

DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-65-67>

УДК 330, 336.74, 338.2 (477)

ВПЛИВ "ГОЛЛАНДСЬКОЇ ХВОРОБИ" НА КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНІСТЬ ЕКОНОМІКИ: УКРАЇНСЬКА ПРАКТИКА

THE IMPACT OF THE 'DUTCH DISEASE ON THE COMPETITIVENESS OF THE ECONOMY: UKRAINIAN PRACTICE

Маршавін Дмитро Юрійович

аспірант,

Академія праці, соціальних відносин і туризму

ORCID: <https://orcid.org/0009-0009-9561-0445>**Marshavin Dmytro**

Academy of Labour, Social Relations and Tourism

Валютно-курсова політика є важливим складником повоєнного відновлення економіки України, фактором її сталого розвитку. У статті досліджується практика формування механізму валютно-курсової політики України та її недоліки, які особливо яскраво проявилися у 2011–2013 роках. На підставі результатів аналізу економічної статистики показано, що через постійні валютні інтервенції Національного банку України, спрямовані на утримання курсу гривні, відбулося не лише втрачання більшої частини міжнародних резервів Національного банку України, але й зниження обсягу експорту та помітне заміщення внутрішнього виробництва імпортом. Це, в свою чергу, викликало падіння виробництва у всіх "торгованих" галузях економіки країни та скорочення зайнятості. Тобто, в економіці України у цей період виникла так звана "Голландська хвороба", причому в фінансовій, а не сировинній, версії. Також запропоновані засоби щодо уникнення повторення подібної ситуації у повоєнний період..

Ключові слова: економічна політика, валютно-курсова політика, "Голландська хвороба", валютні інтервенції, міжнародні резерви НБУ.

The purpose of the article is to analyse the practice of formulating Ukraine's exchange rate policy in the context of the impact of its miscalculations on the country's economy, in particular in 2011–2013, and to identify the causes of the Dutch disease. Another task is to investigate the possibility of the emergence of the Dutch disease due to the inflow of excessive volumes of currency from financial rather than raw material sources. To achieve this goal, the article uses both general scientific and special methods: historical and dialectical, analysis and synthesis, abstract and logical, generalisation, graphical and analytical, and statistical. In 2011–2013, Ukraine found itself in a situation where budget expenditures significantly exceeded revenues, and the possibilities for public borrowing were limited. The problem of overcoming the budget deficit was solved by massive hryvnia emission. To prevent price stability from being disrupted in the run-up to the elections, the emission was bought back at the expense of foreign exchange reserves. This allowed the hryvnia to maintain a stable exchange rate of 8 hryvnia to one US dollar, but it led to a loss of foreign exchange reserves, which decreased from US\$ 37.6 billion to US\$ 15.5 billion over 33 months. At the same time, these years also saw a significant decline in almost all industries producing tradable goods. Against the backdrop of a steadily improving external environment, exports declined while imports increased. By continuously selling foreign exchange reserves, National Bank of Ukraine effectively compensated consumers of imported goods for about 10% of their cost, while Ukrainian producers did not receive such a subsidy. As a result, the exchange rate lost its regulatory function of balancing imports and domestic production, which caused an endogenous recession. This analysis has given the author grounds to argue that during this period Ukraine found itself in a situation of Dutch disease. The classical description of the Dutch disease attributes its cause to abnormal foreign exchange earnings from the sale of commodities with a high rent premium. However, the article shows that the same effect can arise from the inflow of foreign currency to the domestic market from other sources that are not backed by production efforts, in the case of Ukraine in 2011–2013 – from the constant sale of foreign exchange reserves by the National Bank. In the period of post-war recovery, Ukraine may again face a situation of excessive inflows of 'non-export' currency. The experience of 2011–2013 shows that even a relatively small imbalance of 10% of exports can have significant negative consequences. In this regard, the monetary authorities need to develop and be ready to implement a set of measures to protect the economy.

Keywords: economic policy of the state, exchange rate policy, Dutch disease, currency interventions, foreign exchange reserves of the National Bank of Ukraine.

Постановка проблеми. Руйнація Бреттон-Вудської системи у 1970-х роках зумовила запровадження в міжнародних розрахунках "плаваючих" валютних курсів. Після цього валютно-курсова політика почала розглядатися як простий та всеосяжний інструмент стимулювання економічного зростання. Але потужність цього інструменту мала й зворотній бік: помилки у регулюванні валютних курсів ставали руйнівними для всієї економіки.

В світовій економічній науці усталеним є переконання, що заниження курсу національної валюти справляє позитивний ефект на економічне зростання та зайнятість. На практиці ця концепція реалізується монетарною владою у штучних девальваціях або навіть у "валютних війнах" (взаємних конкурентних девальваціях) між країнами. Наприклад, Франсуа Берже, головний виконавчий директор провідного європейського авіавиробника Airbus, у 2014 році закликав до девальвації євро на 10% задля "допомоги експортерам, які страждають від сильного євро". Свою пропозицію він аргументував тим, що "Європа не може бути єдиним економічним регіоном світу, котрий не розглядає свою валюту як зброю, ... як ключовий актив для підтримки своєї економіки" [1]. Й навпаки: було відмічено, що ситуативне, не підкріплене загальним зростанням продуктивності праці, зміцнення національної валюти вчиняє руйнівний вплив на так звані "торговані" галузі. Ця ситуація у науковій літературі отримала назву "Голландська хвороба" [6].

В економічній науці та політиці нашої країни розуміння можливості помірної девальвації як засобу стимулювання економіки поки що не вкоренилося. Відповідно до Закону України "Про національний банк України", цінова стабільність є більшим пріоритетом діяльності НБУ, ніж додержання стійких темпів економічного зростання [16, ст. 6], хоча з точки зору сучасної економічної теорії зв'язок тут вочевидь зворотній. Історично ж, в Україні допускалося вільне коливання валютного курсу під впливом ринкових обставин чи сезонної кон'юнктури, але в деякі періоди учинялося штучне завищення курсу гривні з політичних міркувань. Отже, для визначення стратегій майбутньої валютно-курсової політики важливо дослідити негативний досвід України 2011–2013 років. Тоді, за нашою версією, перманентні валютні інтервенції з метою утримання курсу навколо 8 грн за долар майже миттєво викликали "Голландську хворобу",

що призвела до економічної рецесії. На фоні шоків 2014 року цей історичний довід, нажаль, залишився невідрефлексованим. Але його осмислення є важливим, оскільки у майбутньому, в повоєнний період, Україна може опинитися в тій самій ситуації надмірного притоку на ринок "незаробленої" валюти. На нашу думку це з великою вірогідністю призведе до швидкої втрати значної частини потенціалу "торгованих" галузей економіки, перш за все – промислових підприємств з низькою рентабельністю. В результаті, Україна може безповоротно втратити цілі галузі національної економіки та замість сталого зростання надовго опинитися у стані стагнації в "пастці середнього доходу".

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Концепція "Голландської хвороби" була розроблена в 1977 році журналом The Economist для пояснення занепаду виробничого сектору Нідерландів після відкриття в країні величезних покладів природного газу [6]. Газова галузь, незважаючи на незначну кількість зайнятих в ній працівників, забезпечила приплив в країну аномальної кількості іноземної валюти (як від продажу газу, так й від супутніх інвестицій), що спричинило посилення обмінного курсу голландського гульдену. В результаті, несировинні експортні товари Нідерландів стали дорожчими для купівлі іншими країнами, тоді як імпорт став дешевшим та почав заміщати внутрішнє виробництво. Це спричинило безробіття, падіння експорту продукції обробної промисловості і, як результат, – темпів зростання економіки.

Водночас, приклад Китаю показує, що аномальний приток експортної виручки від продукції обробної промисловості не призводить до "Голландської хвороби": з 2000 по 2021 рік експорт КНР зріс у 9 разів, національна валюта посилилась на чверть, а ВВП країни збільшився майже у 15 разів. Причина в тому, що експортні досягнення Китаю були забезпечені перетоком робочої сили з малопродуктивного сільського господарства на сучасні промислові виробництва з вибуховим зростанням загальної ефективності праці. Грубо кажучи, їх валютна виручка є "заробленою": зростання пропозиції валюти ставало чимось доходами та створювало симетричне зростання попиту на споживчий чи виробничий імпорт, а отже й на валюту. При таких обставинах, будь-які диспропорції на валютному ринку, на відміну від ситуації "Голландської хвороби", автоматично корегуються закриттям малорентабельних експортних

виробництв та, відповідно, зниженням надходження валюти й падінням курсу юаня.

Наукова модель "Голландської хвороби" була розроблена економістами В. М. Корде-ном та Дж. П. Нірі [2] з використанням напрацювань більш ранньої Моделі малої відкритої економіки Солтера-Свона. За Моделлю Солтера-Свона, "торговані" галузі – це ті, що працюють на експорт або продукція яких в більшості випадків може бути заміщена імпортом (сільське господарство, обробляюча промисловість, добувачі виробництва з низькою рентабельністю тощо). Відповідно, "неторговані" галузі – ті, продукцію яких, за великим рахунком, неможна відправити на експорт або замінити імпортом (перш за все – сфера послуг) [3].

З нещодавніх публікацій заслуговує на увагу ґрунтовне дослідження Т. Хардинга, Р. Стефански та Г. Тейвса, які дослідили ефекти "Голландської хвороби" на широкому масиві статистичних даних 23 країн [4].

Стосовно до України, "Голландську хворобу" досліджували В. А. Голян [9], І. М. Червяков [20], О. В. Генералов [11], Є. І. Іванов [13] та інші автори. Однак вони розглядали її в контексті структурної недосконалості економіки України, а не як аспект валютно-курсової політики, яким перш за все є ця проблема. Також не можна погодитись з цими авторами, які, вірно відмічаючи домінування в економіці України галузей з низькою глибиною переробки (металургії, сільського господарства), на цих підставах діагностують у Україні "Голландську хворобу" та "ресурсне прокляття" [10]. На нашу думку, обидва діагнози не можна застосовувати до України. "Голландська хвороба" виникає через ситуативне надходження аномальних обсягів валюти від галузей, в яких зайнята незначна кількість робочої сили або взагалі з джерел, не пов'язаних з виробничим сектором. У випадку ж України ми маємо справу з загальним недостатнім технологічним розвитком більшості секторів промисловості, в результаті чого значна частина первинного та вторинного сектору представлена виробництвами низького рівня переробки. Однак, на цих виробництвах зайнята значна кількість робочої сили, й зароблена ними валюта підкріплена виробничими витратами, тобто вона "урівноважується" відповідним широким попитом на імпортні й вітчизняні товари та не викликає курсових диспропорцій. В той час як "Голландська хвороба" – це, грубо кажучи, зростання позиції валюти без відповідного зростання

попиту на імпорт, обумовленого збільшенням заробітних плат та виробничих закупівель. При цьому віднесення сільського господарства та чорної металургії до "ресурсних" (тобто сировинних) галузей є суперечливим, оскільки для них характерні більш складні, трудомісткі виробничі процеси й на порядок менший розмір сировинної ренти, ніж для дійсно ресурсних галузей (нафто- та газодобування тощо).

Таким чином, незважаючи на ґрунтовні напрацювання у сфері аналізу "Голландської хвороби", переважна більшість авторів розглядають її саме в контексті надходів від продажу ресурсів. Фактично ігноруються інші можливі шляхи надходження "незаробленої" валюти на ринок. – наприклад від масованих запозичень, виплат міждержавних компенсацій/репарацій, розпродажу валютних резервів тощо. На нашу думку, така "сировинна акцентуація" занадто звужує практичну користь від застосування цієї наукової концепції. На прикладі України автор покаже, що той самий згубний ефект "Голландської хвороби" можливо отримати й без сировинних надходів, виключно завдяки стратегічним прорахункам у валютно-курсовій політиці.

Формулювання цілей статті. Завданням статті є проаналізувати досвід валютно-курсової політики України в 2011-2013 роках в контексті згубного впливу її прорахунків на економіку країни (виникнення "Голландської хвороби") з метою попередження подібних помилок у майбутньому.

Виклад основного матеріалу дослідження. На 2011 рік виробнича та фінансова сфера України спромоглися в цілому подолати найбільш важкі наслідки Глобальної фінансової кризи 2008-09 років. ВВП та експортні надходження перейшли до сталого зростання й досягли докризових значень [19, с. 235, 515, 17 с. 252], а НБУ повернувся до регулярних закупівель валюти у золотовалютні резерви. Однак державні фінанси залишалися дефіцитними через хронічне зростання витрат. Як показано на рис. 1, якщо в 2011 році дефіцит Державного бюджету України становив помірні 7% від його доходів, то в 2013 – вже 16%. Як показують результати аналізу, причиною цього дефіциту стало волонтаристське підвищення бюджетних видатків, яке значно випереджало зростання економіки.

З кількох причин можливості боргового фінансування дефіциту Державного бюджету України у 2011–2013 рр. були обмежені. Так, з 1.01.2011 по 01.01.2014 сума облігацій

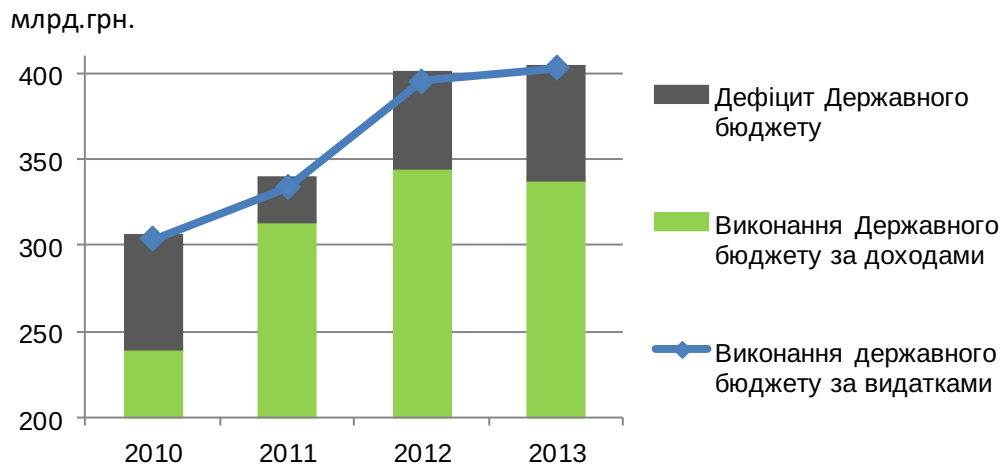


Рис. 1. Фактичні доходи, видатки та дефіцит державного бюджету у 2010–2013 роках

Джерело: складено автором за даними звітів про виконання державних бюджетів України за відповідний рік

внутрішніх державних позик (ОВДП) у портфелях українських комерційних банків, юридичних та фізичних осіб збільшилася всього на 28 млрд. грн. при сукупному бюджетному дефіциті за ці роки у 142 млрд. грн. Тобто, незважаючи на надвисокі відсоткові ставки (середня доходність розміщення ОВДП у 2012 та 2013 роках сягнула рекордних для того періоду 13%), внутрішні запозичення покривали лише 20% бюджетних потреб [15]. Ситуація із можливістю нарощування зовнішнього кредитування у цей період виглядала ще складніше, свідченням чого є незмінність сума сукупного зовнішнього боргу сектору державного управління та НБУ [8].

Тому дефіцит Державного бюджету й державних позабюджетних фондів компенсувався масованою грошовою емісією, яка неминуче мала викликати значну інфляцію. При цьому, за результатами вивчення суспільної думки, у ті часи саме зростання цін бачилося населенням України найбільшою проблемою та страхом [21]. Вочевидь, напередодні відносно конкурентних парламентських (жовтень 2012 року) та президентських виборів (запланованих на березень 2015 року) чинна влада за будь-яку ціну намагалася уникнути інфляції.

Протиріччя між емісійним фінансуванням бюджетного дефіциту та потребою у стримуванні зростання цін було вирішено за рахунок широких інтервенцій Національного Банку на валютному ринку. Валютні інтервенції НБУ виконували два взаємопов'язаних завдання. По-перше, вони стабілізували курс гривні, а відповідно й ціну імпортованих товарів,

які становили суттєву частку у споживанні як домогосподарств, так і підприємств (у 2010–2013 роках обсяги імпорту дорівнювали приблизно половині ВВП [19, с. 33]). По-друге, валютні інтервенції виводили з обігу "зайву" гривню, зменшуючи або навіть нівелюючи емісійний тиск на ціни.

Переломним моментом тут є червень 2011 року: якщо до цього терміну сальдо валютних інтервенцій трималося майже на нульовому рівні, а міжнародні резерви НБУ зростали, то потім почалося невпинне падіння обох показників (рис. 2).

За період з червня 2011 року по лютий 2014, тобто за 33 місяці, Національний банк у такий спосіб вивів з обігу приблизно 160 млрд грн. (еквівалент 20,5 млрд. доларів США) при розмірі грошової бази на 01.03.2014 у 308 млрд. грн. [12, вкладка 3.1.1]. Вочевидь, без цих валютних інтервенцій кількість гривень в обігу на цю дату була б на 50% вищою, відповідно вирости б внутрішні ціни та валютний курс.

Механізм фінансування бюджету за рахунок валютних резервів НБУ виглядав наступним чином. Міністерство фінансів випускало державні облігації для фінансування дефіциту бюджету. НБУ викупав ці облігації через "споріднені" комерційні банки (адже пряме кредитування Державного бюджету для Національного банку є забороненим законодавством [16, ст. 54]). Крім того, у цей період постійно виводилися кошти, накопичені на рахунках центральних органів державної влади та управління в НБУ, в результаті залишок по цих рахунках зменшилися з 33 до 4 млрд. грн.

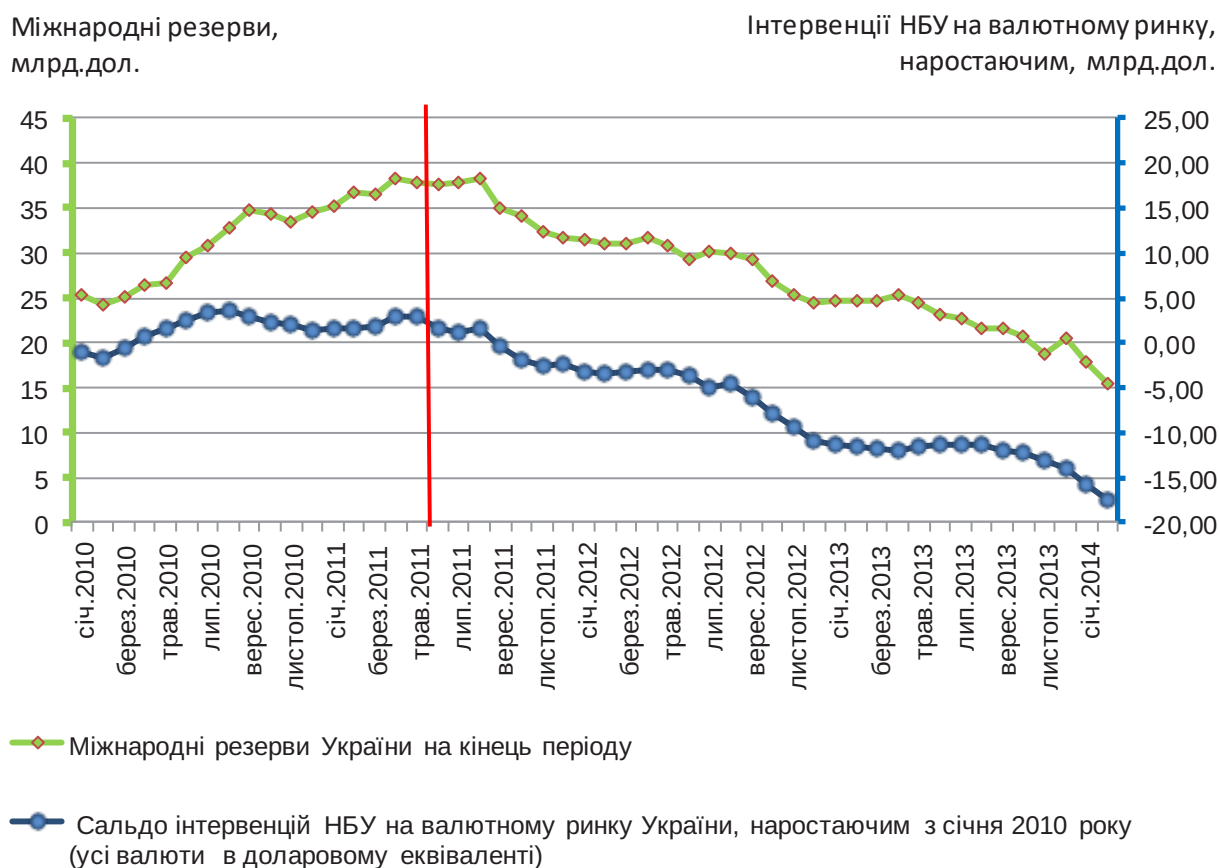


Рис. 2. Міжнародні резерви України та сальдо валютних інтервенцій НБУ у 2010–2013 роках

Джерело: складено автором за даними НБУ

За своїм змістом та наслідками і перше, й друге було емісією, яка збільшувала грошову базу і яку доводилося викупати, щоб зберегти цінову стабільність. В результаті, з червня 2011 року по лютий 2014 чисті вимоги НБУ до органів державного управління (тобто вкладення у держборг) збільшилися в 6,5 разів, а саме на 154 млрд гривень – суму, яка цілковито співпадає з сальдо валютних інтервенцій НБУ за цей період (приблизно мінус 160 млрд. грн.) [2, вкладка 3.1.1]. Коефіцієнт кореляції між цими показниками за означений період, розрахований нами по місяцях, становить мінус 0,96, тобто можна говорити про цілковитий взаємозв'язок між емісією на бюджетні потреби та продажем валюти Національним банком.

Отже, у 2011–2013 роках емітована гривня майже автоматично вилучалась з обігу за рахунок продажу валюти з міжнародних резервів НБУ. Підтвердженням цього є те, що у цей період ці резерви зменшувалися абсолютно симетрично інтервенціям: розрахований нами помісячний коефіцієнт кореляції становить 0,98. З червня 2011 по лютий 2014 року НБУ продавав більше валюти, ніж

купував 24 місяця з 33. В результаті, грошова база зростала помірними темпами, проте одночасно убавлялися валютні резерви. При цьому загальне від'ємне сальдо валютних інтервенцій склало 20,5 млрд. дол. при залишку міжнародних резервів НБУ на 1.03.2014 р. у 15,5 млрд. дол., тобто менш ніж за 3 роки було втрачено більше половини валютних резервів [2, вкладка 3.1.9]. Ця ціна була заплачена за штучну стабілізацію курсу гривні у 2011–2013 роках навколо 8,00 (±2%) грн. за долар.

Середні темпи чистого продажу валюти з міжнародних резервів НБУ за цей період дорівнювали приблизно 620 млн. доларів на місяць (у доларовому еквіваленті). Оскільки середньомісячний попит на валюту з боку імпортерів тоді становив 6-8 млрд. доларів, образно можна казати, що Національний банк за рахунок ЗВР постійно оплачував біля 10% імпорту країни.

Враховуючи вищевикладене, автор вважає, що у 2011–2013 роках Україна потрапила в ситуацію "Голландської хвороби". В класичному визначенні вона виникає через надмірний приток до країни валюти від ресурсної

ренти [1]. Але далі буде показано, що той самий руйнівний для економіки ефект може учинитися й від надходження на внутрішній ринок значних обсягів "незаробленої" іноземної валюти, не підкріпленої відповідним виробництвом та зростанням продуктивності праці. Це призводить до надмірного зміцнення національної валюти та одночасно до падіння виробництва й зайнятості в "торгованих" галузях з низькою рентабельністю. Виходило, що у 2011–2013 роках кожен покупець імпортованих товарів чи послуг отримував з валютних резервів НБУ відшкодування порядку 10% суми витрачених коштів. Водночас, споживачі вітчизняних товарів та експортери такої компенсації не отримували. Отже, в умовах виробничої інфляції, яка за 2010–13 роки сумарно становила 49%, та зростання заробітної плати за цей період на 46% [19, с. 62, 363], конкурентоспроможність вітчизняних виробництв відносно іноземних товарів постійно знижувалась.

У повній відповідності до положень концепції "Голландської хвороби", після запровадження у 2011 році заходів із штучного завищення курсу національної валюти, у 2012–2013 роках майже всі галузі економіки почали демонструвати падіння індексів фізичного обсягу виготовленої продукції (рис. 3). Виключенням тут є лише залежне

від кліматичних факторів сільське господарство, де відбулося зростання завдяки рекордному врожаю зернових культур у 2013 році [19, с. 143].

В той час, як майже всі "торговані" галузі демонстрували різкий спад і у 2012, і у 2013 роках, в "неторгованих" галузях (до яких, враховуючи високу відкритість української економіки, із впевненістю можна віднести лише роздрібну торгівлю, сферу послуг та житлове будівництво) у ці роки спостерігалось зростання (рис. 4).

Деградаційні процеси в 2012–13 роках відбулися й на сфері трудової зайнятості. Статистичний показник зайнятості населення (який розраховується методом вибіркового обстеження за методологією МОП) не демонстрував зниження зайнятості у цей період. Проте, як зображено на рис. 5, більш об'єктивні обліково-статистичні показники ринку праці – зареєстрованої кількості найманих працівників та середньооблікової кількості штатних працівників, показали помітне зниження у 2013 році у порівнянні із 2010–2011 роками (за 3 роки на 7% та 6% відповідно).

Судячи з наведених вище даних, у 2012–2013 роках в економіці України спостерігалася прихована рецесія. Статистика індексів фізичного обсягу ВВП, яка показала у 2012 р. приріст в 5,4% та +0,2% у 2013, як і ста-

Індекси продукції за галузями економіки
(у відсотках до попереднього року;
2010 рік умовно прийнятий за 100%)

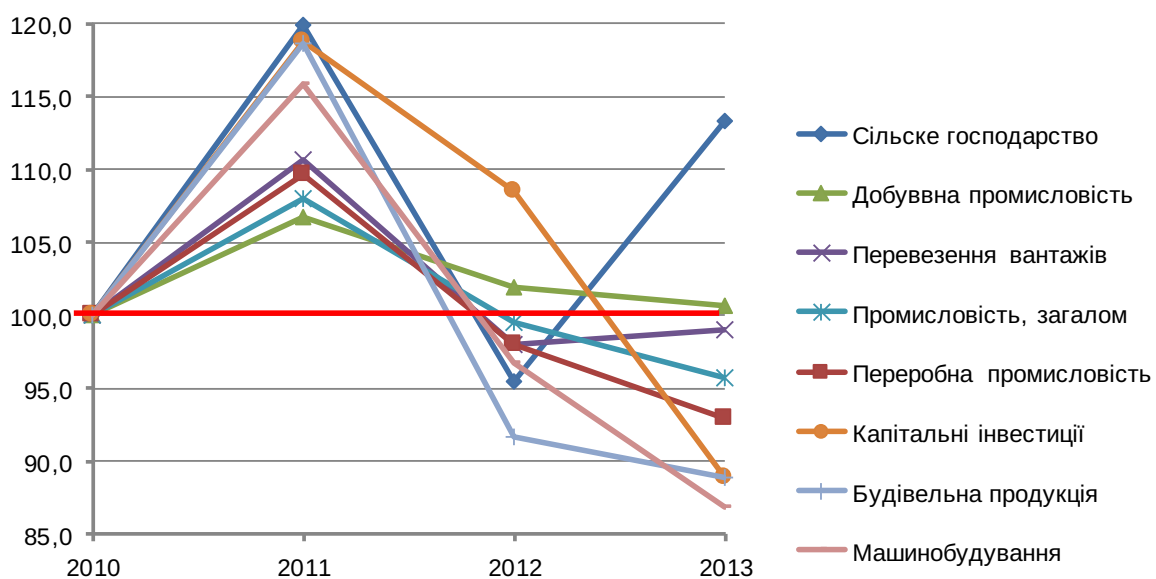


Рис. 3. Зміна індексів виробництва у 2010–2013 роках

Джерело: складено автором за даними [19, с. 95, 96, 127, 186, 193, 211]

Індекси продукції за галузями економіки та ВВП
(у відсотках до попереднього року;
2010 рік умовно прийнятий за 100%)

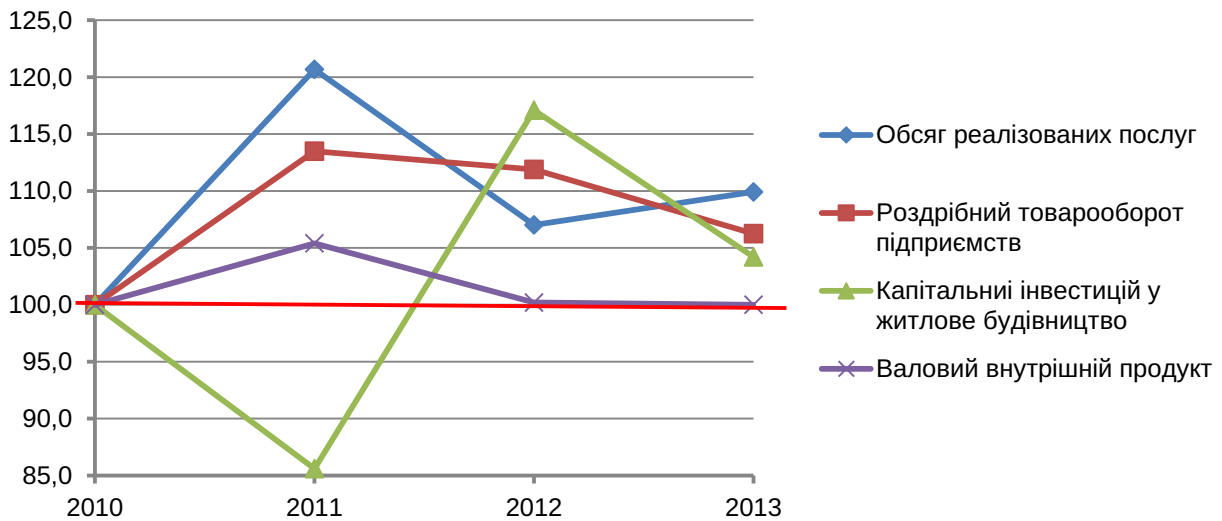


Рис. 4. Зміна індексів виробництва у "неторгованих" галузях та ВВП у 2010–2013 роках
Джерело: складено автором за даними [19, с. 30, 196, 258, 276]

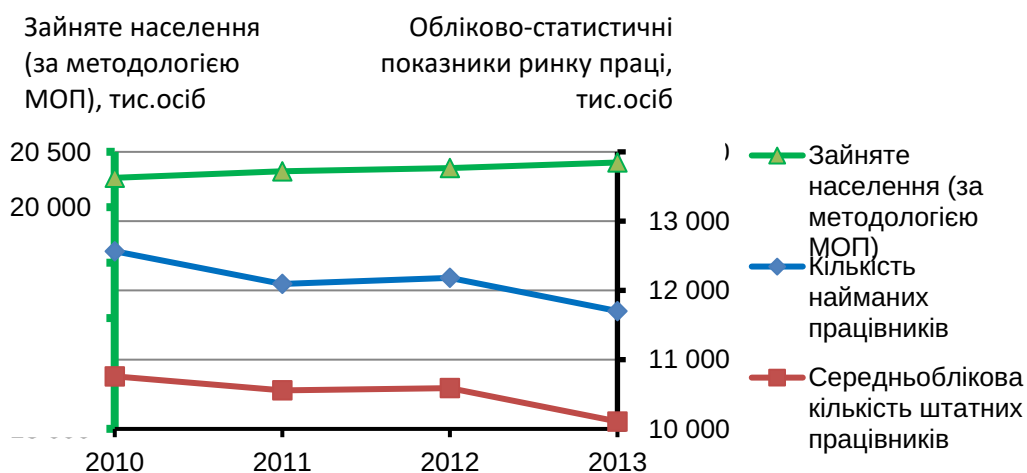


Рис. 5. Показники зайнятості населення у 2010–2013 роках
Джерело: складено автором за даними [19, с. 333, 335, 343]

тистика приросту ВВП у фактичних цінах (+8% у 2012 та +4% у 2013) цього не висвітлюють. Але в даному випадку ці показники, вочевидь, не можуть вважатися абсолютно об'єктивними, оскільки галузева статистика демонструвала повсюдний різкий спад. Залишається відповісти на питання, був цей спад викликаний несприятливою зовнішньою кон'юктурою чи внутрішніми чинниками (зокрема, "Голландською хворобою")?

Як можна побачити на рис. 6, у 2013 році український експорт знизився на 5%. Треба визначити, було це падіння експорту причи-

ною рецесії чи її результатом? Автор вважає, що правильним є друга відповідь, оскільки цей спад відбувався на фоні стабільності чи навіть зростання на 1% у 2013 наших експортних цін (індекс Пааше), а отже він не пов'язаний з шокним погіршенням цінової кон'юкттури [14]. Біржові ціни на наш головний у ті часи експортний товар – чорні метали, у 2012–2014 роках майже не змінювалися та знаходилися на середньому для 2010-х років рівні [7]. Ціни на пшеницю у той період піддавалися більшим коливанням, але з літа 2010 року до літа 2014 їх середній рівень зна-

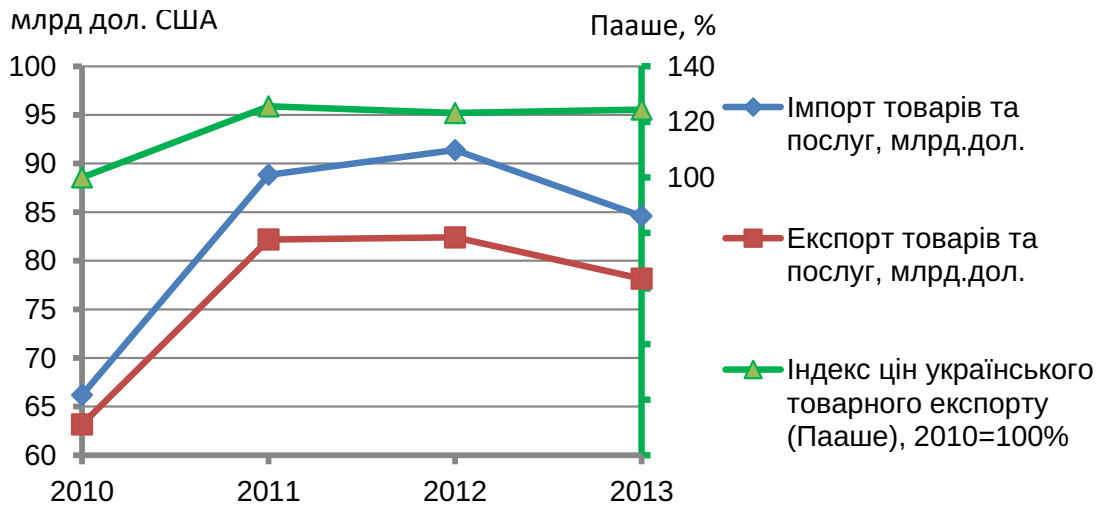


Рис. 6. Показники зовнішньої торгівлі України у 2010–2013 роках

Джерело: складено автором за даними [14; 17, с. 252, 262; 18, с. 246, 256; 19, с. 235, 244]

чно перевищував котування у роки до цього періоду та після [5].

Також цей спад експорту складно зв'язати із втратою певних ринків чи іншими зовнішньополітичними чинниками. Хоча вже з літа 2013 року РФ з політичних міркувань почала вчиняти певні перепони українському експорту, спочатку вони носили скоріш залякуючий характер. Навіть якщо весь спад у торгівлі з Росією в 2013 році (мінус 2,6 млрд. дол.) був викликаний неекономічними чинниками, цього буде недостатньо, щоб пояснити загальне падіння експорту в цей рік у 4,2 млрд. дол. Отже, на думку автора, регрес нашого експорту у 2012–2013 роках, як і загальне падіння виробництва в "торгованих" галузях, були обумовлені внутрішньоекономічними причинами, причому не структурними, які проявляються значно повільніше, а суто монетарними, що починають діяти майже миттєво. Основною із таких причин є "Голландська хвороба", що підтверджується динамікою українського імпорту.

Якщо у 2010 році імпорт товарів та послуг приблизно дорівнював експорту (що відповідає економічній логіці), то у 2011, 2012, 2013 роках обсяг імпорту вже суттєво перевищував величину експорту – на 8%, 11% та 8% відповідно (рис. 6). Вочевидь, такий стан справ не міг скластися без якогось джерела постійного "підживлення" валютного ринку неекспортною валютою. В умовах неможливості нарощення зовнішніх запозичень та інвестицій, таким джерелом стали постійні валютні інтервенції НБУ (їх від'ємне сальдо узгоджується з сумою перевищення імпорту

над експортом за цей період). У повній відповідності з теорією "Голландської хвороби", в той час як внутрішнє виробництво деградувало, імпорт процвітав, заміщаючи вітчизняне виробництво. В нормальній ситуації дії ринкового механізму, постійне перевищення розміру імпорту над експортом призвело б до корекції курсу національної валюти, здорожчання імпорту та відносного здешевлення вітчизняного виробництва, що сприяло б відновленню рівноваги між виробництвом та споживанням. Але за рахунок постійних інтервенцій з валютних резервів НБУ цей запобіжний механізм виявився "вимкненим", після чого помилки у валютно-курсовій політиці запустили каскадне руйнування сфери матеріального виробництва.

Висновки. Економічна влада України тривалий період намагалася вирішити два взаємовиключних завдання: проводити масовану грошову емісію на бюджетні потреби та утримувати цінову стабільність. Особо яскраво такий підхід явив себе у 2011–2013 роках, коли вирішенням цього протиріччя стали постійні інтервенції з валютних резервів НБУ. Ці інтервенції виводили з ринку емітовану гривню та штучно утримували національну валюту від знецінення. Однак, такий зміст валютно-курсової політики крім очевидного наслідку – втрати валютних резервів, приніс ще один згубний результат. Надлишок валюти на ринку призвів до порушення роботи регуляторної функції курсоутворення, що мала утримувати економічний баланс між імпортом та внутрішнім виробництвом. В результаті, іноземні товари подешевшали

та почали заміщати українські як на внутрішньому ринку, так і на зовнішніх. Країна майже миттєво отримала спад виробництва у "торгованих" галузях, тобто опинилася в ситуації "Голландської хвороби" в несировинній її версії.

Аналіз цього негативного досвіду сприятиме виключенню повторення аналогічних помилок у майбутньому, коли Україна може знову зіткнутися з ситуацією надмірного надходженнями "неекспортної" валюти. Досвід 2011–2013 років показує, що навіть відносно незначна диспропорція у 10% "незаробленої" валюти від суми експорту може стати згубною для економіки. Монетарній владі потрібно бути готовою уважно відслідковувати ситуацію та не допускати надлишкову "неекспортну" валюту на ринок або виводити її шляхом викупу у валютні резерви за емітовану гривню.. Емісія та помірні інфляція

призведуть до "валютизації" економіки, але в контексті запобігання "Голландської хвороби" це є, як не парадоксально, благом, оскільки валютні заощадження населення та бізнесу зв'яжуть зайву валюту та не дозволять курсу гривні занадто зміцніти на шкоду економічному зростанню. Досвід 2011–2013 років свідчить, що потрібно робити пріоритетом зростання економіки, а не курсову стабільність, тим більше, що у середньо- та довгостроковій перспективі цінова стабільність є похідною від темпів економічного розвитку.

Напрямом подальшого дослідження має стати математичний апарат, який узгоджував би розмір грошової бази з темпами зростання економіки, відсотковою ставкою, динамікою експортних надходжень, потенціальними загрозами для курсової стабільності тощо з метою більш ефективного здійснення Національним банком валютно-курсної політики.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Airbus Chief Calls for Weaker Euro. *The Global Treasurer*, 2014. 8 Jul. URL: <https://www.theglobaltreasurer.com/2014/07/08/airbus-chief-calls-for-weaker-euro> (дата звернення: 03.08.2024).
2. Corden W. M., Neary J. P. Booming Sector and De-Industrialisation in a Small Open Economy. *The Economic Journal*. Vol. 92. № 368. 1 Dec. 1982. P. 825–848. DOI: <https://doi.org/10.2307/2232670>.
3. Frankel J. Resuscitating the Salter-Swan model of a small open economy. *VoxEU CEPR*. 2 Oct 2023. URL: <https://cepr.org/voxeu/columns/resuscitating-salter-swan-model-small-open-economy> (дата звернення: 03.08.2024).
4. Harding T., Stefanski R., Toews G. Boom Goes the Price: Giant Resource Discoveries and Real Exchange Rate Appreciation. *The Economic Journal*. Vol. 130. № 630. 2020. Aug. P. 1715–1728. DOI: <https://doi.org/10.1093/ej/ueaa016>.
5. London Wheat Futures. *Investing.com*. URL: <https://www.investing.com/commodities/london-wheat> (дата звернення: 03.08.2024).
6. The Dutch Disease. *The Economist*. 1977. 26 Nov. P. 82–83. URL: <https://www.uio.no/studier/emner/sv/oekonomi/ECON4925/h08/undervisningsmateriale/DutchDisease.pdf> (дата звернення 03.08.2024).
7. US Steel Coil Futures. *Investing.com*. URL: <https://www.investing.com/commodities/us-steel-coil-futures> (дата звернення: 03.08.2024).
8. Валовий зовнішній борг України. *Національний банк України*. URL: https://bank.gov.ua/files/ES/ZB_VPM5_q.xlsx (дата звернення: 03.08.2024).
9. Голян В. А., Гордійчук А. І., Андросчук І. І. Рентна плата за природний газ у контексті виникнення феномену "голландської хвороби": українські реалії. *Бізнес Інформ*. 2019. № 12. С. 210–216. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2019-12-210-216>.
10. Голян В. А. Економічна криза в Україні: феномен "голландської хвороби" та рецидив "ресурсного прокляття". *Економіка та держава*. 2016. №7. С. 4-15. URL: http://www.economy.in.ua/pdf/7_2016/3.pdf (дата звернення: 03.08.2024).
11. Генералов О. В., Бінюй Чжанг. Експортоорієнтований розвиток та проблеми "голландської хвороби" на прикладі України. *Ефективна економіка* 2023. № 10. DOI: <http://dx.doi.org/10.32702/2307-2105.2023.10.57>.
12. Грошово-кредитна статистика Національного банку України. *Національний банк України*. URL: https://bank.gov.ua/files/3.1-Monetary_Statistics.xlsx (дата звернення: 03.08.2024).
13. Іванов Є. І. Аналіз "Голландської хвороби" з використанням прикладної моделі загальної рівноваги GTAP. *Причорноморські економічні студії*. 2019. № 42. С. 225–229. URL: http://bses.in.ua/journals/2019/42_2019/43.pdf (дата звернення: 03.08.2024).

14. Індекси фізичного обсягу, середніх цін та умов торгівлі у зовнішній торгівлі України товарами. *Державна служба статистики України*. URL: https://csv2.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2021/zd/in_fiz/arh_in_fiz_21_u.htm (дата звернення: 03.08.2024).
15. ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу. *Національний банк України*. URL: https://bank.gov.ua/files/Depository/T-bills_debt.xlsx (дата звернення: 03.08.2024).
16. Про Національний банк України : Закон України від 20 травня 1999 року № 679-XIV URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14> (дата звернення: 03.08.2024).
17. Статистичний щорічник України за 2011 рік / за ред. О.Г. Осауленка Київ : Август-трейд, 2012. 560 с.
18. Статистичний щорічник України за 2012 рік / за ред. О.Г. Осауленка Київ : Август-трейд, 2013. 552 с.
19. Статистичний щорічник України за 2013 рік / за ред. О.Г. Осауленка. Київ : Консультант, 2014. 536 с.
20. Червяков І.М. Фактори уповільнення економічного зростання: "голландська хвороба", "прокляття ресурсів" та шляхи їх подолання. *Культура народів Причорномор'я*. 2014. № 274. С. 233-236. URL: <http://dspace.nbuv.gov.ua/bitstream/handle/123456789/94801/58-Chervyakov.pdf> (дата звернення: 03.08.2024).
21. Чого більш за все бояться українці? *ІА УНІАН*. 21 березня 2012. URL: <https://www.unian.net/society/624830-chego-bolshe-vsego-boyatsya-ukraintsyi-opros.html> (дата звернення: 03.08.2024).

REFERENCES:

1. Airbus Chief Calls for Weaker Euro. *The Global Treasurer*, 2014. 8 Jul. Available at: <https://www.theglobaltreasurer.com/2014/07/08/airbus-chief-calls-for-weaker-euro> (accessed August 3, 2024).
2. Corden W. M., Neary J. P. Booming Sector and De-Industrialisation in a Small Open Economy. *The Economic Journal*. Vol. 92. № 368. 1 Dec. 1982. P. 825–848. DOI: <https://doi.org/10.2307/2232670>.
3. Frankel J. Resuscitating the Salter-Swan model of a small open economy. *VoxEU CEPR*. 2 Oct 2023. Available at: <https://cepr.org/voxeu/columns/resuscitating-salter-swan-model-small-open-economy> (accessed August 3, 2024).
4. Harding T., Stefanski R., Toews G. Boom Goes the Price: Giant Resource Discoveries and Real Exchange Rate Appreciation. *The Economic Journal*. Vol. 130. № 630. 2020. Aug. P. 1715–1728. DOI: <https://doi.org/10.1093/ej/ueaa016>
5. London Wheat Futures. *Investing.com*. Available at: <https://www.investing.com/commodities/london-wheat> (accessed August 3, 2024).
6. The Dutch Disease. *The Economist*. 1977. 26 Nov. P. 82–83. Available at: <https://www.uio.no/studier/emner/sv/oekonomi/ECON4925/h08/undervisningsmateriale/DutchDisease.pdf> (accessed August 3, 2024).
7. US Steel Coil Futures. *Investing.com*. Available at: <https://www.investing.com/commodities/us-steel-coil-futures> (accessed August 3, 2024).
8. Valovyi zovnishnii borh Ukrainy. Natsionalnyi bank Ukrainy [Gross Foreign Debt of Ukraine. National Bank of Ukraine]. Available at: https://bank.gov.ua/files/ES/ZB_BPM5_q.xlsx (accessed August 3, 2024).
9. Holian V. A., Hordiichuk A. I., Androshchuk I. I. (2019) Rentna plata za pryrodnyi haz u konteksti vynyknennia fenomenu "hollandskoi khvoroby": ukrainski realii [Rent for Natural Gas in the Context of the Phenomenon of Dutch Disease: Ukrainian Realities]. *Biznes Inform – Business Inform*, vol. 12. pp. 210–216. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2019-12-210-216>.
10. Holyan V. A. (2016) Ekonomichna kryza v Ukraini: fenomen "hollandskoi khvoroby" ta retsydyv "resursnoho prokliattia" [The Economic Crisis in Ukraine: the Phenomenon of Dutch Disease and the Recurrence of the Resource Curse]. *Ekonomika ta derzhava – The Economics and the State*, vol. 7, pp. 4–15. Available at: http://www.economy.in.ua/pdf/7_2016/3.pdf (accessed August 3, 2024).
11. Generalov O., Binyu Zhang (2023) Ekspoorientovanyi rozvytok ta problemy "hollandskoi khvoroby" na prykladi Ukrainy [Export-oriented Development and the Problems of the Dutch Disease on the Example of Ukraine]. *Efektivna ekonomika – The Efficient Economy*, vol. 10. DOI: <http://dx.doi.org/10.32702/2307-2105.2023.10.57>.
12. Hroshovo-kredytna statystyka Natsionalnoho banku Ukrainy. Natsionalnyi bank Ukrainy [Monetary and Credit Statistics of the National Bank of Ukraine. National Bank of Ukraine]. Available at: https://bank.gov.ua/files/3.1-Monetary_Statistics.xlsx (accessed August 3, 2024).
13. Ivanov Ye. I. (2019) Analiz "Hollandskoi khvoroby" z vykorystanniam prykladnoi modeli zahalnoi rivnovahy GTAP [Analyzing "Dutch Disease" by Means of Computable General Equilibrium Model GTAP]. *Prychornomorski ekonomichni studii – Black Sea Economic Studies*, vol. 42, pp. 225–229. DOI: http://bses.in.ua/journals/2019/42_2019/43.pdf (accessed August 3, 2024).
14. Indeksy fizychnoho obsiahu, serednikh tsin ta umov torhivli u zovnishnii torhivli Ukrainy tovaramy. Derzhavna sluzhba statystyky Ukrainy [Indices of Physical Volume, Average Prices and Terms of Trade in Ukraine's

Foreign Trade in Goods. State Statistics Service of Ukraine]. Available at: https://csrv2.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2021/zd/in_fiz/arh_in_fiz_21_u.htm (accessed August 3, 2024).

15. OVDP, yaki znakhodiatsia v obihu, za sumoiu osnovnoho borhu. Natsionalnyi bank Ukrainy [Domestic Government Bonds in Circulation by the Amount of the Principal Debt. National Bank of Ukraine]. Available at: https://bank.gov.ua/files/Depository/T-bills_debt.xlsx (accessed August 3, 2024).

16. Law of Ukraine About the National Bank of Ukraine from May 20 1999, № 679-XIV. Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14> (accessed August 3, 2024).

17. Statystychnyi shchorichnyk Ukrainy za 2011 rik [Statistical Yearbook of Ukraine for 2011]. Kyiv: "Avhust-treid", 2012, 560 p. (in Ukrainian).

18. Statystychnyi shchorichnyk Ukrainy za 2012 rik [Statistical Yearbook of Ukraine for 2012]. Kyiv: "Avhust-treid", 2013, 552 p. (in Ukrainian).

19. Statystychnyi shchorichnyk Ukrainy za 2013 rik [Statistical Yearbook of Ukraine for 2013]. Kyiv: Konsultant, 2014, 536 p. (in Ukrainian)

20. Chervyakov I.M. (2014) Faktory upovilnennia ekonomichnoho zrostannia: "hollandska khvoroba", "prokliat-tia resursiv" ta shliakhy yikh podolannia [Factors for Increasing Economic Growth: Dutch Disease, the Resources Curse and Ways of their Destruction]. *Kultura narodiv Prychornomia – Culture of the Peoples of the Black Sea Region*, vol. 274, pp. 233–236. Available at: <http://dspace.nbuv.gov.ua/bitstream/handle/123456789/94801/58-Chervyakov.pdf> (accessed August 3, 2024).

21. Choho bilsh za vse boiatsia ukraintsi? (2012) [What are Ukrainians Most Afraid of?] UNIAN, Mar 21. Available at: <https://www.unian.net/society/624830-chego-bolshe-vsego-boyatsya-ukraintsyi-opros.html> (accessed August 3, 2024).