

**А.П. Вожжов** (*Севастопольский национальный  
технический университет, Украина*)

**Д.В. Черемисинова** (*Севастопольский национальный  
технический университет, Украина*)

## **О ПРОБЛЕМАХ И ВОЗМОЖНОСТЯХ ЭМИССИОННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА**

*В статье проанализированы возможности и проведено теоретическое обоснование необходимости использования средств кредитной эмиссии с целью стимулирования устойчивого экономического роста путем финансирования банками приоритетных направлений и ориентиров инвестиционной активности.*

*Ключевые слова:* эмиссионное финансирование, кредитная эмиссия, поглощение избыточной денежной массы, приоритетные проекты, целевое кредитование.

*Форм. 4. Табл. 5. Рис. 4. Лит. 11.*

**А.П. Вожжов** (*Севастопольський національний  
технічний університет, Україна*)

**Д.В. Черемісінова** (*Севастопольський національний  
технічний університет, Україна*)

## **ПРО ПРОБЛЕМИ І МОЖЛИВОСТІ ЕМІСІЙНОГО ФІНАНСУВАННЯ ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ**

*У статті проаналізовано можливості і проведено теоретичне обґрунтування необхідності використання коштів кредитної емісії з метою стимулювання стійкого економічного росту шляхом фінансування банками пріоритетних напрямків й орієнтирів інвестиційної активності.*

*Ключові слова:* емісійне фінансування, кредитна емісія, поглинання надлишкової грошової маси, пріоритетні проекти, цільове кредитування.

**A.P. Vozhzhov** (*Sebastopol National Technical University, Ukraine*)

**D.V. Cheremisinova** (*Sebastopol National Technical University, Ukraine*)

## **PROBLEMS AND OPPORTUNITIES OF MONETARY FINANCING FOR ECONOMIC GROWTH**

*The article analyzes the opportunities and provides theoretical grounding for usage of credit emission to stimulate the sustainable economic growth by means of banks' financing the priority directions in the investment activities.*

*Keywords:* monetary financing; credit emission; absorption of the excess money supply; priority projects; directed lending.

**Постановка проблеми.** Мировой экономический кризис заставил по-новому оценить сложившуюся социально-экономическую ситуацию, осознать необходимость стимулирования экономического роста и перехода к инновационному типу экономики. Экономическая наука в настоящее время находится в процессе создания новой концептуальной модели – парадигмы стимулирования устойчивого экономического роста.

Для реализации программ стимулирования экономического роста могут использоваться одновременно различные источники ресурсов: мобилизация средств на внутреннем и внешнем финансовых рынках. Банки могут наращивать ресурсы увеличением собственного капитала, срочных депозитов, величины условно-постоянной части текущих пассивов и увеличением заемных

средств на основе использования различных банковских инструментов, а также заимствованием средств на внутреннем финансовом рынке.

Ресурсы используются банками для полноценного выполнения функций финансового посредничества: выдачи кредитов населению, предприятиям и другим финансовым учреждениям. Инвестиционное использование ресурсов приводит к появлению новых продуктов и услуг, приносит новые прибыли инвесторам, способствует увеличению доходов населения. Нарастание объема сбережений вследствие их инвестиционного использования повышает покупательную способность населения и этим стимулирует развитие потребления, что, в свою очередь, создает дополнительный спрос на товары и услуги отечественных товаропроизводителей. В результате новые инвестиции приводят к структурным изменениям в производстве, появлению новых товаров и услуг, улучшению их качества, следовательно, к оживлению производства и экономическому росту.

Финансирование экономического роста из внешних источников приводит к тому, что в последующей перспективе значительная часть финансовых ресурсов будет зависеть от мировой конъюнктуры, а их поступление в национальную экономику – от намерений внешних кредиторов. Ситуация, возникшая в 2008–2010 гг. в результате воздействия мирового финансового кризиса, показала, насколько нестабильными могут быть данные ресурсы, поскольку массовый отток средств и прекращение внешних заимствований привели к кризису ликвидности банковской системы, острой нехватке финансовых ресурсов предприятий, использующих внешние источники, и, как следствие, падению объемов кредитования и производства, стагнации экономики и существенному замедлению темпов экономического роста.

Однако необходимо признать, что объем ресурсов внутреннего рынка является недостаточным для обеспечения существенного экономического роста, высокие процентные ставки делают невозможным их использование для стимулирования экономического роста.

Объемы кредитования не отвечают реальным потребностям и масштабам экономики. В то же время реализация программ стимулирования экономического роста требует вложения огромных инвестиционных ресурсов. По оценкам премьер-министра Н. Азарова, для модернизации экономики в ближайшие 10 лет потребуются инвестиции порядка 1 трлн. дол. США [9, 11].

Последствия мирового финансового кризиса привели к тому, что возможные объемы привлечения финансовых ресурсов банковской системой, субъектами хозяйственной деятельности в виде прямых иностранных инвестиций для национальной экономики ограничены, что подтверждается данными табл. 1.

В сложившихся условиях средства, получаемые в результате кредитной эмиссии, могут стать необходимым источником финансирования долгосрочных инвестиционных программ с целью посткризисного восстановления национальной экономики и стимулирования устойчивого экономического роста. Однако их применение требует доработки методов, исключая риски возможной инфляции и девальвации, последствия которых могут иметь разрушительный характер.

Таблиця 1. Ресурси економічного росту в Україні\*

Источники финансирования экономического роста	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Прирост в 2010 г. относительно 2009 г.	Темп прироста, %
Срочные депозиты, в т.ч., млн. грн.	84120,47	123359,84	190470,50	252151,63	215159,68	264172,81	49013,13	22,78
- домашних хозяйств, млн. грн.	56118,00	82919,57	127115,42	177281,62	156833,10	208928,69	52095,59	33,22
- СПД, млн. грн.	21570,00	32875,23	48079,10	56984,04	39571,38	41233,33	1662,17	4,20
Капитал банков, млн. грн.	25689,70	45300,00	103200,00	125600,00	126200,00	141700,00	15500,00	12,28
Условно-постоянная часть текущих пасивов банков, млн. грн.	24033	29439,28	43813,31	50890,849	56244,76	141035,52	84790,77	150,75
Прямые иностранные инвестиции, млн. грн.	82894,76	106889,3	148921,47	275070,18	319613,99	355951,68	36337,69	11,37
Итого ресурсов, млн. грн.	216537,93	303088,42	486405,28	703712,66	717218,43	902860,02	185641,59	25,88
Итого ресурсов, млн. дол. США	42878,8	60017,51	96317,88	91391,25	89820,72	113400,41	23579,69	26,25

\* составлена по данным [4, 10].

**Анализ последних исследований и публикаций.** На возможность использования средств кредитной эмиссии в качестве ресурсов экономического роста указывают как зарубежные, так и отечественные ученые.

Отечественные экономисты подчеркивают актуальность и значимость решения этой проблемы. При этом в качестве ключевых рассматриваются вопросы мобилизации финансовых ресурсов и необходимость разработки адекватного современным требованиям механизма стимулирования инвестиционной деятельности. Подчеркивается, что особенность ситуации состоит в том, что, с одной стороны, налицо явная недостаточность инвестиционных вложений и банковских ресурсов для обеспечения экономического роста, а с другой – при действующих высоких процентных ставках по кредитам и низком уровне доходов как населения, так и субъектов предпринимательской деятельности отсутствует значимый спрос на выпускаемую предприятиями продукцию, и, как следствие, на финансирование инвестиционных проектов со стороны реального сектора экономики.

С.М. Аржевитин указывает, что «денежно-кредитная политика должна быть связана не только с созданием эмиссионного ресурса, но и с его приоритетным направлением на развитие реального сектора экономики». Он подчеркивает, что она не должна иметь автономного характера, а непосредственно участвовать в решении ключевых социально-экономических проблем государства. С этой целью необходимо «обеспечить тщательный контроль за направлением и использованием эмиссионных ресурсов НБУ с тем, чтобы ресурсы были действительно использованы в приоритетных отраслях реального сектора экономики, а не были перенаправлены на такие высокодоходные рынки, как валютный и рынок государственных ценных бумаг» [1, 4–5]. При этом С.М. Аржевитин подчеркивает, что «не следует ограничивать роль центрального банка исключительно регулированием предложения и цены денег, а с целью ускорения структурных преобразований в экономике целесообразно расширить его полномочия по обеспечению кредитной поддержки субъектов реального сектора экономики через систему деловых банков» [1, 5].

С. Рыбак и Л. Лазебник в статье «Финансовые аспекты экономического роста в Украине» указывают на необходимость формирования инвестиционных ресурсов, адекватных целям развития экономики, путем кредитной эмиссии и их использования для финансирования инновационно-инвестиционных проектов. При этом в работе подчеркивается эффективность рефинансирования путем создания государственного инвестиционного банка, который, в свою очередь, рефинансирует коммерческие банки и контролирует целевое использование этих средств [11, 23].

А.А. Дробязко и В.И. Сушко отмечают, что «Украине необходимо ускорить процесс перехода на новую экономическую модель, способную оказать стимулирующее воздействие на отечественное производство и экспорт, в частности, за счет увеличения внутреннего спроса» [5, 36]. При этом в качестве одного из направлений перехода на новую модель отмечается «эмиссионное кредитование наиболее перспективных предприятий, способных производить высокотехнологичную и конкурентоспособную продукцию (как экспортную, так и импортную)» [5, 36].

Российский ученый РАН В. Маевский сформулировал идею восстановительной функции средств кредитной эмиссии: «Кредитная эмиссия — залог победы новаторов над консерваторами. Эти деньги покрывают новаторам издержки эволюционной инфляции и инвестиционные расходы, связанные с развитием нового производства» [7, 29]. Он подчеркивает, что динамичное развитие реального сектора экономики возможно только при мощной кредитной поддержке институциональных инвесторов и коммерческих банков.

В источнике [2, 58] предстала цитата С.Ю. Глазьева: «Если триллионы рублей, которые сегодня без обеспечения раздаются банкам, не будут вложены в создание нового технологического уклада и не начнут стимулировать рост производства в перспективных направлениях, они лишь усилят турбулентность на финансовом рынке».

На необходимость использования внутренних ресурсов экономического роста и, в частности, средств кредитной эмиссии неоднократно указывает в своих публикациях российский экономист М. Ершов. Он подчеркивает, что «именно «чистая» эмиссия, основанная на сугубо внутренних рычагах, не ограниченных внешними условиями, и осуществляемая для финансирования приоритетных направлений национальной экономической политики, является главным каналом первичного формирования ресурсов в ведущих странах» [6, 136]. Приоритетные направления экономической политики (в том числе промышленной) финансируются через бюджетные каналы, а уже затем эти ресурсы мультиплицируются и поступают в остальные сектора экономики, продуцируя по цепочке спрос и стимулируя рост в смежных и иных отраслях. По мнению ученого, «названные подходы заслуживают серьезного внимания. При разумной организации они служат каркасом национальной экономической политики, позволяя финансировать приоритетные направления развития, укрепляя основы хозяйства и одновременно являясь стимулом экономического роста» [6, 136].

**Нерешенные проблемы.** Анализ последних исследований демонстрирует принципиальную возможность использования с этой целью управляемой кредитно-денежной эмиссии в качестве источника ресурсов для стимулирования экономического роста. Однако, несмотря на интерес исследователей к данной проблеме и ее актуальность, в экономической литературе отсутствует системное исследование и моделирование влияния кредитной эмиссии на макроэкономические параметры рыночной экономической системы.

**Целью исследования** является исследование возможностей использования средств кредитной эмиссии путем финансирования банками приоритетных направлений и ориентиров инвестиционной активности с целью стимулирования устойчивого экономического роста.

**Основные результаты исследования.** Для эффективного стимулирования экономического роста требуются новые нетрадиционные решения, что ставит задачу изучения опыта стимулирования экономического роста и разработки нового трансмиссионного механизма, отвечающего современным требованиям и способного обеспечить сбалансированность экономики.

Дополнительные монетарные инъекции в экономическую систему влияют на макроэкономические показатели и конкретно на инфляцию в зависи-

мости от структуры и их целевого использования. Если все средства направлять на погашение задолженности по заработной плате или на увеличение оплаты труда и социальных выплат, то это приведет к прямому увеличению денежной массы на рынке конечной продукции. Инфляция при этом неизбежна, а ее величина будет пропорциональна приросту денежных средств, обращающихся на этом рынке, если величина противостоящих им товаров и услуг останется без изменений. Особенно это характерно для первоначальных периодов, когда производство не успело среагировать на увеличение спроса. Если дополнительные денежные средства направляются на закупку оборудования и товаров по импорту, то при этом происходит финансирование зарубежных производителей, что в последующем отразится на стабильности национальной валюты.

Российский экономист Я. Миркин утверждает, что «двигатель монетизации экономики — кредиты центрального банка коммерческим банкам под рост экономики (кредитная эмиссия). Этот механизм работает во всем мире... Эта конструкция должна стать постоянной вместо эмиссии «выпуск рублей только против горячих долларов и внешних долгов» [8, 259].

В процессе общественного воспроизводства основная часть кредитов, предоставляемых банками отечественным производителям, направляется на финансирование приобретения необходимых средств производства — производственных площадей, оборудования, материалов, сырья, полуфабрикатов, а часть — на оплату труда. В результате денежные ресурсы выходят на рынки экономической системы в тех пропорциях, которые предопределяются направленностью их использования — отраслевыми особенностями предприятий и структурой их капитала. При внедрении инвестиционных проектов субъектами хозяйственной деятельности и при реализации произведенной продукции предприниматели получают возмещение затрат на приобретение средств производства и на оплату труда, а также прибыль, которая, в свою очередь, может быть либо реинвестирована в производство, либо направлена на потребление в различных пропорциях.

Финансирование банками экономического роста посредством целевого льготного кредитования приводит к изменению как предложения, так и спроса на рынках экономической системы: рынке конечной продукции (РКП), рынке средств производства (РСП), рынке ресурсов и труда (РРТ) и в самой банковской системе как рынке денег. Движение денег при стимулировании экономического роста обеспечивается передаточным или трансмиссионным механизмом. Объемы инвестиций определяют величину денежной массы, которая обеспечивает платежеспособный спрос на средства производства, то есть определяет то, какая часть денег будет направлена на дополнительную закупку материально-вещественных факторов (средств) производства, и будет генерировать «вторичный», «третичный» и последующие волны спроса на смежных производствах, и, во-вторых, это определяет то, какая часть инвестируемых денежных средств перейдет в форму оплаты труда и предпринимательского дохода и будет направлена на потребление. Эта часть денежной массы также формирует дополнительный, новый спрос на потребительскую продукцию и представляет собой предложение денег, обеспечивающих финанси-

рование производства данной продукции, что в итоге приводит к мультипликативному эффекту в смежных производствах. То, в какой мере спрос и предложение будут в итоге «противостоять» друг другу на рынках экономической системы, определяется как первичным финансированием инвестиционных проектов, так и в значительной мере последующей трансформацией денежных потоков в процессе мультипликации. Такое «каскадное» распространение финансов в экономической системе проявляется в виде эффекта инвестиционно-кредитного мультипликатора.

Украина обладает многоотраслевым хозяйством, способным генерировать «волны» последующего вторичного спроса на предприятиях-смежниках, а наличие потенциала производственных мощностей и наличие квалифицированного кадрового потенциала позволяют говорить о реальной возможности удовлетворения большей части внутреннего спроса как на потребительские товары, так и на средства производства отечественными производителями. Значительный по объемам платежеспособный спрос на продукцию отечественных производителей способен сделать эффект мультипликатора существенным фактором экономического роста. Но для этого необходимо целенаправленное формирование гарантированного платежеспособного спроса на данную продукцию, т.е. необходимо создать экономическую заинтересованность потребителей в приобретении отечественной продукции, а не продукции, закупаемой по импорту. Таким образом, необходимы два условия: во-первых, наличие денежных средств у потребителей для формирования ими платежеспособного спроса на продукцию отечественных предприятий и, во-вторых, потребители должны быть экономически заинтересованы в приобретении продукции отечественных производителей. С этой целью необходимо внедрять целевые программы льготного кредитования для финансирования отечественных товаропроизводителей, при этом процентные ставки по целевым программам устанавливаются на льготных условиях. Центробанк обеспечивает льготное рефинансирование уполномоченных банков по льготной ставке рефинансирования, а банки, в свою очередь, по льготной ставке кредитуют отечественных товаропроизводителей. Банки при этом принимают на себя риски возвратности и платности как по их рефинансированию центробанком, так и по кредитованию ими СПД и населения, обеспечивая надежность системы монетарного стимулирования экономического роста.

Поддержание сбалансированного спроса и предложения по каждому из рынков либо изменение их соотношений в желаемом направлении является ключевым вопросом, определяющим возможности управления результатами экономического роста. Оценка последствий принимаемых решений при этом является, по существу, оценкой влияния дополнительной денежной массы, направляемой банками на финансирование того или иного сектора экономики на сбалансированность системы. Независимо от того, в какой форме и с использованием каких инструментов будет осуществляться финансирование стимулирования экономического роста, оно приведет к тому, что, во-первых, интенсивность денежных потоков экономической системы будет изменяться, а, во-вторых, денежные средства будут «растекаться» по потокам системы, изменяя структуру спроса и предложения, т.е. оказывая влияние не только на

объемы производства, но и на инфляцию, девальвацию и уровень занятости. Сложность управления данным процессом объясняется необходимостью прогнозирования, отслеживания и контроля данных процессов в реальном масштабе времени. Эту задачу нельзя решать для отдельных состояний или по отдельным этапам с интервалами в месяц, квартал и т.д. Изменение спроса и предложения денег протекают во времени постоянно, по мере их «растекания» по экономической системе, концентрации в ее секторах и последующего выхода на рынки. Это определяет сложность решения данной задачи и выдвигает требование к тому, чтобы изменения наполняемости денежных потоков, спроса и предложения по рынкам, распределение средств по секторам отражалось в реальном масштабе времени по всей совокупности субъектов, рынков и потоков системы. С целью оценки результатов монетарного стимулирования экономического роста были использованы возможности модели кругового движения ресурсов в рыночной экономической системе [3, 254]. Модель рыночной экономической системы предоставляет реальную возможность оценки последствий изменения денежной массы, управления монетарным стимулированием посредством льготного рефинансирования коммерческих банков с предоставлением им на возвратной и платной основе средств для кредитования и инвестирования приоритетных национальных программ и проектов. Выполненные исследования показывают реальную возможность выполнения прогнозных оценок в динамике методом «прямого счета». В процессе исследований было выполнено моделирование трансформации банковских ресурсов, направляемых посредством рефинансирования – кредитования на финансирование инвестиционных проектов СПД отдельно по производству средств производства и предметов потребления [7, 254].

Финансирование инвестиционных проектов приводит к тому, что в процессе общественного воспроизводства деньги направляются предприятиями контрагентам на закупку средств производства, сырья, материалов, оборудования и на оплату труда, т. е. эти денежные средства в итоге выходят на рынок производственных мощностей и на рынок конечной продукции. Дополнительное производство продукции и ее реализация создают прибыль, которая частично реинвестируется, а частично направляется на формирование доходов акционеров (собственников) предприятий, т. е. увеличивает их личное потребление, пополняя количество средств, выходящих на рынок конечной продукции. Каждый из рынков системы обеспечивает сбалансированность потоков, приводя в соответствие спрос и предложение изменением соответствующих цен. Превышение спроса над предложением по конкретному рынку приведет к инфляции, а превышение предложения над спросом – к перепроизводству. Это, в свою очередь, приведет к соответствующему изменению цен и возвращению к новому равновесному состоянию на рынках.

При направлении эмитируемых денежных средств на финансирование инвестиционных проектов по производству средств производства и при соотношении стоимости приобретаемых средств производства (СП) к оплате труда (ОТ) как 50/50 половина будет направлена на приобретение средств производства, а другая половина – на оплату труда. Если эти средства не будут на-

правлены на увеличение сбережений, то  $0,5D_{СП}$  выйдет на рынок средств производства ( $РСП$ ) и  $0,5D_{КП}$  – на рынок конечной продукции ( $РКП$ ):

$$D = 0,5D_{СП} + 0,5D_{ОТ}, \quad (1)$$

где  $D$  – величина дополнительной кредитной эмиссии в обеспечение финансирования инвестиционных проектов субъектов предпринимательской деятельности с приобретением ими средств производства у отечественных производителей;  $D_{СП}$ ,  $D_{ОТ}$  – финансирование приобретения средств производства и оплаты труда, соответственно.

Прибыль в результате внедрения инвестиционного проекта ( $ПР$ ) появляется после реализации произведенной продукции, и если она составляет 20% от суммарных затрат на приобретение средств производства и оплаты труда, то:

$$ПР = 0,2 (С П + О Т) = 0,2 (0,5D + 0,5D) = 0,2D. \quad (2)$$

Тогда стоимость реализованной продукции, произведенной в результате инвестиционного проекта за один цикл, составит:

$$T = 0,5D_{СП} + 0,5D_{ОТ} + 0,2D_{ПР}. \quad (3)$$

Направление части эмитируемой денежной массы в сумме  $0,5D_{СП}$  на приобретение средств производства у других отечественных СПД приводит в действие эффект мультипликатора. На эти средства будут закуплены средства производства у предприятий-смежников (материалы, оборудование, инструмент и т.д.), с включением в данную сумму всей стоимости реализуемых ими товаров (в т.ч. и прибыли). Т.е. структура стоимости приобретаемых средств производства в «первой волне» мультипликации  $D_1^{CM}$  при распределении в пропорции  $0,4СП + 0,4ОТ + 0,2ПР$  будет следующей:

$$D_1^{CM} = 0,5D_{СП} = 0,4 \times 0,5D_{СП} + 0,4 \times 0,5D_{ОТ} + 0,2 \times 0,5D_{ПР}. \quad (4)$$

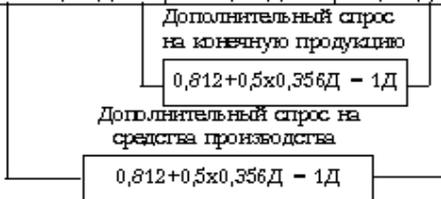
При этом эффект мультипликатора в смежных производствах можно оценить, предполагая, что денежные средства, необходимые для приобретения средств производства, «перетекают» от одного предприятия – смежника к другому с пропорциональным распределением согласно зависимости 6. Приведенная ниже последовательность уравнений дает возможность оценки эффекта мультипликатора до «третьей волны» предприятий-смежников.

Данная последовательность уравнений строится исходя из следующего: часть кредитной эмиссии будет направлена на приобретение средств производства в сумме  $0,5D_{СП}$ , и они должны быть закуплены у соответствующих отечественных производителей – смежников, т.е. ими будет гарантированно реализовано продукции на сумму  $0,5D$  в структуре  $СП / ОТ / ПР = 0,4 / 0,4 / 0,2$ , и это отражается вторым уравнением, где  $D_1^{CM}$  – объем реализации продукции «первой волной» смежников, при этом стоимость произведенной ими продукции  $T_1^{CM} = 0,5D$ . Они, в свою очередь, направят на приобретение у своих поставщиков «второй волны» средств производства на сумму  $0,2D_{СП} = 0,4 \times 0,5D = D_2^{CM}$ . Такая же сумма пойдет на оплату труда, а прибыль составит  $0,1D$ .

Аналогично строятся и следующие уравнения. У «третьей волны» смежников средств производства будет закуплено на  $0,08D$ , а их потребность в средствах производства, в свою очередь, составит  $0,032D$ . Так в соответствии с убывающей прогрессией будет реализовываться действие кредитно-инвестиционного мультипликатора. Если ограничиться только «тремя волнами» действия мультипликатора в смежных производствах, то в итоге финансирование в сумме  $D$  вызывает дополнительный платежеспособный спрос на средства производства на сумму  $0,812D$ , на такую же сумму  $0,812D$  будет увеличена оплата труда, а суммарная прибыль составит  $0,356D$ . Если допустить, что половина прибыли ( $0,356D / 2 = 0,178D$ ) капитализируется, а другая половина направляется на личное потребление, то в результате на рынок конечной продукции выйдет дополнительная денежная масса в сумме оплаты труда и части прибыли, направляемой на личное потребление:  $0,812D + 0,178D = 0,99D \approx 1D$ , аналогично и по рынку средств производства увеличение спроса также составит  $1D$ . Общее увеличение выпуска продукции  $\Delta T$  составит  $1,98D$ , при этом будут ли произведены средства производства или предметы потребления определяется при принятии решения о кредитовании того или иного инвестиционного проекта. Рассмотрим первоначально такой вариант, при котором все инвестиционные проекты будут после их реализации обеспечивать производство средств производства.

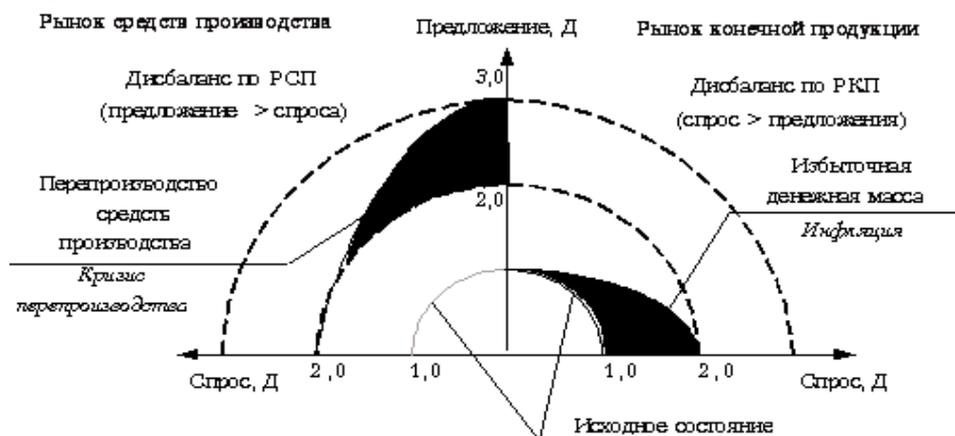
Таблица 2. Результаты мультипликации при увеличении объемов кредитовании инвестиционных проектов по производству средств производства на  $1D$ , авторская разработка

Движение денежных средств по смежным производствам	В т.ч. количество денег, направленное на:		Полученная прибыль (Дпр)	Стоимость дополнительно произведенной продукции	
	приобретение средства производства (Дсп)	оплату труда (Дот)		средств производства	конечной продукции
$D_{инв}$	$0,5D$	$0,5D$	$0,2D$	$1,2D$	$0,0D$
$D_{1, см}$	$0,20D$	$0,20D$	$0,1D$	$0,5D$	$0,0D$
$D_{2, см}$	$0,08D$	$0,08D$	$0,04D$	$0,2D$	$0,0D$
$D_{3, см}$	$0,032D$	$0,032D$	$0,016D$	$0,08D$	$0,0D$
Итого	$0,812D$	$0,812D$	$0,356D$	$1,98D$	$0,0D$



Результаты мультипликации, приведенные в табл. 2, показывают, что вследствие дополнительного направления льготных кредитных ресурсов объемом  $1D$  на финансирование инвестиционных проектов по производству средств производства на рынок средств производства выйдет дополнительная денежная масса  $1D$ . Такая же сумма выйдет на рынок конечной продукции –  $1D$ , т.е. платежеспособный спрос по каждому из этих рынков увеличится на  $1D$ . Но в итоге после мультипликации данных средств в процессе общественного воспроизводства противостоять им по рынку средств производства будет

дополнительно выпущенная товарная масса в сумме  $1,98D \approx 2D$ , а по рынку конечной продукции объем товарной массы останется без изменений, т.к. дополнительный выпуск потребительской продукции составит  $0D$ . В итоге спрос по рынку средств производства составит  $2D$ , предложение –  $3D$ , а дисбаланс между спросом и предложением по рынку средств производства составит  $3D - 2D = 1D$  при превышении предложения над спросом. В результате по данному рынку экономической системы будет наблюдаться перепроизводство инвестиционных товаров на сумму  $1D$ . Аналогично, по рынку конечной продукции в итоге спрос составит  $2D$ , а предложение останется на прежнем уровне –  $1D$ . Дисбаланс между спросом и предложением по рынку конечной продукции составит  $2D - 1D = 1D$  при превышении спроса над предложением. То есть избыточная денежная масса на рынке конечной продукции, создающая инфляционное давление, составит  $1D$ .



**Рис. 1. Графическое представление разбалансированности спроса и предложения при дополнительном целевом финансировании производства средств производства величиной  $1D$ , составлено за данными табл. 2**

Начальное сбалансированное состояние спроса и предложения как по рынку средств производства, так и по рынку конечной продукции отражено на рис. 1 полуокружностью с параметрами (координатами)  $1D$ .

При дополнительной кредитной эмиссии величины  $1D$  и направлении ее на целевое кредитование проектов по производству средств производства положение изменится. Если бы дополнительное увеличение спроса и предложения как по рынку конечной продукции, так и по рынку средств производства составило бы также  $1D$ , то сбалансированность сохранилась бы и новое состояние характеризовалось бы новой концентрической полуокружностью, изображенной пунктиром. Однако графики, представленные на рис. 2, показывают, что в результате движения денежных средств по рынкам экономической системы и их кредитно-инвестиционной мультипликации произойдет разбалансированность спроса и предложения как по рынку средств производства, так и по рынку конечной продукции, причем величины дисбалансов по каждому из рынков равны дополнительно эмитируемой сумме  $1D$ , но име-

ют разную направленность. По рынку средств производства при дополнительном спросе  $1Д$  дополнительное предложение товарной массы составит  $2Д$ , т.е. будет наблюдаться перепроизводство. На рынке конечной продукции, наоборот, будет наблюдаться неудовлетворенный спрос и избыточная денежная масса, несущая в себе потенциально высокий инфляционный риск.

Последствия такого льготного кредитования инвестиционных проектов по производству средств производства будут носить катастрофический характер: для экономики результатом такого финансирования будет разбалансированность с перепроизводством по рынку средств производства и соответствующим «обвалом» цен и банкротством предпринимательских структур и значительной инфляцией на потребительском рынке. Попытки стимулирования экономического роста целевым направлением финансирования только на эти цели является невозможным. Для избежания последствий разбалансированности по рынкам экономической системы необходимо осуществлять кредитование не только проектов по производству средств производства, но и стимулировать отечественных производителей потребительских товаров для насыщения внутреннего спроса.

Результаты движения и мультипликации денежных средств при кредитовании проектов по производству предметов потребления представлены в табл. 3. На рынок средств производства выйдет дополнительная денежная масса  $1Д$ , на рынок конечной продукции – такая же сумма ( $1Д$ ), т.е. платежеспособный спрос по каждому из этих рынков увеличится на  $1Д$ . Но в итоге после мультипликации данных средств в процессе общественного воспроизводства противостоять им по рынку средств производства будет дополнительно выпущенная товарная масса в сумме  $0,78Д \approx 0,8Д$ , а по рынку конечной продукции дополнительный выпуск потребительской продукции составит  $1,2Д$ . В итоге спрос по рынку средств производства составит  $2Д$ , а предложение –  $1,8Д$ , а дисбаланс между спросом и предложением по рынку средств производства составит  $2Д - 1,8Д = 0,2Д$  при превышении спроса над предложением, то есть избыточная денежная масса на рынке средств производства составит  $0,2Д$ . Аналогично, по рынку конечной продукции в итоге спрос составит  $2Д$ , а предложение составит  $2,2Д$ , т.е. дисбаланс между спросом и предложением по рынку конечной продукции составит  $2,2Д - 2Д = 0,2Д$  при превышении предложения над спросом, что отражено на рис. 2.

Дополнительное финансирование деятельности по увеличению производства предметов потребления приводит к эффекту мультипликатора и к экономическому росту, однако реализация таких проектов в существенных, значительных объемах приводит к трансформации денежных потоков, которая неизбежно вызывает разбалансированность спроса и предложения в рыночной экономической системе и может привести к инфляции, с одной стороны, и кризису перепроизводства – с другой.

Необходимо рассмотреть принципиальную возможность обеспечения экономического роста с сохранением сбалансированности спроса и предложения в экономике при одновременном увеличении финансирования инвестиционных проектов по производству средств производства и производству предметов потребления.

Таблиця 3. Результати мультиплікації при збільшенні об'ємів кредитування інвестиційних проектів по виробництву предметів потреби на 1Д, авторська розробка

Движение денежных средств по смежным производствам	В т.ч. количество денег, направленное на:		Полученная прибыль (Дгр)	Стоимость дополнительно произведенной продукции	
	приобретение средств производства (Дсп)	оплату труда (Дот)		средства производства	конечной продукции
Д <sub>исп</sub>	0,5Д	0,5Д	0,2Д	-	1,2Д
Д <sub>1 сп</sub>	0,20Д	0,20Д	0,1Д	0,5Д	-
Д <sub>2 сп</sub>	0,08Д	0,08Д	0,04Д	0,2Д	-
Д <sub>3 сп</sub>	0,032Д	0,03Д	0,016Д	0,08Д	-
Итого	0,812Д	0,812Д	0,356Д	0,78 ≈ 0,8Д	1,2Д



Рис. 2. Графическое представление разбалансированности спроса и предложения при дополнительном целевом финансировании производства предметов потребления величиной 1Д,

составлено за данными табл. 3

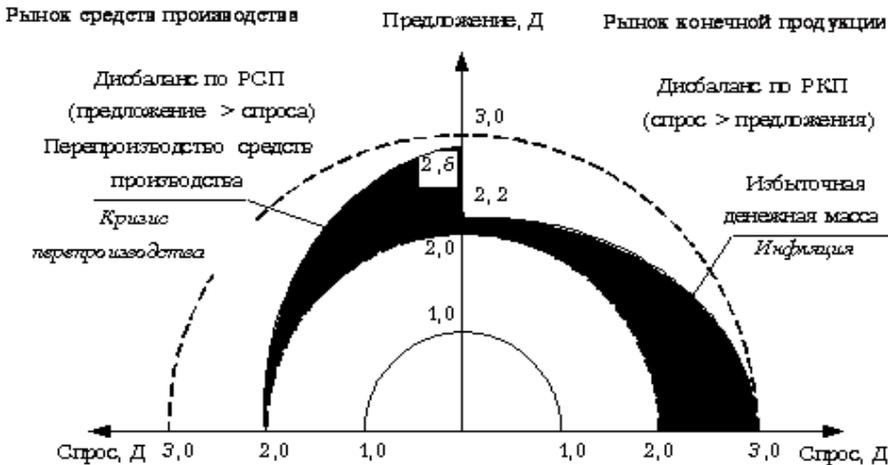
Рассмотрим случай, при котором стимулирование экономического роста величиной 1Д по двум направлениям применяется одновременно по каждому из рынков. Используя механизм движения денежных средств по рынкам экономической системы, оценим возможные результаты. Предположим, что объем рефинансирования центробанком составит 2Д и кредитные ресурсы будут одинаковыми потоками (1Д) направлены на рефинансирование целевого кредитования производства средств производства и предметов потребления. Результаты расчетов представлены в табл. 4 и иллюстрируются графиками рис. 3.

Данные табл. 4 свидетельствуют о том, что в результате совместного финансирования программ по производству средств производства и предметов

потребления спрос и предложение по рынкам системы будут также разбалансированы: по РКП на  $0,8Д$  ( $2,0Д - 1,2Д = 0,8Д$ ) при превышении спроса над предложением, то есть избыточная денежная масса составит  $0,8Д$ , создавая тем самым высокое инфляционное давление на потребительском рынке. Разбалансированность по РСП также составляет  $0,8Д$ , однако имеет противоположную направленность ( $2,8Д - 2,0Д = 0,8Д$ ) при превышении предложения над спросом, т.е. на данном рынке будет наблюдаться перепроизводство инвестиционных товаров. Таким образом, при одновременном стимулировании экономического роста по этим направлениям и в равных объемах результаты будут столь же неутешительными, как и при дополнительном финансировании каждого из этих направлений. Это недопустимо, т.к. приведет к разбалансированности спроса и предложения по всем рынкам экономики с соответствующими негативными результатами.

**Таблица 4. Изменения спроса и предложения в экономике при одновременном финансировании производства средств производства и предметов потребления, авторская разработка**

Целевая направленность финансирования:	Объем финансирования	Спрос по		Предложение по		Отклонение по	
		РСП	РКП	РСП	РКП	РСП	РКП
Производство средств производства	1Д	1Д	1Д	2,0Д	0,0Д	+1,0Д	-1,0Д
Производство конечной продукции	1Д	1Д	1Д	0,8Д	1,2Д	-0,2Д	+0,2Д
Итого:	2Д	2Д	2Д	2,8Д	1,2Д	+0,8Д	-0,8Д



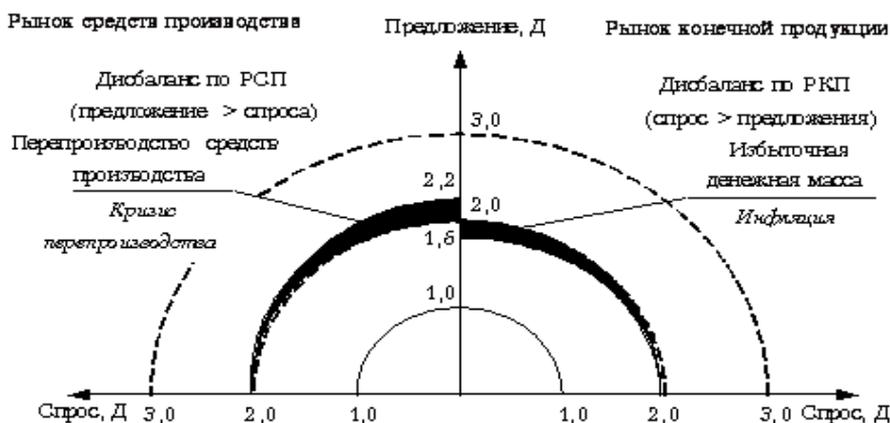
**Рис. 3. Графическое представление разбалансированности спроса и предложения при дополнительном целевом финансировании производства средств производства и предметов потребления величиной 1Д, составлено за данными табл. 4**

Управление структурой использования дополнительных денежных средств, т.е. целевой направленностью кредитования, дает возможность выравнивания спроса и предложения по рынкам экономической системы. Рассмотрим пример, при котором на дополнительное кредитование производства средств производства направляется  $0,5Д$ , на производство конечной продук-

ции –  $1,5Д$ . При этом объем денежных средств, направляемых на кредитование инвестиционных проектов по производству средств производства, уменьшается вдвое: с  $1Д$  до  $0,5Д$ , а по кредитованию инвестиционных проектов, направленных на кредитование проектов по производству предметов потребления, наоборот, увеличивается с  $1Д$  до  $1,5Д$ . Расчеты выполнены по аналогии с рассмотренными ранее и представлены в табл. 5. Результаты структурного регулирования иллюстрируются графиками, приведенными на рис. 4.

**Таблица 5. Результаты структурного регулирования спроса и предложения по рынкам экономической системы при одновременном финансировании проектов по производству средств производства и предметов потребления, авторская разработка**

Целевая направленность финансирования на:	Объем финансирования	Спрос по		Предложение по		Отклонение по	
		РСП	РКП	РСП	РКП	РСП	РКП
Производство средств производства	$0,5Д$	$0,5Д$	$0,5Д$	$1,0Д$	$0,0$	$+0,5Д$	$-0,5Д$
Производство конечной продукции	$1,5Д$	$1,5Д$	$1,5Д$	$1,2Д$	$1,8Д$	$-0,3Д$	$+0,3Д$
Итого	$2Д$	$2Д$	$2Д$	$2,2Д$	$1,8Д$	$-0,2Д$	$+0,2Д$



**Рис. 4. Графическое представление разбалансированности спроса и предложения при структурном регулировании целевого финансирования производства средств производства и предметов потребления, составлено за данными табл. 5**

В результате дисбаланс спроса и предложения по *РСП* составляет  $2Д - 2,2Д = 0,2Д$  с превышением предложения над спросом, а дисбаланс по *РКП* составляет также  $0,2Д$  ( $1,8Д - 2Д = -0,2Д$ ) с превышением спроса над предложением. То есть в итоге абсолютные значения дисбалансов уменьшаются при структурном регулировании целевой направленности использования дополнительного финансирования в 4 раза. Это показывает принципиальную возможность достижения сбалансированного экономического роста структурным регулированием использования эмитируемых средств.

#### **Выводы и перспективы дальнейших исследований:**

1. Эмиссионные ресурсы исключительно инвестиционного назначения позволят обеспечить на основе мультипликативного эффекта многократное

увеличение масштабов вовлечения в хозяйственный оборот частного капитала для реализации эффективных инвестиционных проектов. Финансирование банками инвестиционно-кредитной деятельности должно дополняться регулированием спроса и предложения в экономической системе посредством целевого управления финансовыми потоками одновременно в сферах производства средств производства, предметов потребления и при потребительском кредитовании.

2. Использование ресурсов, получаемых в результате кредитной эмиссии, имеет как недостатки, так и преимущества: с одной стороны, это существенные риски инфляции и девальвации, а с другой – процентные ставки по целевым программам устанавливаются на льготных условиях. Банки при этом принимают на себя риски возвратности и платности как по их рефинансированию центробанком, так и по кредитованию ими СПД и населения, обеспечивая надежность системы монетарного стимулирования экономического роста.

3. Среди возможных схем целевого распределения государственных средств – прямое вхождение государства в капитал, кредитование через пул уполномоченных банков, субординирование процентной ставки и другие направления. Это разные формы рефинансирования банков под кредитование реального сектора. Инструментами реализации этой политики могут быть спецсудные счета, векселя предприятий, включаемые в ломбардные списки, или автоматическое рефинансирование центральным банком кредитов клиентам, если они отвечают заданным требованиям качества ссуд под переуступку ему права требования на случай банкротства банка.

Проведенное исследование подтверждает теоретическую возможность использования средств кредитной эмиссии для безынфляционного насыщения экономики денежной массой и стимулирования экономического роста. Однако для этого необходимо проведение детального исследования распределения денежных средств в результате кредитно-инвестиционной мультипликации и разработки рекомендаций по поглощению избыточной денежной массы с целью предотвращению инфляции и девальвации.

1. *Аржевітін С.М.* Грошово-кредитні відносини в розвитку економіки України: Автореф. дис... докт. екон. наук: спец. 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит». – К., 2011. – 33 с.

2. В поисках выхода... Эксперты обсуждают перспективы формирования устойчивой финансовой системы России / Подг. С.Ю. Богданова // Банковское дело. – 2009. – №2. – С. 58–64.

3. *Вожжов А.П.* Процессы трансформации банковских ресурсов: Монография. – Севастополь: СевНТУ, 2006. – 339 с.

4. Грошово-кредитна статистика // [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua).

5. *Дробязко А.А., Сушко В.И.* Банки Украины: Обобщенный портрет на фоне экономического роста // Финансовые риски. – 2003. – №2. – С. 34–51.

6. *Еришов М.* Об источниках «длинных» денег в экономике // Общество и экономика. – 2003. – №9. – С. 135–148.

7. *Маевский В.И.* Пора вернуться к эволюции // Эксперт. – 2000. – №38. – С. 29–32.

8. *Миркин Я.* От «медицины катастроф» к новой финансовой политике // Журнал Новой экономической ассоциации. – 2009. – №1–2. – С. 258–261.

9. Отдать должное // Бизнес. – №43. – С. 10–11.

10. Прямі іноземні інвестиції (акціонерний капітал) в Україні з країн ЄС // [www.ukrstat.gov.ua](http://www.ukrstat.gov.ua).

11. *Рыбак С., Лазебник Л.* Финансовые аспекты экономического роста в Украине // Экономика Украины. – 2007. – №3. – С. 22–32.

Стаття надійшла до редакції 11.11.2011.