

С. В. Кульпінський

МЕХАНІЗМИ МОНЕТАРНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ВАРТОСТІ ДЕРЖАВНИХ ЗАПОЗИЧЕНЬ

Розглянуто механізми монетарного регулювання економіки через кількісне пом'якшення й рефінансування центрального банку. Досліджено вплив змін обсягів ОВДП у портфелі Національного банку України на процентні ставки та вартість запозичень. Доведено необхідність посилення взаємодії монетарної й фіскальної політик шляхом активізації купівлі та продажу державних цінних паперів у суб'єктів фінансового ринку.

The mechanisms of monetary regulation of economy through quantitative easing and central bank refinancing have been analyzed. The impact of changes in the volume of bonds in NBU portfolio on interest rates and borrowing costs has been studied. The necessity in stronger interaction of monetary and fiscal policy through more active purchases and sales of government bonds from financial market intermediaries has been emphasized.

Ключові слова: кількісне пом'якшення, урядові запозичення, ОВДП, монетарна політика, монетизація.

Монетарне стимулювання економіки передбачає поєднання зусиль центрального банку й органів фіскального регулювання, оскільки нерівномірний розподіл грошових ресурсів може спричинити інфляційний тиск або зростання процентних ставок. Іншим важливим аспектом є ускладнення запозичень для уряду внаслідок високої вартості ресурсу для суб'єктів фінансового ринку та дефіциту ліквідності. Для своєчасного реагування органів монетарного й фіскального регулювання на дисбаланси попиту й пропозиції на грошовому ринку потрібне наукове обґрунтування стратегії такої взаємодії.

Проблемами взаємодії монетарної й фіскальної політик у контексті підтримки економічного зростання займалися такі вітчизняні вчені, як А. А. Гриценко, В. В. Козюк, В. Д. Лагутін, В. І. Міщенко, В. М. Федосов, В. О. Шевчук, С. І. Юрій¹. Ними були розглянуті механізми взаємодії, цілі й інструменти монетарної політики. Разом із тим недостатньо розроблені питання впливу такої взаємодії на економічне зростання в контексті антикризової політики та безінфляційного наповнення бюджету.

Збільшення грошової маси в Україні у 2005—2008 рр. було спричинене припливом капіталу у вигляді масивних зовнішніх запозичень вітчизняних

¹ Гриценко А. Особливості сучасного етапу соціально-економічного розвитку та монетарна стратегія / А. Гриценко // Стратегія соціально-економічного розвитку України та пріоритети грошово-кредитної політики : матеріали наук.-практ. конф., м. Київ, 7 груд. 2006 р. — К. : НБУ ; ІЕП НАН України, 2007. — С. 40—51; Лагутін В. Д. Бюджетна та монетарна політика: координація в трансформаційній економіці : монографія / В. Д. Лагутін. — К. : КНТЕУ, 2007. — 247 с.; Міщенко В. Вплив чинників бюджетно-боргової політики на дію трансмісійного механізму в Україні / В. Міщенко, Р. Лисенко // Фінанси України. — 2007. — № 5. — С. 12—23; Шевчук В. Платіжний баланс, економічне зростання і стабілізаційна політика / В. Шевчук. — Л. : Кальварія, 2008. — 734 с.; Шевчук В. О. Взаємний вплив фіскальної і монетарної політики в Україні (1998—2009 рр.) / В. О. Шевчук // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. — 2010. — Вип. 1 (81): Фінансовий ринок України: стабілізація та євроінтеграція. — С. 15—23.

банків. Утім, у посткризовий період 2009—2011 рр. зростання грошової маси підтримувалося рекапіталізацією банків, яку проводив український уряд за рахунок внутрішніх випусків облігацій. Станом на середину 2012 р. нарощення грошової маси істотно відставало від збільшення номінального ВВП, що фактично зробило кредитний ресурс непропорційно дорогим та утримувало номінальні дохідності державних облігацій на високому рівні.

Незважаючи на приріст монетизації з 2000 р., національна економіка не монетизована достатньою мірою, на чому неодноразово наголошувалося у працях вітчизняних науковців². На це вказує також високий рівень процентних ставок, який зберігається протягом тривалого періоду, попри велику пропозицію заощаджень населення у вигляді депозитів. Високі номінальні й, особливо, реальні процентні ставки, що встановилися через край низьку інфляцію в першій половині 2012 р., указують на недостатню пропозицію грошей. При цьому темп зростання номінального ВВП в Україні у 2011 р. становив 21,3 %, випереджаючи на 7,5 % збільшення грошової маси за цей період. Як наслідок, реальні процентні ставки із середини 2011 р. підвищувалися досить швидкими темпами, рівень інфляції знижувався, а приріст кредитування істотно уповільнився в першій половині 2012 р. порівняно з першою половиною 2011 р. (рис. 1).

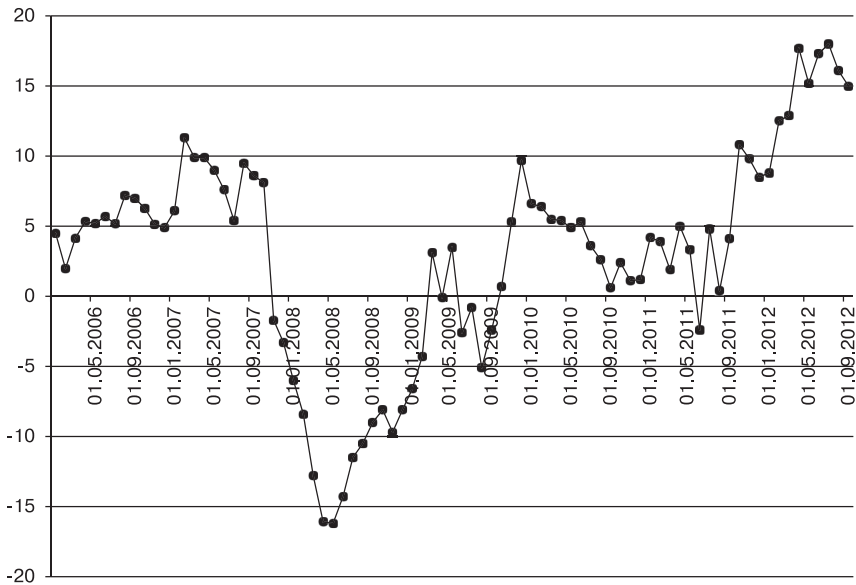
Один із перших дослідників монетарних тенденцій М. Фрідман зазначав, що реальні процентні ставки є найбільш значимим показником достатності грошової маси³. При зростанні ВВП без відповідного збільшення останньої процентні ставки мають підвищуватись, оскільки пропозиція грошей відстає від загального попиту в економіці. Так, 12-місячне (з травня 2011 р. по травень 2012 р.) зростання грошової маси в Україні було на рівні середини 2009 р., коли вітчизняна економіка зазнала різкого падіння ВВП (рис. 2).

У цьому контексті доцільно розглянути механізм кількісного пом'якшення (*Quantitative Easing* — QE), що застосовується центральним банком. Мається на увазі придбання ним державних цінних паперів у свій портфель. Кількісне пом'якшення є нетрадиційним інструментом монетарної політики та використовується центральними банками для стимулювання національної економіки, коли звичайна монетарна політика стає неефективною. Згідно з визначенням Банку Англії, центральний банк купує фінансові активи та вводить заздалегідь визначену кількість грошей у економіку⁴. Це відрізняється від більш звичної політики купівлі або продажу державних облігацій, до того ж зберігаються

² Яременко О. Л. Ефективність грошово-кредитної політики в умовах зростаючої монетизації / О. Л. Яременко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. — 2005. — Т. 13. — С. 146—153.

³ Friedman M. Factors Affecting the Level of Interest Rate. Proceedings of the Conference on Savings and Residential Financing / M. Friedman. — Stanford : Stanford University, 1968. — 113 p.

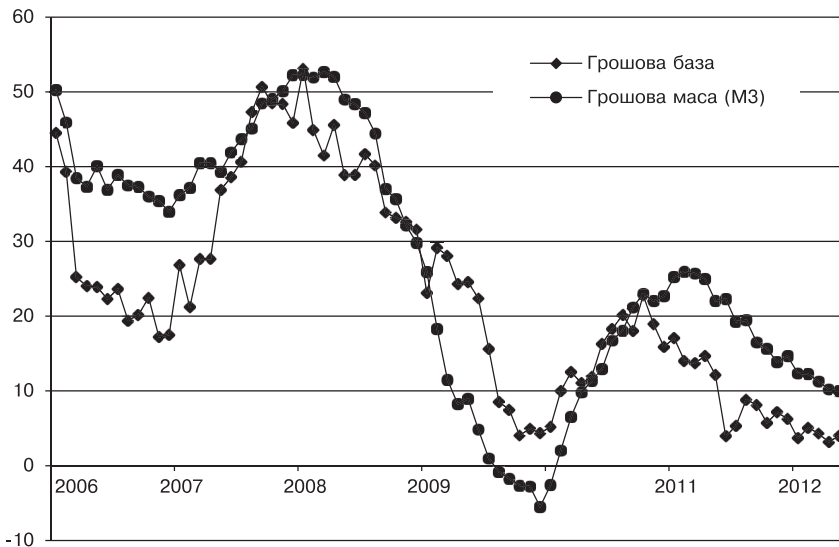
⁴ Quantitative Easing Explained. Putting More Money into Our Economy to Boost Spendin / Bank of England Publications. — London, 2011.



Примітка. Дані — за індексом споживчих цін; ставки — за строковими депозитами на 12 місяців.

Джерело: розраховано за даними Національного банку України (<http://www.bank.gov.ua>); Державної служби статистики України (<http://www.ukrstat.gov.ua>).

Рис. 1. Реальні процентні ставки за гривневими депозитами, %



Джерело: розраховано за даними Національного банку України (<http://www.bank.gov.ua>).

Рис. 2. Річний приріст грошової маси та грошової бази (станом на січень відповідного року), % до попереднього року

цільові значення ринкових процентних ставок. Центральний банк реалізує кількісне пом'якшення шляхом придбання фінансових активів банків та інших підприємств приватного сектору з новим електронним створенням грошей. У результаті збільшуються надлишкові резерви банків, а також підвищуються ціни фінансових активів, що знижує їхню ринкову дохідність.

Стимулювальна монетарна політика передбачає, що центральний банк купує короткострокові державні облігації з метою зниження короткострокових процентних ставок на ринку (через комбінацію надання кредитних ресурсів і операцій на відкритому ринку). Проте, коли короткострокові процентні ставки близькі до нуля, нормальна монетарна політика більше не може утримувати їх на низькому рівні. Кількісне пом'якшення може бути використане органами грошово-кредитного регулювання для подальшого стимулювання економіки шляхом придбання активів на триваліший термін та до погашення й тим самим зменшення довгострокових процентних ставок далі за кривою дохідності⁵.

Кількісне пом'якшення можна віднести до нових інструментів регулювання фінансових ринків, які застосовуються Федеральною резервною системою (ФРС), Банком Англії, Європейським центральним банком (ЄЦБ) та іншими банками світу.

Центральний банк Японії першим запровадив цей інструмент у 2001 р., маючи намір придбати значний обсяг цінних паперів, щоб створити необхідну кількість резервів. Очікувалося, що його запровадження допоможе підвищити ціни на активи й таким чином закінчити період дефляції⁶.

За оцінкою Банку Англії, перший раунд кількісного пом'якшення знизив дохідність облігацій на цілий відсотковий пункт. При цьому дохідність американських облігацій після його двох раундів навпаки зросла — у результаті поліпшення перспектив економічного зростання завдяки вливанню коштів і збільшенню вкладень у акції, тоді як інвестори розпродували державні облігації.

На думку фахівців Банку Англії, купівля 200 млрд ф. ст. цінних паперів цією установою може додати по 1,5 % до ВВП країни та інфляції, тобто матиме такий самий ефект, як зниження ставки рефінансування на 3 %⁷. Таким чином, контрольовані темпи придбання цінних паперів у портфель центробанків впливають на показники економічного зростання в середньостроковій перспективі та на дохідність державних облігацій у короткостроковій.

Отже, до основних напрямів використання кількісного пом'якшення можна віднести:

- зниження дохідності за державними борговими зобов'язаннями;

⁵ *Abel A. Ch. 14.1. Macroeconomics / A. Abel, B. Bernanke. — 5th ed., Pearson, 2005. — P. 522—532.*

⁶ *Shirakawa M. One Year Under Quantitative Easing / M. Shirakawa // IMES Discussion Paper Series. — 2002. — April.*

⁷ *The economic impact of QE: Lessons from the UK / Michael A. S. Joyce, Matthew R. Tong, Robert Woods // Vox. Reserach-based Policy Analysis. — 2011. — November 1.*

- стимулювання економічного зростання через зменшення вартості запозичень для підприємств і для уряду;
- забезпечення фінансових ринків ліквідністю;
- стимулювання банківського кредитування.

Варто наголосити на необхідності застосування такого досвіду в Україні, де жорстка монетарна політика центрального банку призвела до появи тривожних симптомів у банківському секторі. Зокрема, корпоративне кредитування протягом першого півріччя 2012 р. перебувало в стані стагнації, незважаючи на високий попит на кредит і збільшення інвестицій у основний капітал на 23 % за перший квартал року; реальні процентні ставки сягнули рекордного рівня, що відволікло кредитні ресурси на короткострокове міжбанківське кредитування від довгострокового фінансування підприємств та фактично підштовхнуло міжбанківські процентні ставки до зростання; кошти на кореспондентських рахунках банків у першому півріччі 2011 р. рідко перевищували 21 млрд грн, тоді як наприкінці року, коли НБУ проводив операції рефінансування, вони сягали 28 млрд грн.

Виокремлюють декілька ефектів кількісного пом'якшення для загальної кон'юнктури фінансового ринку, основним із яких є сигнальний, що теоретично відображається на дохідності за всіма облігаціями, оскільки нижчі процентні ставки за державними облігаціями можуть впливати на інші ринкові процентні ставки.

Результати останніх досліджень зарубіжних науковців свідчать, що запровадження механізму кількісного пом'якшення позначається на зайнятості, процентних ставках та інфляції, причому найбільшою мірою — в середньостроковій перспективі (таблиця).

Таблиця. Оцінка потенційного впливу кількісного пом'якшення на ВВП, зайнятість, процентні ставки, інфляцію

Період	Зайнятість	Процентні ставки	Інфляція
Короткострокова перспектива	Незмінна	Знижуються	Зростає
Середньострокова перспектива	Зростає	Знижуються (за умов постійних сигналів ринку про QE)	Не зростає (за умови мобілізації коштів центробанком)

Джерело: складено автором на основі аналізу праць, присвячених QE (див.: *Wieland V. Quantitative Easing: A Rationale and Some Evidence from Japan / V. Wieland // The NBER International Seminar on Macroeconomics. — 2009. — P. 354—366; The Great Escape? A Quantitative Evaluation of the Fed's Liquidity Facilities / Marco Del Negro et al ; Federal Reserve Bank of New York Staff Reports // Staff Report. — 2011. — No. 520, October; Überforderte Geldpolitik. "Quantitative Lockerung" in USA. Neue Zürcher Zeitung. Mittwoch 11 Juli [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nzz.ch/aktuell/wirtschaft/wirtschaftsnachrichten/ueberforderte-geldpolitik-1.17339627>).*

Сучасний механізм кількісного пом'якшення має декілька типів, приміром кредитне пом'якшення, що спрямоване на підтримку економіки через збільшення ліквідності та зниження процентних ставок. Іншим його типом

є стимулювання економіки без створення нових грошей, прикладом якого слугує операція ФРС “Твіст”, коли ФРС продає короткостроковий борг і використовує надходження для купівлі довгострокового боргу. Надання таким чином коштів потенційним інвесторам для довгострокових вкладень стимулює їх інвестувати кошти в інші активи. Ще один тип кількісного пом’якшення, котрий уже став класичним методом, — ребалансування портфеля. Інвестор, який продає державні цінні папери центробанку, використовує надходження для придбання інших активів, що підвищує їхню вартість. Нижча дохідність облігацій стимулює нові запозичення, вищі ціни на акції — споживання, а також підвищують попит. При цьому ребалансування портфеля послаблює валюту країни з вільним курсоутворенням і стимулює експорт.

Вплив цього інструменту на економіку проявляється головним чином у зменшенні вартості запозичень для уряду, майбутнього тягаря оподаткування та зміні очікувань. Так, зобов’язання утримувати короткострокові процентні ставки на низькому рівні протягом тривалого періоду викликає більшу довіру, якщо центробанк при цьому купує цінні папери та бере на себе ризик можливого зростання процентних ставок у майбутньому.

Купуючи будь-який актив, центробанк знижує обсяг цінних паперів, утримуваних приватним сектором. Для того щоб інвестори були готові на такі коригування їхніх портфелів, очікуваний дохід на цінні папери має зменшитись, а їхня вартість — відповідно зрости. Іншими словами, купівля підвищує ціни на облігації й таким чином знижує їхню прибутковість. Цілком можливо, що такий вплив пошириться на інші активи, подібні за характером, тією ж мірою, якою інвестори готові провести заміну між активами. Така поведінка описує те, що дослідники часто називають каналом балансування портфеля⁸.

ФРС уже двічі купувала державні облігації у великих обсягах. Як результат, її активи збільшилися з 0,8 трлн дол. США перед кризою до близько 3 трлн дол. після неї. Перше кількісне пом’якшення проводилося з листопада 2008 р. та передбачало купівлю іпотечних і сек’юритизованих облігацій двох контрольованих державою кредиторів — “Freddie Mac” і “Fannie Mae”. Друге — з листопада 2010 р. у обсязі 600 млрд дол. США. З вересня 2011 р. до середини 2012 р. у рамках програми “Твіст” ФРС було придбано 400 млрд дол. довгострокових державних облігацій та продано стільки ж таких облігацій із коротшим терміном погашення, завдяки чому загальний баланс залишився незмінним. У той самий період ФРС заявила, що дохід від погашення іпотечних сек’юритизованих облігацій буде інвестовано в ці ж цінні папери. У травні 2012 р. було оголошено про продовження операції “Твіст” до кінця 2012 р. та збільшення обсягу облігацій, які будуть придбані, на 267 млрд дол. США.

⁸ Thornton D. L. Evidence on The Portfolio Balance Channel of Quantitative Easing / D. L. Thornton ; Federal Reserve Bank of St. Louis. Research Division // Working Paper. — 2012-015A.

Окремі автори наголошують на тому, що кількісне пом'якшення може бути потужним інструментом боротьби з дефляцією. Крім того, наслідки монетарної політики оцінюються шляхом порівняння монетарної бази з номінальним доходом і відповідно його динаміки при застосуванні механізму кількісного пом'якшення⁹.

В Україні такий механізм у класичній формі, коли центробанк заздалегідь оголошує суму викупу ним облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) і вливання грошей у економіку, відсутній. Однак із позиції визначення його як вливання коштів у економіку для стимулювання її розвитку, він існує у двох формах: у вигляді придбання цінних паперів та довгострокового рефінансування, хоча останнє не завжди належить до кількісного пом'якшення, як воно розуміється в економічній літературі. В обох випадках створюються нові гроші, котрі спрямовуються або на економічні борги, термін погашення яких наближається.

Повільне зростання грошової маси було спричинене як незначними обсягами придбання ОВДП Національним банком України, так і продовженням стерилізації гривні через його валютні інтервенції. Золотовалютні резерви НБУ зменшилися на 3,3 млрд дол. США в 2011 р. і ще на 2,3 млрд дол. за 7 місяців 2012 р. — унаслідок державного делевереджу, або виплат державного зовнішнього боргу та за імпортований газ і відповідної акумуляції гривневих ресурсів для купівлі іноземної валюти.

За нормальних ринкових умов центробанки впливають на короткострокові процентні ставки шляхом проведення операцій на відкритому ринку (у такому випадку здійснюється купівля чи продаж цінних паперів) або вилучення резервів із банківської системи. Однак резерви не є первинною метою, найімовірніше нею виступають процентні ставки, оскільки нижчі процентні ставки стимулюють витрати й інвестиції та, зрештою, зростання ВВП.

Слід також зазначити, що уряд обмежений у проведенні політики кількісного пом'якшення доти, доки цінні папери, які він продає, є ліквідними. В іншому разі загроза дефолту призведе до зниження їхньої вартості¹⁰.

Окреслена тенденція є показовою щодо приросту державних цінних паперів у портфелі банків загалом. Так, у 2012 р. загальний обсяг ОВДП збільшився на 19,5 млрд грн. Близько половини цієї суми припадало на Ощадбанк і Укрексімбанк, тоді як на НБУ — 4,5 млрд грн. Отже, можна констатувати, що політика кількісного пом'якшення НБУ в попередні роки перейшла в політику придбання ОВДП державними фінансовими установами, що з урахуванням дохідності ОВДП на вторинному ринку потенційно означає зниження

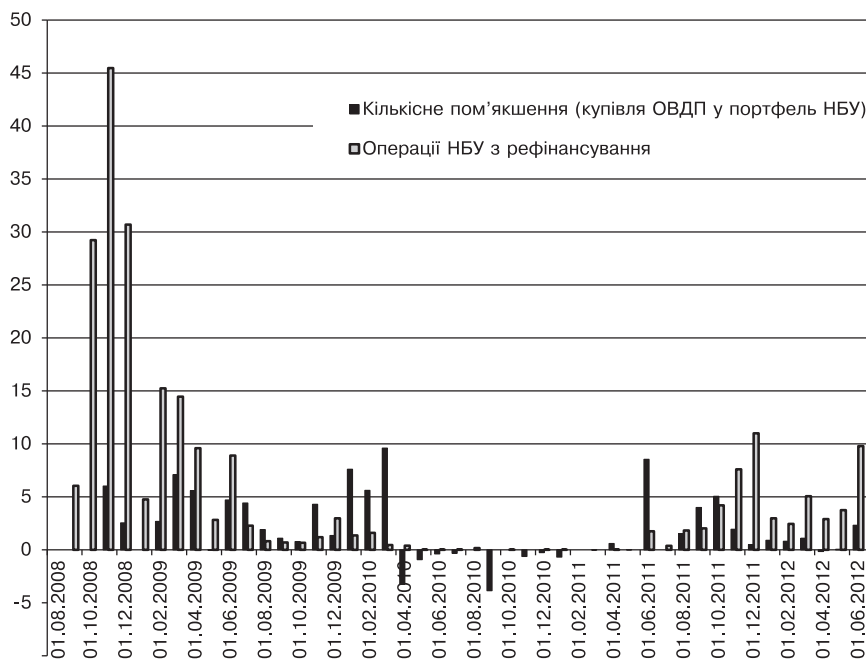
⁹ *Wieland V. Quantitative Easing: A Rationale and Some Evidence from Japan / V. Wieland // The NBER International Seminar on Macroeconomics. — 2009. — P. 354–366.*

¹⁰ *The Great Escape? A Quantitative Evaluation of the Fed's Liquidity Facilities / Marco Del Negro et al ; Federal Reserve Bank of New York Staff Reports // Staff Report. — 2011. — No. 520, October.*

як процентної маржі для цих установ, так і прибутків. Окрім того, оскільки ці установи мають вагомую частку в кредитуванні, можна говорити про уповільнення інвестиційного процесу в економіці, оскільки кредити в її реальний сектор за перших вісім місяців 2012 р. практично не зросли: їх приріст становив лише 13,7 млрд грн порівняно з понад 20 млрд грн у портфелі банків.

Як уже зазначалося, існує два основних шляхи проведення грошової експансії для Національного банку України: 1) купівля державних облігацій у суб'єктів фінансового ринку (НБУ заборонено купувати облігації Міністерства фінансів України на первинних аукціонах), що дає змогу вивільнити ліквідність; 2) надання довгострокового фінансування банкам, завдяки чому вони можуть купувати високоприбуткові ОВДП на аукціонах МФУ. В обох випадках створюються нові гроші. Отже, НБУ купує ОВДП лише на вторинному ринку, вивільняючи таким чином ліквідність та надаючи банкам ресурс для проведення кредитно-інвестиційних операцій. Ці боргові цінні папери застосовуються також як застава для рефінансування НБУ, що означає потенційне скорочення операцій рефінансування при зростанні їхніх обсягів у його портфелі (рис. 3).

З 2008 р. НБУ активізував купівлю ОВДП у свій портфель, загалом придбавши 90,3 млрд грн (станом на 01.08.2012). При цьому обсяг операцій із



Джерело: дані Національного банку України (<http://www.bank.gov.ua>).

Рис. 3. Обсяги купівлі ОВДП у портфель Національного банку України та операцій із рефінансування, млрд грн

рефінансування значно випереджав обсяг операцій кількісного пом'якшення. Однак ми припускаємо, що ефективність рефінансування в забезпеченні економіки ресурсами була нижчою порівняно з кількісним пом'якшенням, оскільки останнє впливає на довгострокові процентні ставки. Перевіримо цю гіпотезу.

Для визначення впливу інструментів НБУ на рівень процентних ставок фінансового ринку пропонуємо оцінити авторегресійну модель типу:

$$\text{Log (LT_Intr.)} = \alpha + \beta_1 \log (\text{QE_NBU} (-1)) + \beta_2 \log (\text{NBUr} (-1)) + \varepsilon, \quad (1)$$

де LT_Intr. — довгострокові ринкові процентні ставки (середньозважені кредитні ставки за довгостроковими кредитами, середнє значення за місяць, за даними НБУ);

QE_NBU — зміна ОВДП у портфелі НБУ;

NBUr — обсяги рефінансування, наданого НБУ.

Також оцінимо авторегресійну модель впливу на короткострокові процентні ставки:

$$\text{Log (ST_Intr.)} = \alpha + \beta_1 \log (\text{QE_NBU} (-1)) + \beta_2 \log (\text{NBUr} (-1)) + \varepsilon, \quad (2)$$

де ST_Intr. — короткострокові ринкові процентні ставки (середньозважені кредитні ставки за короткостроковими кредитами, за даними НБУ);

$N = 46$ (09 : 2009 — 06 : 2012).

Оцінивши цю модель, одержуємо (в дужках унизу — t -статистика):

$$\text{Log (LT_Intr.)} = 32,6 - 0,21 \log (\text{QE_NBU} (-1)) + 0,04 \log (\text{NBUr} (-1)) + \varepsilon.$$

(121) (1,95) (0,43)

Пояснювальна властивість регресії — 0,58.

Аналогічним чином оцінюємо модель для короткострокових процентних ставок:

$$\text{Log (ST_Intr.)} = 57 - 0,06 \log (\text{QE_NBU} (-1)) - 0,12 \log (\text{NBUr} (-1)) + \varepsilon.$$

(143) (0,68) (0,34)

Пояснювальна властивість регресії — 0,43.

Оскільки приблизно дві третини всіх наданих кредитів рефінансування НБУ є операціями прямого репо, отже, значні обсяги таких кредитів використовуються для купівлі ОВДП банками, що відповідним чином позначається на їхній доходності. Про це свідчить також досвід розвинутих країн, де політика кількісного пом'якшення останніх років призвела до зниження доходності державних цінних паперів¹¹. Окрім того, можна констатувати незначний порівняно з кількісним пом'якшенням вплив на рівень довгострокових процентних ставок операцій із регулювання ліквідності.

¹¹ Überforderte Geldpolitik. "Quantitative Lockerung" in USA. Neue Zürcher Zeitung. Mittwoch 11 Juli [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nzz.ch/aktuell/wirtschaft/wirtschaftsnachrichten/ueberforderte-geldpolitik-1.17339627>.

Зважаючи на виявлений вплив змін обсягів ОВДП у портфелі НБУ на довгострокові процентні ставки, можна очікувати відповідного зниження дохідності ОВДП у разі збільшення їх придбання НБУ. Зменшення ринкових процентних ставок спричинить підвищення ліквідності та попиту на ОВДП із боку банків.

Зазначене дає підстави очікувати, що посилення політики кількісного пом'якшення матиме такі результати:

- зниження процентних ставок. Зменшення маржі прибутку для підприємств через уповільнення інфляції та споживчого попиту перешкоджатиме експансії кредитів юридичним особам, якщо ставки за кредитами істотно не знизяться;

- здешевлення коштів та сприяння зменшенню процентних ставок суб'єктами фінансового ринку. При цьому купівля ОВДП НБУ має набагато більший вплив на ліквідність, аніж рефінансування;

- збільшення кредитування юридичних осіб, особливо в обробній промисловості. Для цієї галузі характерний дефіцит фінансування, про що свідчить її доволі низька частка в загальному обсязі кредитів (лише 21 % станом на 01.05.2012 порівняно з 35 % у секторі роздрібної торгівлі). Крім того, частка кредитів у іноземній валюті в обробній промисловості дорівнювала 56 %, а гривневі процентні ставки не є привабливими з урахуванням поточної норми прибутку. Водночас гривневі кредити у фінансуванні роздрібної торгівлі становили 71 %, оскільки вона дає набагато більший прибуток¹²;

- поліпшення внутрішніх умов запозичення. З 2008 р. погіршився доступ України до міжнародних ринків капіталу. Кількісне пом'якшення НБУ має вивільнити ліквідність та дасть змогу банкам збільшити придбання ОВДП на первинних аукціонах, знижуючи їхню дохідність.

Варто відзначити й потенційні ризики, пов'язані із застосуванням кількісного пом'якшення. По-перше, новостворені гроші можуть не піти в економіку у вигляді кредитування, адже підприємства не зацікавлені брати кредити за високими ставками, особливо при зниженні норм прибутку. Якщо українські банки наслідуватимуть приклад банків у розвинутих країнах та будуть лише накопичувати ліквідність, без вкладення в реальний сектор економіки, це призведе до зниження ефективності кількісного пом'якшення для реальної економіки. Проте за менших процентних ставок і вищої інфляції споживчих цін кредитування сільського господарства та обробної промисловості, за умов збереження внутрішнього попиту, прискорюватиметься.

По-друге, надходження від ОВДП можуть опосередковано (через збільшення капіталу) використовуватися для покриття збитків державних банків та НАК “Нафтогаз України”. Протягом 2008—2011 рр. кошти від нових розміщень ОВДП спрямовувалися на вливання капіталу в ряд державних і рекапіталізованих державою банків і компаній. Це може створити ризики “моральної

¹² Див.: Бюлетень Національного банку України. — 2012. — № 5.

небезпеки”, тобто розширення високоризикових операцій державних корпорацій.

Кошти від розміщення ОВДП вищезазначеним чином можуть бути використані для фінансування соціальноорієнтованих витрат державного бюджету з відповідним зменшенням витрат на інвестиційні програми.

З метою підвищення стійкості державних фінансових корпорацій доцільно посилити взаємодію Міністерства фінансів України та Національного банку України щодо проведення політики кількісного пом'якшення. Оскільки цей інструмент має більший вплив на довгострокові процентні ставки, ніж ставка рефінансування НБУ, пропонуємо операції та обсяги купівлі ним ОВДП узгодити заздалегідь.

Окрім того, політика кількісного пом'якшення не може проводитися на постійній основі, оскільки потенційно може створити надмірний обсяг ліквідності. Тому є сенс збільшити обсяг операцій ребалансування портфеля НБУ з погодженням обсягів операцій із МФУ.