

В. Л. Осецький, доктор економічних наук,
професор кафедри економічної теорії,
макро- та мікроекономіки Київського національного
університету імені Тараса Шевченка
І. Ю. Калінкова, магістр економічних наук,
аспірант Київського національного
університету імені Тараса Шевченка

АКТИВІЗАЦІЯ ДІЇ МЕХАНІЗМУ ТРАНСМІСІЇ ЕКОНОМІЧНИХ ШОКІВ ЯК ШЛЯХ НОРМАЛІЗАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ

Здійснено огляд рекомендацій щодо вдосконалення макроекономічної політики України шляхом перезапуску механізму трансмісії економічних шоків як способу мінімізувати дисбаланси і досягти стабільного зростання. Пропонується кілька шляхів термінового таргетування макроекономічних змінних з метою нормалізації функціонування монетарної сфери України.

Одним із ключових результатів є висновок, згідно з яким таргетування окремих аспектів валютного ринку, боргового тиску, надлишкової ліквідності, а також платіжного балансу прискорять пошквдження вітчизняної економіки і створять фундамент для підвищення ефективності у майбутньому.

Ключові слова: відкритість економіки; трансмісія економічного шоку; адаптаційна політика; таргетування.

Current paper performs a preview of the relevant measures to improve Ukraine macroeconomic policy using promoted economic shocks mechanism. Consequently a list of recommendations was represented for the further monetary functions improvement in Ukraine in case of their accomplishment among the nearest periods.

Following currency targeting, debt targeting and extra liquidity as well as balance of payment targeting will accelerate national economy recovery and provide a base for efficiency improvement in the future.

Key words: economic openness; economic shock transmission; adaptation policy; targeting.

Постановка проблеми. Під час світової фінансово-економічної кризи (2007–2009 рр.) домінуючими факторами, які впливали на зменшення кредитної активності банків, були незалежні від Національного банку причини: глобальна криза ліквідності; високі девальваційні очікування; масове вилучення депозитів, брак довгострокової ресурсної бази у банків; іпотечна криза; брак ліквідного забезпечення у позичальників; зниження кредитоспроможності позичальників та їхньої ділової активності; зростання незахищеності прав кредиторів у результаті прийняття низки антикризових норм на користь позичальників і недосконалості вітчизняної судової системи; зростання проблемних кредитів і незахищеності прав кредиторів; наявність у банків більш доходних сегментів вкладення ресурсів.

Сучасна грошово-кредитна політика в Україні, як і в докризовий період, відчуває слабкість впливу монетарних інструментів на фінансовий ринок. Кредитний бум і його стимулювальний вплив на макроекономічні показники (зайнятість, інвестиції, споживання,

© В. Л. Осецький, І. Ю. Калінкова, 2015

ВВП, інфляційні процеси) змінився кредитним стисненням. Через банкрутство понад 40 банків за 2015 р. банківська система втратила 200 млрд грн, що становить 9,5 млрд дол., або 18 % прогнозованого валового випуску в поточних цінах. Це одна з причин зменшення сукупного попиту та інвестиційних вкладень в економіку, що підтверджується відтоком прямих інвестицій за перше півріччя 2015 р. у розмірі 1,2 млрд дол. Економіка отримала потужний інфляційний імпульс, який оперативно підвищив реальний валютний курс понад рівноважне значення, що слід сприймати як один із ключових чинників “експортоорієнтованого спаду” та привід для подальшої девальвації. При цьому, за прогнозом НБУ, вже з III кварталу 2015 р. економічне зростання відновиться за рахунок експортних доходів (за I півріччя експорт скоротився на 35 % порівняно з аналогічним періодом 2014 р.), причому дефіцит платіжного балансу, забезпечений нерівномірним скороченням як експорту, так і імпорту, скоротився у першому півріччі майже втричі порівняно з аналогічним періодом 2014 р. У результаті, за даними Світового банку, економіка України може скоротитися на 7,5 % у 2015 р., тоді як прогноз падіння українських інвестиційних компаній становить 11–13 %, а обсяг державного боргу з урахуванням фінансових надходжень від МВФ сягне 93 % ВВП.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У розробці новітніх принципів макроекономічної політики України беруть участь чимало науковців та практиків. Серед останніх публікацій треба назвати науково-практичні матеріали В. М. Геєця з обґрунтування макроекономічних ефектів від активізації українсько-європейського співробітництва, а відтак, і трансмісії економічних шоків; П. С. Єщенко, Є. В. Савельєва, В. Є. Куриляк щодо неминучості зміни чинної парадигми економічного розвитку та активізації внутрішніх точок зростання; М. І. Скрипниченко із запропонованою матрицею аналітичних співвідношень макроекономічних і міжсекторних рахунків, які характеризують макроскладові ВВП, бюджету, платіжного балансу, грошові агрегати тощо; Т. Т. Ковальчук щодо особливостей запропонованої європейським співтовариством моделі неоліберальної валютної політики; І. Ф. Радіонової щодо особливостей трансформації економічних систем транзитивних економік; Ю. М. Харазішвілі та Є. В. Дронь щодо оцінки індикаторів внутрішньої та зовнішньої економічної безпеки України в поточний період; О. В. Баженової щодо оцінки зовнішніх шоків економічного зростання на прикладі української економіки; В. Г. Подлесної на тему умов подолання глобальної кризи: розгортання чергової хвилі технологічної революції, посилення контролю над рухом капіталу, більш жорсткої регламентації фінансового ринку, реформування міжнародних фінансових інститутів, розвитку регіональних економічних об'єднань тощо.

Мета статті – вибіркова оцінка поточної грошово-кредитної політики України та визначення шляхів її вдосконалення через активізацію дії механізму трансмісії монетарних економічних шоків [1].

Виклад основного матеріалу. Для вирішення поставленої мети пропонуємо поглибити аналіз проблеми поточної грошової політики України в рамках підвищення ефективності дії монетарного трансмісійного механізму. Для цього зробимо деякі припущення (прогноз) щодо особливостей економічного розвитку України в наступні періоди [2].

За даними МВФ, Світового банку та агентства “Trading Economics Database”, зниження рівня економічної активності спостерігатиметься протягом усього 2015 р. Так, унаслідок суттєвого падіння імпорту чистий експорт зробить позитивний внесок (3,5 в. п.) у ВВП протягом року. Експорт почне відновлюватися через отримання експортерами суттєвих конкурентних переваг унаслідок послаблення курсу гривні.

Для більш глибокого розуміння особливостей впливу торгового балансу на показники валового випуску [3] проведемо розрахунки коефіцієнтів зовнішньоекономічної безпеки. Зокрема, для характеристики якості функціонування системи зовнішньоекономічних відносин та оцінки масштабу зв'язків окремих національних економік зі світовим ринком використо-

вується показник інтегрованості, який вказує на ступінь залежності економіки від світової системи господарства, що включає такі індикатори:

- рівень експортної залежності;
- рівень імпоротної залежності;
- рівень відкритості економіки (зовнішньоторговельна квота).

Індикатор відкритості економіки, або зовнішньоторговельна квота визначається як відношення сукупної вартості експорту та імпорту товарів і послуг, поділеної навпіл, до вартості ВВП. Вектор порогових значень індикатора “коефіцієнт відкритості економіки” розподіляється так: нижній поріг – 25 %; оптимальний коридор – 45–35 %; верхній поріг – 60 % [4]. Рівень експортної залежності (експортна квота) визначається як відношення вартості експорту до вартості ВВП за відповідний період і характеризує значущість експорту для економіки країни, окремих галузей та окремих видів продукції. Збільшення рівня експортної залежності свідчить про зростання участі країни в міжнародному поділі праці конкурентоспроможності виробленої продукції. Порогові значення для рівня експортної залежності становлять: нижній поріг – 30 %; оптимальний коридор – 50–40 %; верхній поріг – 60 %. Аналогічно вираховується рівень імпоротної залежності з критичними значеннями: нижній поріг – 50 %; оптимальний коридор – 35–45 %; верхній поріг – 30 % [4]. Нарешті, останнім із запропонованих коефіцієнтів є так звана частка імпорту товарів і послуг у внутрішньому споживанні.

Необхідна умова підвищення економічної стійкості країни та зменшення її залежності від імпорту – це активізація реального сектора та насичення внутрішнього ринку продукцією власного виробництва. Одним із альтернативних напрямів стає імпортозаміщення, через посилення якого нарощується інвестиційний попит, збільшуються капітальні витрати. Внаслідок суттєвого послаблення курсу гривні в попередні періоди імпорт залишатиметься досить слабким. Зростання реального ВВП у річному вимірі прогнозується вже в 2016 р. – на 3 %. Протягом 2015–2016 рр. економіка функціонуватиме значно нижче свого потенційного рівня (на 6 %), що, в свою чергу, сприятиме зниженню інфляційного тиску. Наразі рівень товарного імпорту в загальному внутрішньому споживанні становить близько 53–57 % з тенденцією до стабілізації (за прогнозними статистичними даними МВФ та НБУ) [4].

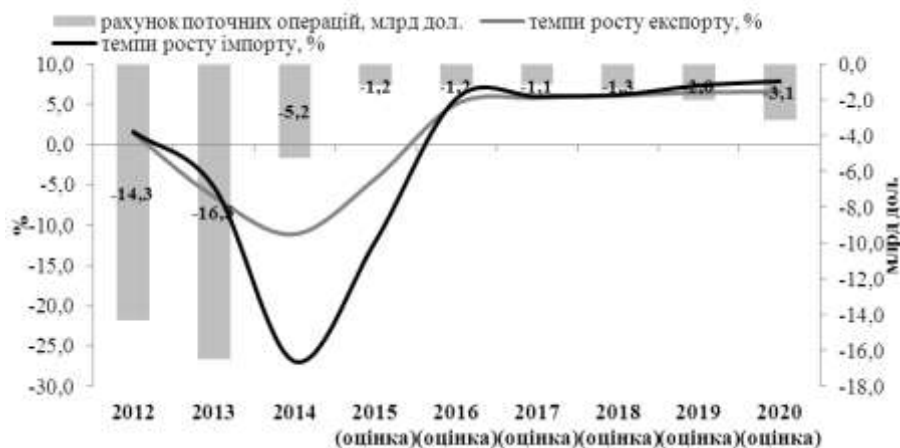


Рис. 1. Рахунок поточних операцій та обсяги зовнішньої торгівлі України, 2012–2020 рр. (оцінка)

Джерело: зібрано зі статистичних баз МВФ, Світовий банк, Trading Economics Database [5]

Індикатор розраховується як відношення обсягів імпорту товарів до обсягів загального внутрішнього споживання домогосподарств. Порогові значення для рівня товарного імпорту становлять: нижній поріг – 40 %; оптимальний коридор – 20–30 %; верхній поріг – 15 % [4].

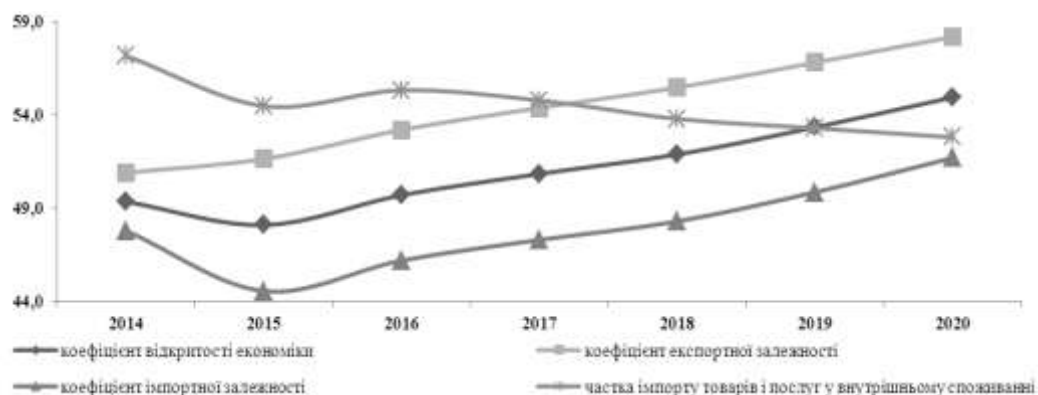


Рис. 2. Індикатори зовнішньоекономічної безпеки України
Джерело: розраховано за даними МВФ [5] і НБУ

Виходячи з прогностичних показників, ми встановили, що рівень відкритості української економіки, як і рівень експортної залежності, перевищує верхній оптимальний поріг, а значення показників імпортової залежності та частки імпорту товарів і послуг у внутрішньому споживанні, навпаки, перебувають у зоні нижнього оптимального порогу або ще нижче. Такі результати значно відрізняються від результатів попередніх часових проміжків (2000–2013 рр.).

Таблиця 1

**Оцінні дані індикаторів зовнішньоекономічної безпеки України у 2015–2020 рр.
(базовий рік розрахунків значень ВВП і внутрішнього споживання – 2014 р.)**

Індикатор зовнішньоекономічної безпеки	Роки						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
коефіцієнт відкритості економіки	49,3	48,1	49,7	50,8	51,9	53,3	54,9
коефіцієнт експортної залежності	50,9	51,6	53,2	54,4	55,5	56,8	58,2
коефіцієнт імпортової залежності	47,8	44,6	46,2	47,3	48,3	49,9	51,7
частка імпорту товарів і послуг у внутрішньому споживанні	57,1	54,5	55,3	54,8	53,8	53,3	52,8

Джерело: розраховано авторами за даними МВФ [5] і НБУ

Ми вбачаємо причину цього у суттєвому падінні імпорту – чистий експорт робитиме позитивний внесок (3,5 в. п.) у ВВП 2015 р. Сальдо торгового балансу досягло позитивного значення 900 млн дол. за перші п'ять місяців 2015 р. (дані Держкомстату). Таке відновлення відбувається через отримання експортерами суттєвих конкурентних переваг унаслідок послаблення курсу.

Споживання в 2015 р. знижуватиметься внаслідок суттєвого зниження реальних зарплат, зростання безробіття, зниження кредитної активності та жорсткої фінансової політики. Внесок споживання у ВВП 2015 р. буде від'ємним (– 7,4 в. п.) і обумовлюватиметься приватною складовою, в той час як державне споживання не зазнає такого зниження. Інвестиції почнуть зростати, починаючи з II півріччя, через запровадження імпортозамісцевих виробництв і відновлення порушеної на сході інфраструктури. За рахунок суттєвого послаблення курсу імпорт залишатиметься досить слабким. Економіка функціонуватиме значно нижче свого потенційного рівня протягом 2015–2016 рр. (на 6 %), що сприятиме зниженню інфляційного тиску.

У 2016 р. прогнозується поступове відновлення як зовнішнього, так і внутрішнього попиту. Зростання експорту товарів очікується на рівні 6 % переважно за рахунок металургії. Імпорт товарів зростатиме приблизно такими ж темпами і частково буде зумовлений реалізацією відкладеного попиту на імпортні товари після скасування додаткових імпорتنних зборів. У результаті поточний рахунок залишатиметься з дефіцитом 0,8 % від ВВП (або 0,8 млрд дол.) [6].

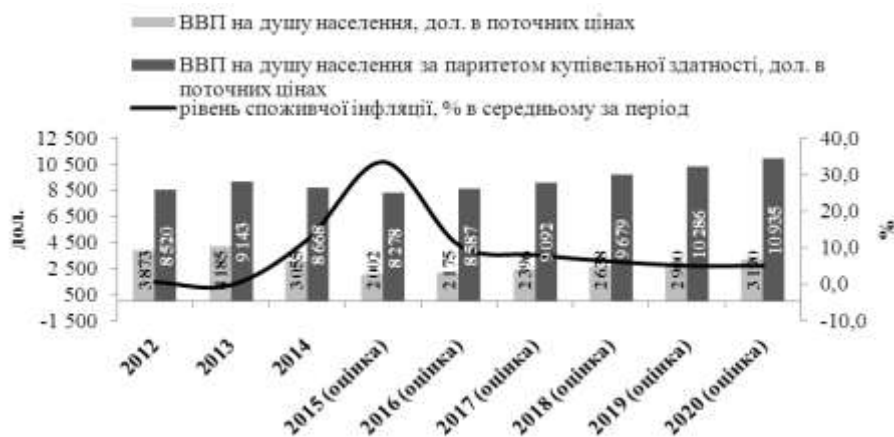


Рис. 3. Обсяги ВВП на душу населення та рівень споживчих цін України, 2012–2020 рр. (оцінка)

Джерело: зібрано зі статистичних баз МВФ, Світовий Банк, Trading Economics Database [5]

У 2015 р. прогнозується повернення до профіциту фінансового рахунку – 3,1 млрд дол. (порівняно з дефіцитом 8,0 млрд дол. у 2014 р.), переважно за рахунок значних обсягів офіційного фінансування (4,5 млрд дол. кредитів та фінансової допомоги і 2,0 млрд дол. облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП) під гарантії уряду США), та відтермінування виплат за єврооблігаціями – 5,3 млрд дол. (з них ОЗДП – 4,3 млрд дол.). Крім того, очікується, що: 1) чисті надходження за прямими іноземними інвестиціями зростуть до 1,4 млрд дол.; 2) у результаті зменшення девальваційних очікувань не спостерігатиметься впливу готівкової валюти поза банки (+0,1 млрд дол.) [6].

У 2016 р. профіцит фінансового рахунку зросте до 5,6 млрд дол. США завдяки покращанню інвестиційного клімату та збільшенню припливу приватного капіталу в Україну. Чисті надходження прямих іноземних інвестицій зростуть до 2,0 млрд дол. Продовжиться надходження зовнішнього офіційного фінансування (5,2 млрд дол.) та відтермінування виплат за єврооблігаціями (3,0 млрд дол.) [6].

Рефінансування приватного сектора за зовнішніми зобов'язаннями в 2015 р. залишатиметься на рівні попереднього року й становитиме 82 % (порівняно з 86 % у 2014 р.), у тому числі: 91 % банківського сектора та 70 % реального сектора. У 2016 р. прогнозується його зростання до 89 %, у тому числі: 99 % банківського сектора та 80 % реального сектора [6].

У результаті в 2015 р. зведений платіжний баланс прогнозується з профіцитом 2,0 млрд дол., надходження від МВФ очікуються на рівні 10 млрд дол., що забезпечить зростання міжнародних резервів до 18,2 млрд дол. (чистих міжнародних резервів – до 3,8 млрд дол.), або 3,7 місяця імпорту майбутнього періоду. На сьогодні зі статистики НБУ відомо, що дефіцит зведеного платіжного балансу за I квартал становив майже 2 млрд дол., а профіцит II кварталу – 640 млн дол. У середньому за п'ять років (2010–2014 рр.) від'ємне сальдо становило 2,5 млрд дол. При цьому рахунок поточних операцій набув додатного значення вже у першому півріччі (+16 млн дол.). Різка девальвація з кінця 2014 р. відбулася в результаті відхилення реального валютного курсу від рівноважного значення більш як на 15 % [7]. Відтак, виходячи з заниженого значення реального обмінного курсу відносно рівноважної величини у III кварталі 2014 р., економіка отримала потужний інфляційний імпульс, що оперативним чином підвищив реальний валютний курс понад рівноважне значення [8]. Даний імпульс зараз оцінюється у 48 % за перше півріччя 2015 р., що ставить під сумнів можливість адаптаційної корекції реального обмінного курсу.

У 2016 р. очікується подальше збільшення профіциту зведеного платіжного балансу до 4,7 млрд дол. Крім того, надходження від МВФ становитимуть 2,5 млрд дол., що забезпечить зростання міжнародних резервів до 25,4 млрд дол. (чистих міжнародних резервів – до 8,6 млрд дол.), або 4,9 місяця імпорту майбутнього періоду.



Рис. 4. Обсяги золотовалютних резервів України та темпи зростання реального ВВП, 2012–2020 рр. (оцінка)

Джерело: зібрано зі статистичних баз МВФ, Світовий банк, Trading Economics Database [5]

Розрив у фінансуванні протягом розширеної програми з МВФ у 2015–2018 рр. оцінено в 40 млрд дол., три чверті з яких потрібні для нарощення міжнародних резервів до прийнятного рівня. У 2015 р. розрив у фінансуванні буде найбільшим і становитиме 20,6 млрд дол., з яких 10,6 млрд дол. потрібні для збільшення рівня резервів, та 10,0 млрд дол. – для фінансування розриву платіжного балансу [6] (без офіційних залучень та відтермінування виплат за єврооблігаціями).

Розрив у фінансуванні лише менш ніж наполовину покриватиметься за рахунок кредиту МВФ – 17,5 млрд дол. (чисті надходження – 13,1 млрд дол.) Програма розширеного кредитування від МВФ передбачає додаткове надходження як офіційного, так і приватного фінансування. Так, кредити від міжнародних організацій та інших донорів становитимуть майже 12 млрд дол., крім того, очікувана сума відтермінування виплат за єврооблігаціями становить близько 15 млрд дол.

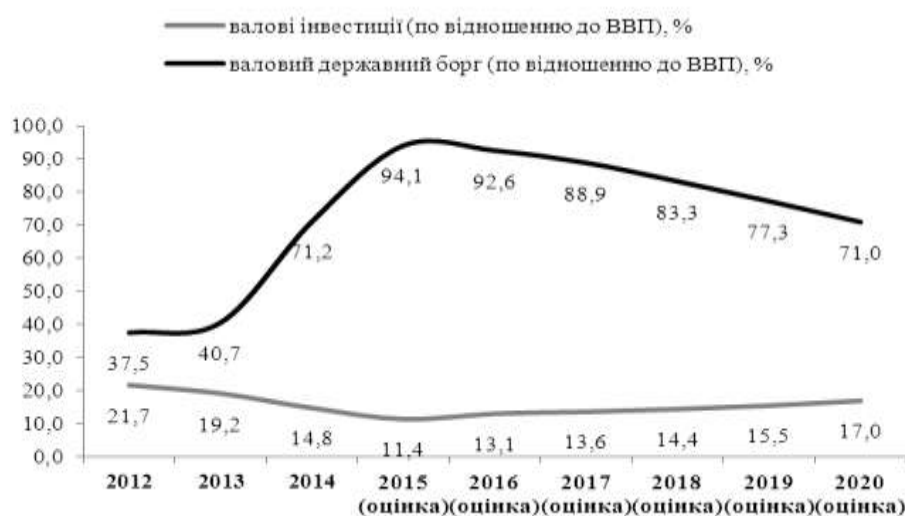


Рис. 5. Валові інвестиції та валовий державний борг України, 2012–2020 рр. (оцінка)
Джерело: зібрано із статистичних баз МВФ, Світовий банк, Trading Economics Database [5]

Державний борг зростатиме у 2015 р. (до 93 % ВВП) в основному за рахунок курсової переоцінки валютної складової боргу, отримання зовнішньої фінансової допомоги та витрат на рекапіталізацію банківської системи. Водночас успішна реалізація програми макрофінансової стабілізації має забезпечити формування спадного тренду показника боргу до ВВП у середньостроковій перспективі.

У 2015 р. зростання номінального ВВП потребуватиме збільшення грошової пропозиції для його обслуговування.

За припущеннями Національного банку, зростання грошової маси відбуватиметься переважно за рахунок його готівкового складника. Зазначене зумовиться зростанням номінальних доходів (зростання номінальної заробітної плати на 10,1 %) за збереження недовіри до банківської системи. Крім того, зростання готівкового складника в грошовій масі відбуватиметься на фоні відшкодування фондом гарантування вкладів фізичних осіб коштів вкладникам неплатоспроможних банків.

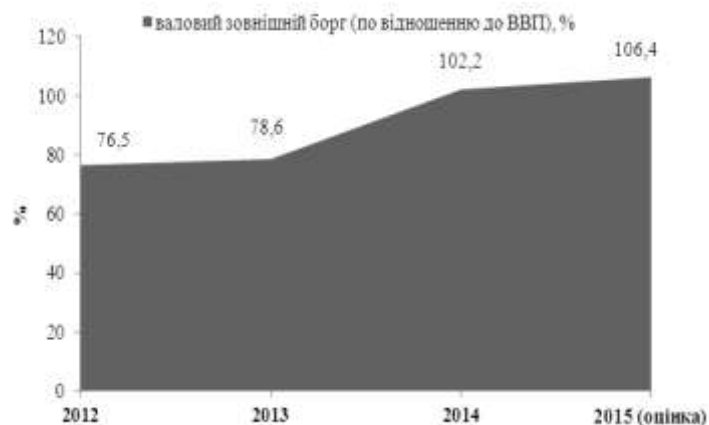


Рис. 6. Валовий зовнішній борг України, 2012–2015 рр. (оцінка)

Джерело: [9]

Припускається водночас відновлення припливу депозитів у національній, а вже з IV кварталу – і в іноземній валюті. З урахуванням цих факторів очікується, що попит на гривню залишатиметься на низькому рівні, що відобразатиметься в зростанні грошової маси (на 21,9 %) з темпом, близьким до приросту номінального ВВП.

Через продовження тренду до зниження мультиплікації (переважне обслуговування загального грошового обігу готівкою) очікується зростання монетарної бази на 27,3 % (або майже 91 млрд грн), що визначатиметься необхідністю виконання критеріїв, передбачених програмою МВФ.

Таким чином, внутрішнє кредитування охоплює широкий діапазон операційних інструментів економічної політики. Зокрема, пріоритетним залишається поступове зменшення відсоткових ставок у період відновлення зростання економіки, що безпосередньо відповідає за розширення й звуження процесу кредитування. Помірне розширення внутрішнього кредитування у коротко- та середньостроковому періодах має доповнюватись його широким застосуванням у стратегічних цілях з метою фінансування капітальних проектів у виробництві, технічному і технологічному оновленні, зменшенні енергоємності тощо. Тобто таке розширення має вирівняти розрив між попитом і пропозицією, який нині заміщується зростанням інфляційного тиску.

Паралельно зі стимулюванням пропозиції слід проводити політику нарощення частки довгострокових вкладень, у тому числі поживляючи банківський обіг і створюючи тим самим передумови для зниження відсоткових ставок.

Необхідно збалансувати політику нарощування зовнішньої заборгованості держави. В даному разі найбільша загроза криється у нездатності внутрішнього ринку відтворити достатній випуск доданої вартості для покриття боргу і перенаправлення надлишку на реінвестування у наступне коло відтворення. Дана позиція характеризується перманентною залежністю від зовнішнього фінансування. З іншого боку, в такій системі залежності ми маємо можливість дотримуватися схеми жорстких реформ, що вкрай необхідні для виходу з кризового стану. Проте необхідно продовжувати антикризові заходи з активізації довгострокового капітального інвестування за рахунок як власних коштів, так і, можливо, зовнішніх запозичень.

Попри такий позитивний ефект від девальвації, як надання тимчасових конкурентних переваг експортоорієнтованим галузям, часткове балансування потоків експорту, імпорту і корекції зовнішньоторговельного балансу, глибока девальвація (майже трикратна) зумовила тривалий негативний економічний та соціальний ефект. Останнє пов'язане з тим, що висока девальвація національної валюти перешкоджає розвитку внутрішнього ринку, добробуту населення й підвищенню довіри до банківської системи України [10].

За результатами моделювання дії каналу обмінного курсу, визначимо, що в кризовий період зміна обсягу золотовалютних резервів не має статистично значущого впливу на офіційний обмінний курс долара. Це зумовлено тим, що в кризовий період на обмінний курс національної валюти впливає багато зовнішніх чинників, що не можуть бути покриті інтервенціями НБУ з купівлі валюти.

Такий результат – підтвердження фінансової теорії та закономірностей вітчизняної практики: в умовах недостатньо гнучкого режиму курсоутворення (жорсткий курс валют), лібералізації ринку капіталу та високих внутрішніх ставок результатом експансивної монетарної політики буде періодична девальвація у середньостроковому періоді [11].

Канал очікувань спрацював мультиплікатором дестабілізації курсової стабільності, прискорив дію монетарного трансмісійного механізму через валютний канал і посилив негативний вплив кризи на макроекономічні змінні через інструмент обмінного курсу (доларизацію, обсяги депозитної бази банків, її валютну та строкову структуру, частку готівки поза банками та інші показники). Це послабило банківську систему, зменшило вплив грошово-кредитної політики на курсову складову стабільності гривні, знизило ефективність монетарного трансмісійного механізму.

Ураховуючи потужний вплив каналу очікувань на сумарний ефект дії каналів передавального механізму, треба посилити ефективність комунікаційної політики з метою підвищення прозорості та довіри до грошово-кредитної політики і зменшення на цій основі впливу важкопередбачуваних очікувань на загальну реакцію економіки на грошово-кредитну політику.

У кризовий період відбулося посилення гнучкості обмінного курсу та зміщення пріоритетів грошово-кредитної політики з зовнішнього (курсowego) складника стабільності гривні на внутрішню (цінову). Для досягнення цінової стабільності Національний банк повинен посилити гнучкість обмінного курсу. Наступним кроком має стати збільшення ролі процентної політики шляхом приведення механізму використання процентних інструментів до правил їх використання у країнах з активною процентною політикою та режимом, що базується на цінній стабільності [11].

Отже, для покращання роботи монетарного трансмісійного механізму та активізації інших каналів поширення економічних імпульсів з початку 2015 р. Національний банк України, в рамках євроінтеграційних процесів, суттєво змінив операційні підходи до проведення грошово-кредитної політики. По-перше, спрощено процедуру формування та зберігання банками обов'язкових резервів, зокрема через уніфікацію нормативів обов'язкового резервування. По-друге, посилено роль облікової ставки Національного банку як ключової ставки монетарної політики через тісну прив'язку до неї процентних ставок за активними й пасивними операціями регулювання ліквідності банківської системи. По-третє, скасовано практику проведення щоденних валютних аукціонів та оголошення індикативного курсу гривні, що дало змогу відновити сигнальну функцію офіційного обмінного курсу.

Таким чином, одночасне зменшення експорту й імпорту відбувається внаслідок девальвації грошової одиниці та різкого звуження внутрішнього споживання ($-7,5\%$ у 2015 р.), тобто зменшення реальних доходів супроводжується зменшенням імпорту. Збільшення пропозиції грошової маси втрачає вплив на показники торговельного балансу (трансмісія монетарного шоку слабшає по відношенню до рахунку поточних операцій). При

цьому зростаюча монетизація української економіки передбачає посилення інфляційних наслідків від збільшення пропозиції грошової маси. Успішна монетизація передбачала б утворення тренду на ревальвацію гривні та скорочення дефіциту бюджету. Обмеження пропозиції грошової маси потребуватиме підвищення облікової ставки і резервних вимог, що призведе до підвищення процентної ставки, зменшення інвестицій і гальмування темпу зростання ВВП.

Утім, для збалансування платіжного балансу й самого валютного ринку НБУ утримує облікову ставку на рівні 30 % річних – рекордно високому рівні. У рамках концепції стримування девальвації національної валюти наразі відсутні передумови для зниження ставки рефінансування. Протягом дії відновлювальної політики бюджет можна буде утримувати дефіцитним на рівні 1–2 %, що стимулюватиме створення додаткової вартості в системі й свідчитиме про повне використання фінансових ресурсів системою.

Згідно з отриманими результатами економічного моделювання [12] виділяємо ключові інструменти антикризової економічної політики: таргетування обсягів внутрішнього кредитування, грошового агрегату М3, платіжного та торговельного балансу, а саме обсягів зовнішнього державного боргу, золотовалютних резервів і рівня інфляції, що мають включатися до адаптивних регуляторів економічної системи.

Зокрема встановлено, що вища еластичність щодо валового випуску притаманна таким факторам економічної політики, як внутрішні кредити, грошовий агрегат М3, платіжний та торговельний баланс. З іншого боку, чутливість ринку до таргетування зовнішнього державного боргу, золотовалютних резервів та рівня інфляції нижча, а для досягнення бажаного ефекту під час використання даних інструментів необхідно витратити більше ресурсів.

У рамках формування рекомендацій з покращання заходів макроекономічного регулювання виокремимо кілька фундаментальних напрямів.

Таблиця 2

Рекомендації з удосконалення макроекономічної політики України шляхом активізації дії механізму трансмісії економічних шоків

Напрямок таргетування	Очікуваний результат
1	2
Зупинення кредитування домогосподарств і робота з простроченими заборгованостями	Відновлення стабільної роботи банківської системи, зниження соціальної напруги
Розширення фонду гарантування вкладів фізичних осіб та підвищення норм резервування для відновлення стійкості банківської системи	
Абсорбція надлишкової ліквідності банківської системи, планомірне скорочення грошової маси (рівня монетизації) до початку відновлення внутрішнього механізму відтворення, нарощування внутрішнього попиту	Нівелювання інфляційного та девальваційного тиску, відновлення роботи банківської системи (зниження вірогідності банкрутства (докапіталізація банківської системи країни) та скорочення простроченої дебіторської заборгованості)
Продовження політики “дорогої гривні” через збереження високих процентних ставок до появи ознак стабілізації ситуації на валютному ринку і зниження інфляційних очікувань (інструмент відсоткових ставок втратив трансмісійну здатність – єдиним дійовим заходом з повернення грошей у банківську систему є відновлення довіри до неї)	

1	2
Помірне підвищення мультиплікації коштів банківською системою	
Акумулявання грошових коштів у банківській системі, а не поза нею, включаючи найменш ліквідні складові грошового агрегату МЗ	
Формування бази для нарощення золотовалютних резервів країни	Макроекономічна стабілізація, бездефіцитний бюджет, інвестування в будівництво інфраструктури
Регулювання платіжного балансу: подальше обмеження імпорту, в тому числі за рахунок продуманої протекціоністської політики, та додаткова підтримка експортних виробництв, що й отримали конкурентоспроможні переваги в результаті значної девальвації гривні	Скорочення відтоку дефіцитної валюти та нарощування обсягів нових валютних надходжень (зростання чистого експорту)
Створення адміністративних умов для гарантування безпеки економічної діяльності іноземних інвесторів	Різке нарощення обсягів глибокої локалізації іноземних виробничих потужностей на фоні значного здешевлення робочої сили на внутрішньому ринку (насамперед, актуально для сектора легкої промисловості, фармацевтики, хімічного виробництва)
Структурні реформи (масштабне нарощення капітального інвестування та перегляд усіх державних витрат у соціальній сфері)	Формування фундаментальних факторів відновлювальної динаміки обмінного курсу гривні

Джерело: складено авторами статті.

Досягнення визначених параметрів грошової пропозиції передбачає:

- необхідність Фонду гарантування вкладів фізичних осіб для виплати компенсацій вкладникам ліквідованих банків для відновлення стабільної роботи банківської системи;
- активне використання монетарних інструментів для абсорбції надлишкової ліквідності банківської системи з метою нівелювання підтримки інфляційного та девальваційного тиску.

Висновки з даного дослідження і перспективи подальших розвідок у даному напрямку. Для недопущення реалізації додаткових ризиків і формування стійкого тренду на зниження інфляції Національний банк має продовжувати політику “дорогої гривні” через збереження високих процентних ставок. Водночас, як тільки ознаки стабілізації ситуації на валютному ринку та зниження інфляційних очікувань набудуть стійкого характеру, Національний банк зможе розпочати поступове пом’якшення монетарних умов за рахунок як зниження процентних ставок, так і скасування адміністративних обмежень. Можливість пом’якшення монетарної політики також залежатиме від успішності в реалізації структурних реформ, фіскальної консолідації та оздоровлення банківської системи, тобто фундаментальних факторів динаміки обмінного курсу гривні.

За умови використання дійових засобів адаптаційної політики у 2016 р. повинні з’явитися ознаки нормалізації функціонування монетарної сфери. У ході відновлення попиту на гроші швидкість їх обертання уповільнюватиметься. З урахуванням цього приріст грошової

маси (16,5 %) дещо перевищуватиме зростання номінального ВВП (14,6 %). Також припускається помірне підвищення мультиплікації коштів банківською системою з огляду на її стабілізацію та відповідне відновлення довіри вкладників. Унаслідок цього монетарна база (M1) зростатиме дещо повільнішими темпами (15,3 %) порівняно з грошовою масою (M3) [4].

Необхідно сконцентрувати зусилля на відновленні внутрішніх ресурсів нарощення валового випуску (масштабного розширення капітального інвестування) з метою насичення внутрішнього ринку і розширення експортних можливостей в умовах дії системи валютного управління (*англ.* – currency-board)¹ та валютного голоду.

Тому для появи відновлювального економічного тренду та активізації механізмів трансмісії економічних шоків Україні необхідна комплексна адаптаційна економічна політика, яка за умов раціонального і зваженого використання відповідних інструментів прискорить поживлення вітчизняної економіки і створить фундамент для підвищення ефективності її використання у майбутньому. Це, в свою чергу, дозволить завчасно ідентифікувати макроекономічні дисбаланси та нівелювати негативні наслідки ендогенних і екзогенних економічних шоків на різних фазах економічного циклу української економіки.

Список використаних джерел:

1. The Transmission of Monetary Policy : Monetary Policy Report [Електронний ресурс] / Bank of Canada. – April, 2015. – Режим доступу : <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2015/04/mpr-2015-04-15.pdf>
2. Радіонова І. Ф. Теорія транзитивних економік у світлі оцінки успішності трансформації / І. Ф. Радіонова // Вчені записки Університету економіки та права “КРОК”. – 2006. – Вип. 15. – С. 29–38.
3. Čenić M. Monetary Transmission Mechanisms in Transition Economies [Електронний ресурс] : proceedings at the 65th anniversary conference of the Institute of Economics, 18-19 November 2004 / Zagreb Institute of Economics. – Zagreb. The Institute of Economics, 2004. – С. 685–697. – Режим доступу : <http://www.eizg.hr/en-US/65th-Anniversary-Conference-of-the-Institute-of-Economics-Zagreb-Proceedings-120.aspx>
4. Харазішвілі Ю. М. Прогнозування індикаторів, порогових значень та рівня економічної безпеки України у середньостроковій перспективі [Електронний ресурс] / Ю. М. Харазішвілі, Є. В. Дронь // Аналітична доповідь Національного інституту стратегічних досліджень. – К., 2014. – Режим доступу : <http://www.niss.gov.ua/content/articles/files/prognoz-5238c.pdf>
5. Uneven Growth: Short- and Long-Term Factors (World economic outlook) [Електронний ресурс] / International Monetary Fund (IMF), World Economic and Financial Surveys. – April, 2015. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/text.pdf>
6. Інфляційний звіт Національного банку України [Електронний ресурс] / НБУ. – Березень 2015 р. – С. 5–8, 16–29, 42–59. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=16036607>
7. Гриценко А. А. Какая денежно-кредитная политика нужна Украине [Электронный ресурс] / А. Гриценко // Зеркало недели. – Июль 2015 г. – № 27. – Режим доступа : <http://www.gazeta.zn.ua/macrolevel/kakaya-denezhno-kreditnaya-politika-nuzhna-ukraine-.html>

¹ Режим валютного курсу, за якого НБУ зобов’язаний підтримувати обсяг національної валюти в обігу, рівному обсягу резервів іноземної валюти (неможливість нарощувати безінфляційну грошову масу без нарощення валютної виручки) та продавати валюту за фіксованим курсом: тоді в разі дефіциту платіжного балансу НБУ розпродас іноземну валюту і відбувається автоматичне зменшення національної грошової маси.

8. Шевчук В. Макроекономічні ефекти відхилень реального обмінного курсу від рівноважного рівня в Україні [Електронний ресурс] / В. Шевчук // Міжнародна економічна політика. – 2011. – № 12–13. – Режим доступу: <http://www.ir.kneu.edu.ua:8080/bitstream/2010/1040/1/Shevchuk.pdf>

9. Central, Eastern, and Southeastern Europe [Електронний ресурс] / International Monetary Fund (IMF), Regional Economic Issues Update. – October, 2014. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2014/eur/eng/pdf/erei1014.pdf>

10. Post crisis development of economy: modernization strategy fundamentals / [Zhalilo Y., Pokryshka D., Belinska Y. and others]. – К. : NISS, 2012. – 144 p.

11. Баженова О. В. Зовнішні шоки економічного зростання в Україні: теоретичні основи та емпірична перевірка / О. В. Баженова // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2009. – Серія: Економіка 10 (4). – С. 349–360.

12. Kalinkova I. The Monetary Shock's Wave-Like Diffusion Cross-Analysis through Developed Countries: proceedings at the 1st International science conference [Europe Applied Science: modern approaches in scientific research], November–December, 2012. – Stuttgart, 2012. – Vol. 1 (2). – P. 120–128.