 15.

248. Про стандартизацію // Закон України від 5.06.2014 р. №1315-VII з поточною редакцією від 11.02.2015 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1315-18>.

249. Про метрологію та метрологічну діяльність // Закон України від 5.06.2014 р. №1314-VII [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1314-18>.

250. Про технічні регламенти та оцінку відповідності // Закон України від 15.01.2015 р. №124-VIII [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/124-19>.

251. Про ринок природного газу // Закон України від 9.04.2015 р. №329-VIII [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/329-19>.

252. Золотовалютні резерви України оновили 11-річний мінімум - впали до \$7,5 млрд [Електронний ресурс] // УНІАН. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: <http://economics.unian.ua/finance/1030850-zolotovalyutni-rezervi-ukrajini-onovili-11-richniy-minimum-vpali-do-75-mlrd.html>.

253. Ціна російського газу для України в IV кварталі становитиме 432 дол. [Електронний ресурс] // УНІАН. – 2012. – Режим доступу: <http://economics.unian.net/ukr/detail/140026>.

254. Transcript of a Press Briefing by Gerry Rice, Director, Communications Department, and Thanos Arvanitis, Deputy Director, European Department, International Monetary Fund. [Електронний ресурс] // International Monetary Fund. - March, 12, 2015. - Режим доступу: <https://www.imf.org/external/np/tr/2015/tr031215.htm>.

255. Національний банк України: валютний ринок упевнено стабілізується. [Електронний ресурс] // Національний банк України. – 13 березня 2015. - Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=15422145&cat_id=55838

256. Стан міжнародних резервів та ліквідність в іноземній валюті [Електронний ресурс] // Національний банк України. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=72631.

257. Україна отримала кошти другого траншу від МВФ на рахунки НБУ [Електронний ресурс] // УНІАН. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: <http://economics.unian.ua/finance/1108112-ukrajina-otrimala-koshti-drugogo-transhu-vid-mvf-na-rahunki-nbu.html>

258. Основні тенденції грошово-кредитного ринку України за грудень 2014 року. [Електронний ресурс] // Національний банк України. - Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=6784334.

259. Галушка О.М. Вплив вільного курсоутворення гривні на економіку України в умовах кризи та військових дій // Концептуальні засади економічного і правового забезпечення безпеки держави в умовах євроінтеграції: матеріали між нар.наук.-практ. конф., 28-29 квітня 2015 р. – Одеса: ОДУВС, 2015. – С. 22-24.

260. Про стан платіжного балансу України в I кварталі 2015 р. [Електронний ресурс] // Національний банк України – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=91916>.

261. Береславська О.І. Роль Національного банку України у підвищенні ефективності валютної політики / О. І. Береславська // Економіка і прогнозування. - 2011. - № 1. - С. 48-58.

262. Береславська О. І. Проблеми реалізації режиму гнучкого курсоутворення в Україні / О. І. Береславська // Фінансова система України : зб. наук. праць. Ч. 3. – Острог: Видавництво НаУ „Острозька академія”, 2008. – Вип. 10. – С. 31–39.

263. Філіпенко Т.В. Валютна безпека держави в умовах світової глобалізації / Т.В. Філіпенко // "Державне управління: удосконалення та розвиток". – 2010. - № 11.

264. Кораблін С. О. Валютно-курсова політика України: стабілізаційні ефекти та можливі перспективи розвитку / С. О. Кораблін. - С.112-123

265. Socorro H. Dollarization: Controlling Risk Is Key / Socorro Heysen // Finance & Development. - March 2005. - С. 44-45.

266. Japan Inflation Rate [Електронний ресурс] // Trading Economics. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.tradingeconomics.com/japan/inflation-cpi>.

267. Annual Statistical Data [Електронний ресурс] // National Bureau of Statistics of China. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.stats.gov.cn/english/Statisticaldata/AnnualData/>.

ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця А.1

Заходи та інструменти валютної політики

Категорія	Заходи та інструменти	Тлумачення
Економічні	Визначення режиму валютного курсу	Державою визначається спосіб курсоутворення її національної валюти щодо валют інших держав. Існують такі режими: офіційна доларизація, фіксований курс (власне фіксований курс, валютний комітет, валютна прив'язка, ковзка прив'язка), регульований гнучкий курс, плаваючий курс, система множинних і подвійних курсів.
	Валютна інтервенція	Втручання центрального банку у валютний ринок з метою впливу на курс національної валюти шляхом купівлі/продажу іноземної валюти у великих обсягах. Головним джерелом коштів для проведення валютних інтервенцій є золотовалютні резерви країни, а також можуть бути короткострокові взаємні кредити центральних банків у національних валютах.
	Девальвація/ Ревальвація	Офіційне зниження/підвищення курсу національної валюти, що реалізується за допомогою валютних інтервенцій або офіційного оголошення зміни курсу (при фіксованому). Також її причиною може стати відмова від підтримки валютного курсу, відмова від прив'язки курсу до іншої іноземної валюти або кошика валют.
	Диверсифікація валютних резервів	Ціллю диверсифікації є регулювання структури офіційних ЗВР шляхом включення до їхнього складу різних іноземних валют, задля зменшення ризиків втрат коштів унаслідок коливання обмінних курсів цих валют, а також задля забезпечення міжнародних розрахунків, у тому числі і розрахунків за зовнішньою заборгованістю країни.
	Зміна облікової ставки центральним банком	Зміна облікової ставки проводиться ЦБ з метою регулювання обсягів інвестицій та зобов'язань: підвищуючи облікову ставку ЦБ стимулює притік іноземних інвестицій та стримує відтік національного капіталу, що, в свою чергу сприяє поліпшенню платіжного балансу і підвищує курс національної валюти, і навпаки.
Правові	Формування валютного законодавства	Скупність правових норм – законодавчих та нормативно-правових актів, котрі регламентують порядок здійснення операцій з валютними цінностями в країні
	Міжнародні валютні угоди та співпраця із міжнародними валютно-фінансовими інституціями	Дво- або багатосторонні міждержавні угоди, насамперед в межах МВФ та на регіональному рівні, предметом яких є регулювання валютних відносин. Міжнародні валютно-фінансові інституції, з якими співпрацюють країни, це: Міжнародний валютний фонд (МВФ); Світовий банк (СБ) та його підрозділи – Міжнародний банк реконструкції та розвитку (МБРР), Міжнародна асоціація розвитку (МАР), Міжнародна фінансова корпорація (МФК), Багатостороннє агентство по гарантуванню інвестицій (БАГІ), Міжнародний центр по врегулюванню інвестиційних спорів (МІПВІС); Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР), Європейський інвестиційний банк (ЄІБ) тощо.
Орга-	Організацій-	Діяльність відповідних державних інституцій із реалізації

нза- ційні	ні заходи	<p>валютної політики у вигляді підготовки, прийняття та контролю за реалізацією рішень з валютних відносин.</p> <p>До цих заходів входить також розвиток інфраструктури, тобто установ, систем і служб, необхідних для реалізації валютної політики держави, а також забезпечення уряду та державних банківських та фінансових інституцій необхідними матеріально-технічними та високопрофесійними людськими ресурсами для якісного виконання функцій із реалізації міжнародних валютних відносин.</p>
Адмі- ністра- тивні	Встановлен- ня валютних обмежень	<p>Встановлення контролю держави за операціями із валютою та золотом. До цих заходів належать: зобов'язання національних експортерів здавати вивчену іноземну валюту в обмін на національну за офіційним курсом; встановлення обмежень щодо пролажу іноземної валюти одному клієнту; заборона чи обмеження надання підприємствами резидентами комерційних кредитів нерезидентам; пролаж валюти тільки за документами, що підтверджують особу; заборона вивозу закордон валютних коштів юридичними особами без дозволу НБУ та фізичними особами понад встановлену норму; впровадження обмежень на залучення резидентами іноземних кредитів; формування порядку здійснення резидентами інвестицій закордон тощо.</p>
	Валютна блокада	<p>Система санкцій, які накладаються країною чи групою країн на іншу аби не допустити використання нею власних валютних пінностей з ціллю реалізації економічних чи політичних вимог. Форми:</p> <ul style="list-style-type: none"> - замороження валютних цінностей даної країни/її резидентів в іноземних банках; - зупинка надання іноземної допомоги та видачі кредитів уряду даної країни; - заборона національним компаніям реалізовувати інвестиційні проекти в країні, що є об'єктом валютної блокади.

Джерело: Складено автором на основі [33, 34, 35, 60]

Додаток Б

Таблиця Б.1

Переваги та недоліки режиму фіксованого валютного курсу

Переваги	Недоліки
<p>Відсутність невизначеності щодо можливої зміни валютного курсу. Емпіричні дослідження показали, що взаємозв'язок між невизначеністю валютного курсу і обсягом торгівельних потоків та інвестицій помітніший у країнах, що розвиваються, в той час як у розвинутих він слабкий [24, с. 110]. Це зумовлено тим, що страхуючись від ризику знецінення, кредитор (інвестор) може купити на форвардному валютному ринку форвард – «гарантію» проти впливу майбутньої зміни обмінного курсу на вартість закордонних активів інвестора [25], в той час як в країнах, що розвиваються, ринок деривативів відсутній або малорозвинутий.</p>	<p>«Трилема відкритої економіки». Саме через те, що валютний курс у цьому режимі знаходиться в центрі макроекономічних заходів, підтримання його стабільності потребує постійних затрат. Трилема виникає на макроекономічному рівні і полягає в тому, що уряд або державні фінансові установи можуть обрати дві з трьох опцій: вільний рух капіталу, фіксований валютний курс або ж автономію внутрішньої монетарної системи. Причина, чому уряд обмежений в цьому питанні, проілюстрована у будь-якій макроекономічній моделі відкритої економіки. Вибір валютного режиму визначає, які змінні є екзогенними та визначеними урядом, а які – ендегенні і визначені ринком. Фіксований валютний курс вимагає, щоб монетарна політика була підпорядкована його утриманню за будь-яких економічних умов. Якщо рух капіталу вільний, а валютний курс – фіксований, відсоткова ставка на вітчизняну облігацію повинна дорівнювати відсотковій ставці на таку ж облігацію, деноміновану у валюті, до якої курс прив'язаний. Якщо курс на вітчизняні облігації нижчий, інвестори захочуть купити іноземні облігації, і, як наслідок, скуповуватимуть іноземну валюту для здійснення купівлі. Це змусить центральний банк продавати цю валюту з метою скоротити надмірний попит на неї. Якщо центральний банк не відреагує, це може знищити прив'язку. Зниження пропозиції національної валюти підвищить відсоткову ставку на вітчизняні облігації до рівня ставки на іноземні. Таким чином країна, що вирішила зафіксувати свій валютний курс у відношенні до курсу іноземної країни, повинна наслідувати її монетарну політику [27, с. 16].</p>
<p>Страховання від протекціонізму. Державні фінансові інституції та уряд стараються стабілізувати обмінний курс національної</p>	<p>Потреба постійного і активного проведення банком інтервенцій. Задля втримання фіксованого валютного курсу на</p>

<p>валюти так як її ревальвація веде до послаблення позицій національних експортерів, а девальвація – до зниження купівельної спроможності населення [26, с. 1125]. Звідси випливає, що коливання валютного курсу можуть сприяти протекціонізму, а, отже, скоротити вигоди, які країна та її торговельні партнери можуть отримати від міжнародної торгівлі [24, с. 110]. Прикладом домовленостей, внаслідок яких вдалось уникнути можливого протекціонізму з боку розвинених країн щодо США стало підписання у 1985 р. угоди між міністрами фінансів та головами національних банків Франції, Німеччини, Японії, Великобританії та США, історична назва якої є «Plaza Accord».</p>	<p>певному рівні потрібне періодичне активне втручання центрального банку, яке здійснюється у формі валютних інтервенцій. У випадку, якщо попит на іноземну валюту суттєво перевищує її пропозицію, а центральний банк намагається втримати курс, який було зафіксовано раніше, може відбутись критичне зменшення золотовалютних резервів до рівня нижчого вартості тримісячного імпорту країни, що, в свою чергу, призведе до подальшої вимушеної різкої девальвації національної валюти.</p>
<p>Нейтралізація некомпетентності керівників урядів та центральних банків. Деякі центральні банки та уряди менш компетентні, аніж їхні колеги, тому їм менше довіряють суб'єкти економіки. Прив'язуючи свою валюту до «якоря», уряди можуть сподіватись «запозичити» у більш надійної валюти довіру та низькі темпи інфляції, що допоможе боротись з інфляцією національної валюти [26, с. 1121]. Цією схемою скористались деякі європейські країни, які з цією ж метою прив'язали курси своїх валют до німецької марки. Важко сказати, чи саме цей механізм спрацював – хоч рівень інфляції в цих країнах у 1980х роках і знизився різко, проте у США та Великобританії, які свої валюти не прив'язували, він знизився також [24, с. 111].</p>	

Джерело: Складено автором на основі [33, 34, 36, 60, 263, 264]

Додаток В

Таблиця В.1

Режими валютного курсу

<i>Режим валютного курсу</i>	<i>Пояснення</i>
Офіційна доларизація	<p>Доларизація – це використання економічними суб'єктами країни іноземної вільно конвертованої валюти, зазвичай долара США або євро, у розрахунках і для здійснення заощаджень.</p> <p>Економісти виділяють такі види доларизації:</p> <ul style="list-style-type: none"> - доларизація платежів – долар або інша іноземна валюта використовується як платіжний засіб всередині країни; - фінансова доларизація – населення зберігає свої заощадження в іноземній валюті; - реальна доларизація – ціни на внутрішньому ринку та заробітні плати визначені в іноземній валюті. Цей рівень доларизації існує в небагатьох країнах: Панама, Еквадор, Сальвадор. <p>Основними джерелами нахолження іноземної валюти на внутрішній ринок є експортні операції, інвестиції та кредити. Завданням держави є стежити, щоб кількість вільно конвертованої валюти в обігу не загрожувала економічній безпеці країни.</p>
Фіксований курс	<ol style="list-style-type: none"> 1. Власне фіксований курс. 2. Валютне управління – вид фіксованого курсу, коли наявна не лише жорстка прив'язка курсу національної валюти до міжнародної валюти, але й паралельне обмеження емісії внутрішніх грошей. Система використовувалась в Естонії в 90-х роках ХХ ст., крону було прив'язано до німецької марки за курсом - 8 крон за 1 дойчмарку. З моменту прив'язки до марки, потім – до євро, і до 1 січня 2011 р., коли Естонія вступила в єврозону, крона жодного разу не була девальвована. 3. Валютна прив'язка реалізується шляхом прив'язки офіційного обмінного курсу до іноземної валюти або корзини валют основних торговельних і фінансових партнерів. Встановлений паритет може змінюватись у межах вузького коридору з відхиленням менше одного відсотка. 4. Ковзка прив'язка. Обмінний курс прив'язаний до іноземної валюти і коригується на певну величину залежно від розбіжностей в темпах інфляції з основними торговельними партнерами. Темп ковзання може бути фіксованим і оголошується завчасно. Цей режим передбачає такі самі обмеження на грошово-кредитну політику, як і при фіксованій прив'язці
Регульований гнучкий курс	<p>Характеризується впливом ЦБ на курсоутворення. Банк регулює коротко- або середньострокові коливання курсу задля забезпечення його передбачуваності та стимулювання зовнішньої торгівлі. Для цього режиму необхідні значні резерви валюти, окрім цього зростає роль фіскальної та грошово-кредитної політики щодо утримання інфляції національної грошової одиниці на низькому рівні.</p>
Вільноплаваючий курс	<p>Курс валюти, що формується на ринку як співвідношення попиту та пропозиції на дану валюту</p>
Система множинних валютних курсів та повільний валютний курс	<ol style="list-style-type: none"> 1. Система множинних валютних курсів виникає тоді, коли для купівлі/продажу валюти існує більше, ніж один курс, або коли курси купівлі та продажу відрізняються більше, ніж на 2%. 2. Подвійний валютний курс – це різновид множинних курсів, який використовується в умовах активної валютної спекуляції центральними банками розвинених країн. Його суть полягає в подвійному котируванні курсу національної валюти: окремо за комерційними, а окремо за фінансовими операціями.

Джерело: Складено автором на основі [262, 263, 264, 265].

Додаток Д

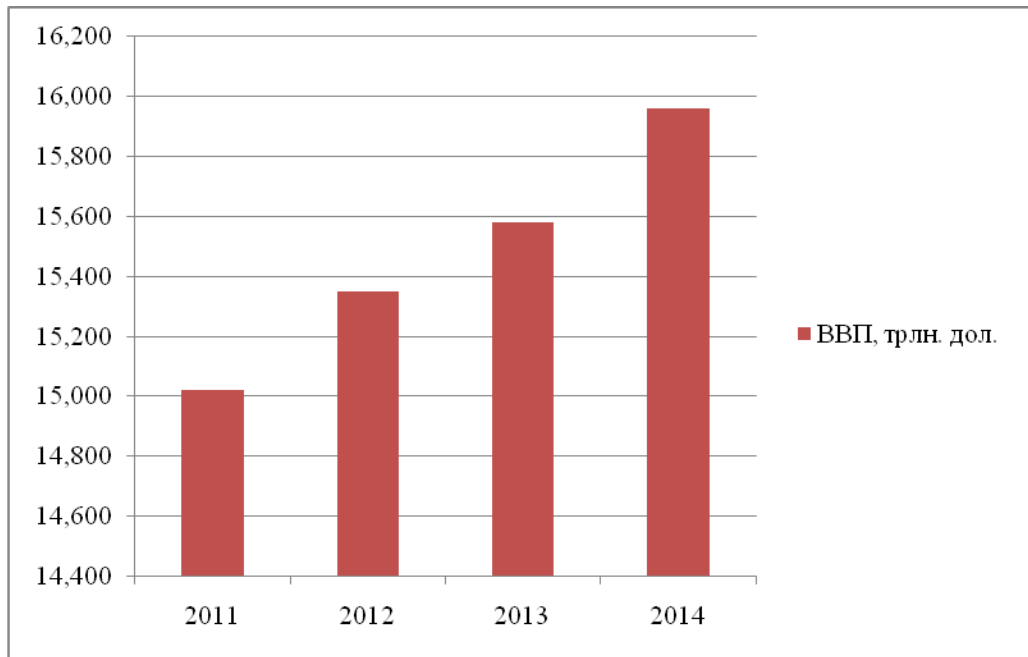


Рис. Д.1. Валовий внутрішній продукт США у 2011-2014 рр. (у цінах за 2009 р.)

Джерело: Складено автором на основі [110].

Додаток Е

Таблиця Е.1.

Вихідні дані для побудови економетричної моделі для США

Рік	Торгово-зважений індекс долара США (у % до курсу 1973 р.)	Торговельний баланс, млрд. дол. США	Фінансовий рахунок США, млрд.дол. США	ВВП, млрд. дол. США (у базових цінах 2009р.)
2000	101,76	-372,52	-260,7	12 559,7
2001	107,87	-361,51	-116,1	12 682,2
2002	106,18	-418,96	-696,8	12 908,8
2003	93,15	-493,89	-550,1	13 271,1
2004	85,51	-609,88	-410,5	13 773,5
2005	83,86	-714,25	-700,72	14 234,2
2006	82,6	-761,72	-809,14	14 613,8
2007	77,96	-705,37	-617,25	14 873,70
2008	74,4	-708,73	-730,58	14 830,40
2009	77,67	-383,77	-230,96	14 418,70
2010	75,36	-494,66	-436,97	14 783,80
2011	70,83	-548,63	-515,76	15 020,60
2012	73,54	-536,77	-441,25	15 354,6
2013	75,93	-478,39	-395,83	15 583,3
2014	78,4	-508,32	-239,64	15 961,7

Джерело: Складено автором на основі [82, 85, 110, 124].

Додаток Ж

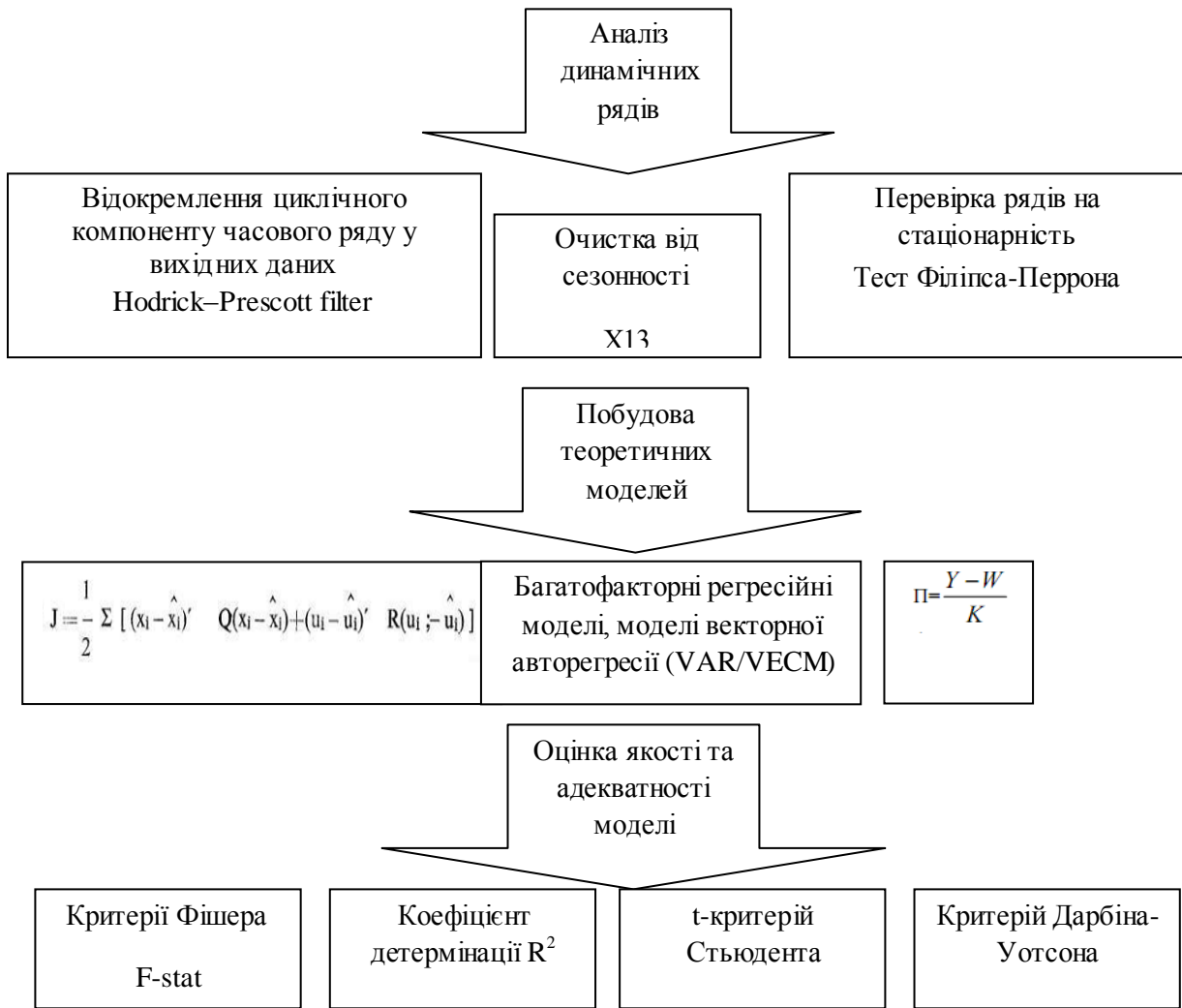


Рис. Ж.1. Алгоритм економетричного моделювання для оцінки впливу макроекономічних факторів на торговельний баланс та золотовалютні резерви КНР

Додаток 3

Таблиця 3.1.

Модель векторної авторегресії для США

Vector Autoregression Estimates

Date: 11/16/15 Time: 19:49

Sample (adjusted): 2003 2014

Included observations: 12 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

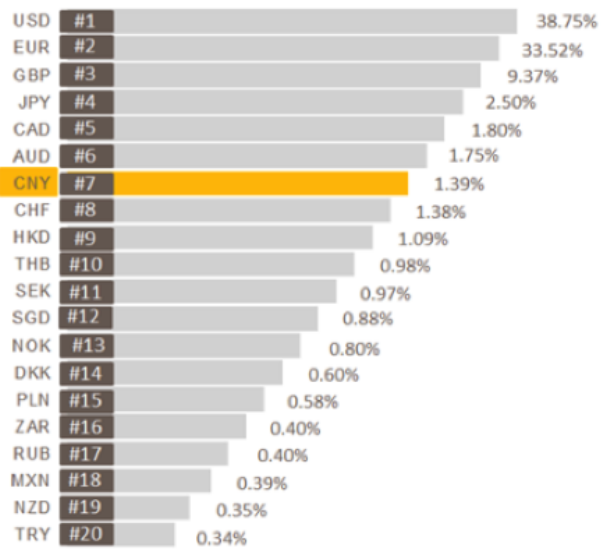
	DUSD	DTB	DINFL	DGDP	DFA
DUSD(-1)	1.241403 (0.87519) [1.41845]	-9.463418 (10.9591) [-0.86352]	-0.081858 (0.31614) [-0.25893]	88.61821 (16.5706) [5.34792]	25.04514 (32.2169) [0.77739]
DUSD(-2)	0.305092 (0.85441) [0.35708]	-22.99313 (10.6990) [-2.14910]	0.106751 (0.30863) [0.34588]	73.67852 (16.1773) [4.55444]	9.753796 (31.4522) [0.31011]
DTB(-1)	-0.081937 (0.12379) [-0.66191]	1.392346 (1.55009) [0.89824]	0.017950 (0.04472) [0.40142]	-11.03851 (2.34380) [-4.70967]	-4.823185 (4.55686) [-1.05844]
DTB(-2)	-0.024127 (0.09237) [-0.26120]	5.410251 (1.15667) [4.67742]	-0.035927 (0.03337) [-1.07673]	-14.46985 (1.74894) [-8.27350]	4.468379 (3.40032) [1.31410]
DINFL(-1)	2.288988 (2.29454) [0.99758]	-9.721488 (28.7323) [-0.33835]	0.149007 (0.82884) [0.17978]	-34.17306 (43.4444) [-0.78659]	-94.52230 (84.4654) [-1.11906]
DINFL(-2)	-0.096082 (3.03099) [-0.03170]	130.3445 (37.9542) [3.43426]	-0.809854 (1.09487) [-0.73968]	-372.6814 (57.3883) [-6.49403]	44.65103 (111.576) [0.40019]
DGDP(-1)	-0.027094 (0.03213) [-0.84332]	0.171554 (0.40230) [0.42643]	0.007998 (0.01161) [0.68915]	-2.397226 (0.60829) [-3.94089]	-1.599720 (1.18266) [-1.35265]
DGDP(-2)	0.005947 (0.01828) [0.32532]	1.314007 (0.22891) [5.74027]	-0.012198 (0.00660) [-1.84727]	-3.005515 (0.34612) [-8.68341]	1.700902 (0.67294) [2.52758]
DFA(-1)	0.029337 (0.02888) [1.01592]	-0.670567 (0.36160) [-1.85446]	0.000996 (0.01043) [0.09551]	2.842070 (0.54675) [5.19812]	0.224806 (1.06300) [0.21148]
DFA(-2)	0.006651 (0.01499) [0.44372]	-0.661976 (0.18770) [-3.52685]	0.004861 (0.00541) [0.89786]	1.426511 (0.28380) [5.02639]	-0.860870 (0.55178) [-1.56018]
C	6.764848 (11.7314) [0.57664]	-359.1349 (146.901) [-2.44473]	0.648590 (4.23768) [0.15305]	1681.173 (222.121) [7.56873]	119.3557 (431.852) [0.27638]
R-squared	0.945277	0.986159	0.933860	0.992754	0.961690
Adj. R-squared	0.398042	0.847754	0.272456	0.920293	0.578592
Sum sq. resids	14.12195	2214.339	1.842670	5062.571	19136.49
S.E. equation	3.757918	47.05677	1.357450	71.15174	138.3347
F-statistic	1.727369	7.125131	1.411936	13.70055	2.510295
Log likelihood	-18.00420	-48.33408	-5.785116	-53.29560	-61.27394
Akaike AIC	4.834034	9.889013	2.797519	10.71593	12.04566
Schwarz SC	5.278532	10.33351	3.242017	11.16043	12.49015
Mean dependent	-2.315000	-7.446667	-3.70E-17	254.4083	38.09667
S.D. dependent	4.843553	120.6004	1.591454	252.0214	213.0981

Determinant resid covariance (dof adj.) 0.000000

Розраховано автором у пакеті EViews8

Додаток Й

Січень 2014



Червень 2015

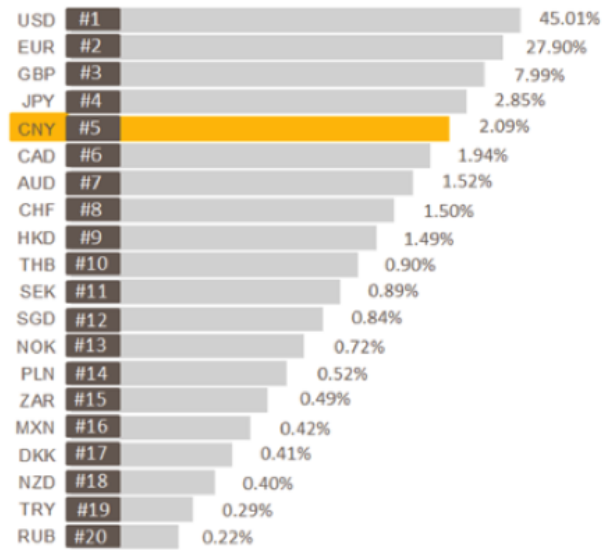


Рис. Й.1. Використання валют у міжбанківській системі SWIFT

Джерело: Складено автором на основі [195].

Додаток К

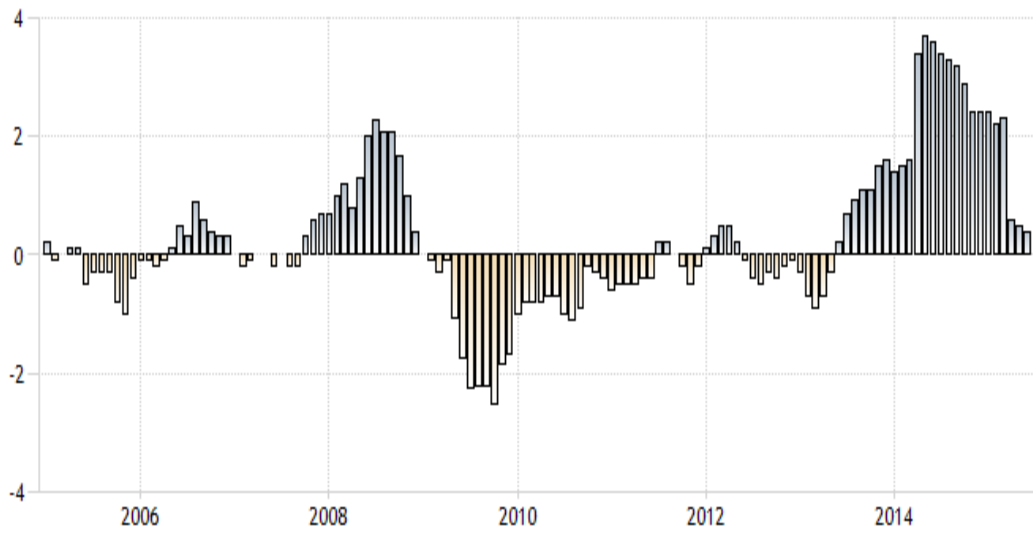


Рис. К.1. Рівень інфляції в Японії

Джерело: Складено автором на основі [266].

Додаток Л

Таблиця Л.1

Експорт, імпорт та торговельний баланс Японії

Рік	Експорт Японії, трлн. єн	Імпорт Японії, трлн. єн	Торговельний баланс
2008	81,02	78,95	2,06
2009	54,17	51,5	2,67
2010	67,39	60,76	6,63
2011	65,54	68,11	-2,56
2012	63,74	70,69	-6,94
2013	68,77	81,24	-11,47
2014	73,09	85,9	-12,82

Джерело: Складено автором на основі [130].

Додаток М

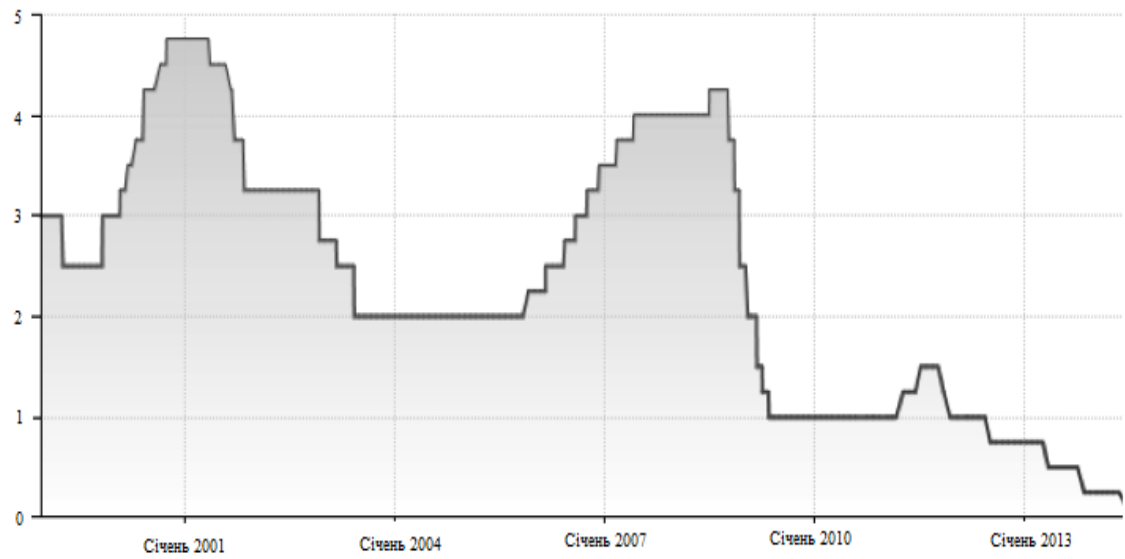


Рис. М.1. Відсоткова ставка Єврозони у 1999-2014 рр.

Джерело: Складено автором на основі [164].

Додаток Н



Рис. Н.1. ВВП Китаю у 1980-1994 рр.

Джерело: Складено автором на основі [179].

Додаток П

Таблиця П.1

Вихідні дані побудови економетричної моделі для Китаю

Рік	CNY/USD	Сальдо торговельного балансу Китаю, 100 млн. дол. США	Фактично залучені прямі іноземні інвестиції до Китаю, 100 млн. дол. США	Золотовалютні резерви Китаю, 100 млн. дол. США
1994	8,62	54	337,67	516,2
1995	8,35	167	375,21	735,97
1996	8,31	122,2	417,26	1050,29
1997	8,29	404,2	452,57	1398,9
1998	8,28	435,7	454,63	1449,59
1999	8,28	292,3	403,19	1546,75
2000	8,28	241,1	407,15	1655,74
2001	8,28	225,5	468,78	2121,65
2002	8,28	304,3	527,43	2864,07
2003	8,28	254,7	535,05	4032,51
2004	8,28	320,9	606,3	6099,32
2005	8,07	1020	603,25	8188,72
2006	7,81	1774,8	630,21	10663,44
2007	7,3	2618,3	747,68	15282,49
2008	6,83	2981,3	923,95	19460,3
2009	6,83	1956,9	900,33	23991,52
2010	6,62	1815,1	1057,35	28473,38
2011	6,29	1549	1160,11	31811,48
2012	6,24	2303	1117,16	33115,89
2013	6,06	2592,4	1175,86	38803,68
2014	6,2	2840	1195,6	39002,2

Джерело: Складено автором на основі [92, 138, 172, 178, 267].

Додаток Р

Таблиця Р.1

Модель векторної авторегресії для КНР

Vector Autoregression Estimates

Date: 11/16/15 Time: 09:47

Sample (adjusted): 1997 2014

Included observations: 18 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

	DEXCH	DFDI	DNFA	DTB
DEXCH(-1)	0.390419 (0.76566) [0.50991]	-173.6948 (269.756) [-0.64390]	6224.475 (4674.68) [1.33153]	-1378.042 (2007.67) [-0.68639]
DEXCH(-2)	0.119697 (0.57515) [0.20811]	-317.7368 (202.635) [-1.56802]	-3380.055 (3511.52) [-0.96256]	689.1531 (1508.12) [0.45696]
DFDI(-1)	0.001098 (0.00121) [0.90849]	-0.571553 (0.42567) [-1.34273]	-1.574688 (7.37647) [-0.21347]	-4.228531 (3.16803) [-1.33475]
DFDI(-2)	0.000900 (0.00133) [0.67690]	-0.308963 (0.46827) [-0.65980]	-5.986242 (8.11477) [-0.73770]	2.863508 (3.48511) [0.82164]
DNFA(-1)	-2.82E-06 (6.4E-05) [-0.04393]	0.032097 (0.02261) [1.41984]	-0.087697 (0.39174) [-0.22386]	0.152211 (0.16825) [0.90470]
DNFA(-2)	-4.82E-05 (0.00011) [-0.44075]	-0.033577 (0.03852) [-0.87168]	1.237314 (0.66753) [1.85358]	-0.185797 (0.28669) [-0.64808]
DTB(-1)	-9.75E-05 (0.00015) [-0.63240]	-0.001557 (0.05431) [-0.02867]	2.178545 (0.94109) [2.31492]	0.314144 (0.40418) [0.77725]
DTB(-2)	8.16E-05 (0.00025) [0.32260]	-0.108338 (0.08912) [-1.21570]	0.754456 (1.54431) [0.48854]	-0.463155 (0.66325) [-0.69831]
C	-0.043334 (0.08065) [-0.53735]	24.61123 (28.4128) [0.86620]	339.4539 (492.372) [0.68943]	161.0049 (211.463) [0.76139]
R-squared	0.418710	0.427062	0.805556	0.361219
Adj. R-squared	-0.097993	-0.082217	0.632718	-0.206586
Sum sq. resids	0.321663	39927.23	11990302	2211618.
S.E. equation	0.189051	66.60599	1154.234	495.7170
F-statistic	0.810350	0.838562	4.660738	0.636168
Log likelihood	10.68070	-94.88087	-146.2240	-131.0107
Akaike AIC	-0.186744	11.54232	17.24711	15.55674
Schwarz SC	0.258442	11.98750	17.69230	16.00193
Mean dependent	-0.117222	43.24111	2108.439	150.9889
S.D. dependent	0.180418	64.02598	1904.556	451.2890
Determinant resid covariance (dof adj.)		2.55E+12		
Determinant resid covariance		1.59E+11		
Log likelihood		-334.3118		
Akaike information criterion		41.14576		
Schwarz criterion		42.92650		

Додаток С

Таблиця С.1.

Вихідні дані побудови економетричної моделі для України

Рік	Індекс інфляції, %	Курс гривні щодо долара США	Зовнішнь-торговельний баланс України, млрд дол США	Сальдо прямих іноземних інвестицій, млрд дол. США	ВВП, млрд. грн.	Рівень безробіття, %	Обсяг золото-валютних резервів, млрд. дол.
2002	-0,6	5,33	3,84	4,39	225,81	10,3	4,47
2003	8,2	5,33	2,83	5,32	267,34	9,7	6,94
2004	12,3	5,3	6,91	6,62	345,11	9,2	9,71
2005	10,3	5,05	1,29	8,84	441,45	7,8	19,39
2006	11,6	5,05	-2,88	16,67	544,15	7,4	22,36
2007	16,6	5,05	-7,26	21,3	720,73	6,9	32,48
2008	22,3	7,79	-13,29	23,34	948,06	6,9	31,54
2009	12,3	7,96	-1,31	29,41	913,35	9,6	26,5
2010	9,1	7,96	-3,02	33,82	1082,56	8,9	28,12
2011	4,6	7,98	-7,05	37,93	1302,08	8,7	31,79
2012	-0,2	7,99	-9,41	43,43	1411,23	8,2	24,55
2013	0,5	7,99	-6,95	48,81	1454,93	7,8	20,41
2014	24,9	15,76	3,88	51,58	1566,73	9,7	7,53

Джерело: за даними Національного банку України, Державної служби статистики України [229, 234, 236, 241, 245, 256].

Додаток Т
Модель Джохансена для України

Таблиця Т.1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.954559	57.13873	47.85613	0.0053
At most 1	0.668461	20.04261	29.79707	0.4200
At most 2	0.417253	6.794500	15.49471	0.6017
At most 3	0.025865	0.314470	3.841466	0.5749

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.954559	37.09612	27.58434	0.0022
At most 1	0.668461	13.24811	21.13162	0.4297
At most 2	0.417253	6.480031	14.26460	0.5524
At most 3	0.025865	0.314470	3.841466	0.5749

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):

FDI	EXCH	NFA	TB
-0.082550	0.900306	-0.114015	-0.235493
-0.085634	0.414100	0.002273	0.043052
0.085646	-0.688459	-0.145784	-0.079168
-0.019543	-0.704578	-0.009950	-0.215798

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(FDI)	D(EXCH)	D(NFA)	D(TB)
0.097187	-0.134916	-0.539034	-1.067185
0.052432	0.051327	0.197110	0.242183
-0.134916	-2.773393	4.583882	-0.365467
-0.539034	4.849286	-1.911408	1.206856

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood -102.8900

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

FDI	EXCH	NFA	TB
1.000000	-10.90622	1.381163	2.852741
	(0.77238)	(0.15394)	(0.26718)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(FDI)	-0.008023
	(0.05262)
D(EXCH)	0.011137
	(0.05773)
D(NFA)	0.228943
	(0.15137)
D(TB)	-0.400307
	(0.09171)

2 Cointegrating Equation(s): Log likelihood -96.26595

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

FDI	EXCH	NFA	TB
1.000000	0.000000	-1.147918	-3.175704
		(0.86536)	(1.40852)
0.000000	1.000000	-0.231893	-0.552753
		(0.08251)	(0.13430)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(FDI)	0.038137	-0.135716
	(0.07305)	(0.60865)
D(EXCH)	0.123497	-0.664804
	(0.06696)	(0.55787)
D(NFA)	-0.163592	-0.598714
	(0.13357)	(1.11280)
D(TB)	-0.236627	3.574325
	(0.11088)	(0.92378)

3 Cointegrating Equation(s): Log likelihood -93.02593

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

FDI	EXCH	NFA	TB
1.000000	0.000000	0.000000	-2.135251
			(0.98486)
0.000000	1.000000	0.000000	-0.342569
			(0.12071)
0.000000	0.000000	1.000000	0.906383
			(0.32728)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(FDI)	-0.053264	0.598996	0.143272
	(0.07522)	(0.61922)	(0.09498)
D(EXCH)	0.205789	-1.326305	-0.127675
	(0.06946)	(0.57185)	(0.08772)
D(NFA)	-0.194893	-0.347105	0.379907
	(0.16371)	(1.34779)	(0.20674)
D(TB)	-0.133264	2.743454	-0.733175
	(0.12466)	(1.02624)	(0.15741)

Dependent Variable: TB

Method: Fully Modified Least Squares (FMOLS)

Date: 11/16/15 Time: 18:46

Sample (adjusted): 2003 2014

Included observations: 12 after adjustments

Cointegrating equation deterministics: C @TREND

Long-run covariance estimate (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 3.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FDI	-0.632055	0.277159	-2.280480	0.0847
GDP	-0.033074	0.007916	-4.177938	0.0139
INF	0.030332	0.176079	0.172264	0.8716
NFA	-0.329465	0.097765	-3.369985	0.0280
UNEMPL	2.480614	0.764873	3.243173	0.0316
EXCH	-0.071304	1.009370	-0.070643	0.9471
C	-11.49306	5.271270	-2.180322	0.0947
@TREND	6.560903	1.475745	4.445824	0.0113

R-squared	0.946719	Mean dependent var	-2.960000
Adjusted R-squared	0.853477	S.D. dependent var	6.095020
S.E. of regression	2.333069	Sum squared resid	21.77283
Durbin-Watson stat	2.228519	Long-run variance	1.044256

Розраховано автором у пакеті Eviews8