

УДК 336.71

**Н. П. Баріда**

*Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана*

## **ТЕОРЕТИЧНІ ТА ОРГАНІЗАЦІЙНІ ЗАСАДИ ГРОШОВОЇ ЕМІСІЇ**

**У статті розглянуто теоретичні та організаційні засади грошової емісії. Визначено роль центрального банку та небанківських кредитних установ у механізмі грошової емісії.**

*Ключові слова:* грошова емісія, грошова пропозиція, грошова база, кредитна мультиплікація, депозитна мультиплікація.

**В статье исследованы теоретические и организационные основы денежной эмиссии. Определена роль центрального банка и небанковских кредитных учреждений в механизме денежной эмиссии.**

*Ключевые слова:* денежная эмиссия, денежное предложение, денежная база, кредитная мультипликация, депозитная мультипликация.

**The article investigates the theoretical and organizational principles of money creation. The paper defines the role of the central bank and non-bank credit institutions within the mechanism of money creation.**

*Keywords:* money creation, money supply, monetary base, loan multiplication, deposit multiplication.

Теоретико-організаційні питання ефективного механізму грошової емісії в умовах формування стійкого соціально-економічного розвитку, набувають високої актуальності та вимагають постійної уваги як з боку органів монетарної влади, так і з боку науковців. Теорія грошової пропозиції та грошової емісії вивчає закономірності мультиплікації грошової бази в процесі банківського кредитування і створення нових депозитів.

Вивченню сучасних теоретичних і організаційних засад грошової пропозиції та емісії, а також грошово-кредитного регулювання, діяльності центральних банків та практичних аспектів реалізації їхніх функцій присвячено праці багатьох вітчизняних і зарубіжних економістів. Розгляду вказаної проблематики приділяли увагу зокрема такі зарубіжні науковці як Д. Блекуелл, А. Б. Борисов, А. Г. Братко, М. Бурда, В. К. Бурлачков, Ч. Виплош, Р. Г. Габбард, Ю. С. Голікова, М. Ю. Головін, Ч. Гудхарт, Р. Дорнбуш, Дж. М. Кейнс, Д. С. Кідуелл, Л. Н. Красавіна, О. І. Лаврушин, М. Ю. Матовніков, Ф. С. Мишкін, С. Р. Моїсєєв, Л. А. Московкіна, О. В. Наумченко, Р. Петерсон, Д. Полферман, В. П. Поляков, Дж. М. Розенберг, М. Ротбард, В. Сміт, Дж. Тобін, О. В. Улюкаєв, М. Фрідмен, Г. Г. Фетісов, Ф. Форд, В. М. Шенаєв, М. М. Ямпольський та ін. Серед вітчизняних науковців і практиків, які зробили вагомий внесок у дослідження теоретичних засад грошової пропозиції та особливостей діяльності центрального банку і реалізації ним грошово-кредитної політики, необхідно назвати таких як Б. П. Адамик, З. М. Васильченко, О. В. Васюренко, В. М. Геєць, О. В. Дзюблюк, О. М. Колодізєв, В. В. Козюк, В. В. Корнєєв, І. О. Лютий, А. М. Мороз, В. І. Міщенко, С. В. Науменкова, О. І. Петрик, Д. В. Полозенко, Л. О. Примостка, М. Ф. Пуховкіна, К. Є. Раєвський, Л. М. Рябініна, М. І. Савлук, В. С. Стельмах. Віддаючи належне доробку вчених у цій сфері, варто зауважити, що у вітчизняній економічній літературі відсутні комплексні дослідження теоретичних та організаційних засад грошової пропозиції та емісії.

Відтак метою статті є встановлення теоретичних взаємозв'язків та економічних залежностей у процесі грошової емісії, що має важливе практичне значення та сприятиме підвищенню ефективності механізму грошової емісії і впливу грошей на розвиток економіки.

Недостатньо вивченими проблемами теорії грошової емісії, що становлять основні завдання нашого дослідження, є вивчення поняття «грошової база» та аналіз її впливу на сукупну грошову пропозицію; визначення залежності грошового мультиплікатора від динаміки процентної ставки і середньої рентабельності в реальному секторі економіки.

Сучасна організація грошової емісії відбувається на основі контролю центральних банків за грошовою базою, тобто за її розширенням або звуженням під час купівлі-продажу урядових цінних паперів і іноземної валюти, за використанням комерційними банками залишків на рахунках клієнтів для активних (кредитних) операцій, а також за присвоєнням сеньйоражу центральним банком і банківською системою в цілому.

*Грошова база й ефект мультиплікатора.* Коректний розрахунок грошової бази – необхідна умова правильного прогнозування грошових агрегатів. Як відомо, джерела грошової бази відображають в активі балансу центрального банку (далі – ЦБ), а напрями її використання – у пасиві. Проте різні її компоненти відіграють неоднакову роль у грошово-кредитній мультиплікації. Зокрема, обов'язкові резерви комерційних банків (далі – КБ) є «замороженою» частиною «грошей високої ефективності», тобто грошової бази. Зміна їхнього обсягу безпосередньо впливає на ефект мультиплікатора, оскільки вилучення коштів до відповідних фондів зменшує ресурсну базу комерційних банків. Але обов'язкові резерви, що зберігаються на рахунках у ЦБ, не беруть участь у створенні грошей і, отже, під час розрахунку величини мультиплікатора не повинні включатися до грошової бази. Водночас треба враховувати, що ЦБ повністю контролює можливість посилення ефекту мультиплікатора шляхом впливу на резерви КБ.

У пасивах балансів центральних банків багатьох країн значну величину складають депозити державного сектору – кошти казначейств (тобто бюджетні ресурси), тому у складі грошової бази виділяють «гроші центрального банку» (грошова база за мінусом коштів казначейств). Бюджетні ресурси, що акумулюються в центральних банках, формують за рахунок коштів платників податків. Це знижує обсяг депозитів і відповідно масштаби мультиплікації грошових агрегатів. Навпаки, витрачання бюджетних ресурсів призводить до збільшення коштів на депозитах, а, отже, до підвищення грошового мультиплікатора. У цьому випадку рішення про використання ресурсів приймається казначейством і перебуває поза сферою контролю ЦБ. Серед розвинених країн найбільша частка депозитів казначейства в пасивах ЦБ спостерігається в Норвегії – 47 %. В інших країнах вона становить у середньому 3–5 % [1].

Поняття «гроші центрального банку» і «гроші комерційних банків» в останні роки набули поширення. Зокрема, аналізуючи платіжні системи, наголошують, що пегтінг (взаємна компенсація вимог і зобов'язань) забезпечується в грошах КБ, а для остаточних розрахунків між банками-учасниками залучають гроші ЦБ. Зрозуміло, що зазначені терміни використовують як синоніми понять «грошова база» та «грошові агрегати». На практиці гроші КБ формуються на основі грошей ЦБ. Відомо, що різке скорочення грошової бази призводить до зменшення грошових

агрегатів. Якщо держава, і новостворена зокрема, вводить в обіг нову валюту, то гроші КБ в його економічній системі можуть сформуватися лише на основі грошей ЦБ.

До «широкої» грошової бази традиційно включають залишки коштів на кореспондентських рахунках комерційних банків у ЦБ. Перевищення цими коштами рівня, необхідного для проведення міжбанківських розрахунків, свідчить про низьку кредитну активність комерційних банків і відповідно про неповне використання можливостей мультиплікації грошей. Але в такому випадку ефект мультиплікатора залежить від рішень, прийнятих КБ.

У сфері повного контролю ЦБ перебувають три джерела грошової бази: кредити КБ; придбані на вторинному ринку державні цінні папери; резерви в іноземній валюті. Але купівля іноземної валюти з метою підтримки курсу національної грошової одиниці може мати вимушений характер.

У 1970-ті рр. в економічній теорії домінували уявлення про стійкий зв'язок між грошовою базою і грошовою масою. Виходячи з цього, у деяких країнах органи монетарного регулювання робили спроби таргетування грошових агрегатів М1 або М2.

Процес мультиплікації грошей має дві ланки: видача кредитів і створення на їхній основі нових депозитів. Парадокс полягає в тому, що активні операції комерційних банків призводять до створення пасивів, оскільки кошти виданого кредиту перераховують на рахунок позичальника. В економічній літературі поняття «грошовий мультиплікатор» часто доповнюють визначеннями «кредитний» та «депозитний». Вони відображають те саме явище, але кількісно перший менший за другий, оскільки кредитні ресурси КБ нижчі від обсягу залучених депозитів на величину обов'язкових резервів у ЦБ. До традиційних формул кредитного та депозитного мультиплікаторів вводять три змінні: ставка за обов'язковими резервами; величина надлишкових резервів; частка вилучення готівкових коштів з банківських депозитів.

На наш погляд, головну роль у мультиплікації грошей відіграє інтенсивність процесу кредитування, обумовлена співвідношенням ставки за кредитами, ставки за депозитами і рентабельності в реальному секторі економіки. У механізмі їхньої взаємодії особливе значення має різниця між показником рентабельності в реальному секторі і ставками за залученими кредитами. Визнаємо її як чисту дохідність підприємницької діяльності (далі – ЧДПД) [2, с. 160–163].

Якщо останню ведуть без залучення банківських кредитів, ЧДПД збігається з рентабельністю виробництва. Однак, якщо для розвитку виробництва залучають кредити, ЧДПД буде нижчою від рентабельності на величину ставки відсотка.

Показник ЧДПД характеризує стан розвитку підприємницької діяльності. Збільшення різниці між рентабельністю і ставкою відсотка призводить до більш активного використання кредитів і примноження кредитного мультиплікатора. Навпаки, зниження ЧДПД зумовлює згортання ділової активності. Зближення рентабельності в реальному секторі зі ставкою за депозитами свідчить про стагнацію виробництва і сприяє переливу грошових ресурсів з виробничого сектора до сфери спекуляцій, де їх використовують для кредитування операцій з фінансовими інструментами або торгово-закупівельної діяльності.

Рентабельність реального сектора і ставку відсотка за кредитами визначають як сукупність різних змінних. Рентабельність виробництва залежить, по-перше,

від технологічного рівня економіки, рівня виробництва конкурентоспроможної продукції, по-друге, від обсягу грошової пропозиції, а також від інституційних основ економіки, зокрема її можливостей забезпечити повернення позикових коштів. Зазначені параметри відрізняють розвинену ринкову економіку від периферійного капіталізму. Саме вони зумовлюють такі особливості економіки країн, що розвиваються, і країн з перехідною економікою, як низька монетизація по агрегату M2 і висока частка готівково-грошового обігу в сукупних розрахунках. Намагання уряду та банків збільшити обсяги кредитування в такій економіці призводять до посилення інфляції. У 2014 р. грошова база в Україні склала 24 % ВВП, а в США – 7 %. Але монетизація української економіки за агрегатом M2 дорівнювала 48 % ВВП, а американської – 77 % [3].

Депозитний мультиплікатор може розраховуватися за агрегатами як M1, так і M2, але насправді мультиплікуються лише грошові засоби, що використовують для кредитування і розрахунків, а точніше – залишки на рахунках до запитання.

Наприклад, фірма А має в банку депозит до запитання в розмірі 1000 грн (враховують у складі агрегату M1) і розміщує його в строковий вклад (M2). Як результат – M1 зменшується, а величина (M2 – M1) збільшується. Фірма Б отримує в цьому ж банку кредит в сумі 1000 грн, який зараховують на рахунок до запитання. У результаті (M2 – M1) залишається без зміни, а M1 зростає на 1000 грн. Отже, M2 збільшується через мультиплікаційне розширення M1.

На думку представників австрійської економічної школи, грошовий мультиплікатор – це феномен системи грошової емісії з частковим резервуванням. Дослідник Ф. Шостак вважає, що створення грошей банківською системою призводить до зростання споживання, не пов'язаного із збільшенням виробництва [4]. Л. фон Мізес і М. Ротбард вважали, що розміщення депозиту не означає надання банку кредиту клієнтом, а має схожість з операцією щодо застави [5, с. 350–353]. Але саме дозвіл банкам використовувати залишки на депозитних рахунках до запитання для кредитування обумовлює створення грошей банківською системою.

Під час кризового стану економіки грошовий мультиплікатор знижується. Коли ділова активність низька, збільшення грошової бази слабо позначається на агрегаті M1. Це було помітно в період Великої депресії в США і в наш час спостерігається в Японії, Росії та Україні, але причини цього явища в країнах різні. В Японії, наприклад, має місце рецесія, спричинена, очевидно, завершенням підвищувальної фази довгої (кондратьєвської) хвилі світової кон'юнктури, в Україні ж проявляється інституційна нестійкість економіки.

Історично можна виділити дві основні форми організації грошової емісії:

1. Таку, що ґрунтується на забезпеченні (покритті) кредитної грошової маси грошима в товарній формі (золотом);
2. Таку, що базується на частковому резервуванні, тобто на створенні резервів із кредитних грошей. Резервування може бути як обов'язковим, так і здійснюватися банками самостійно для підтримки ліквідності.

Перехід після Другої світової війни від золотого стандарту до кредитно-грошового обігу зумовив цілеспрямоване регулювання обсягу грошової маси державними органами. У зв'язку з цим Дж. М. Кейнс говорив про закінчення епохи «laissez-faire» [6, с. 47–50].

Значний теоретичний інтерес становить і питання про забезпечення сучасних грошей. Зазвичай як забезпечення розглядають активи ЦБ у державних цінних паперах та іноземній валюті, але сьогодні центральні банки не беруть на себе зобов'язання підтримувати фіксовані валютні курси, а державні цінні папери не можуть надаватися в обмін на національну валюту за встановленим курсом. Такі активи не можна розглядати як забезпечення, адекватне благородному металу під час забезпечення валют із золотими паритетами.

Чи можна уявити баланс ЦБ без цих активів? Якщо «так», то його активи склалися б лише з кредитів, наданих комерційним банкам. Валютний курс формувався б виключно під впливом попиту та пропозиції, без регулятивного впливу монетарних органів і коливався б у широких межах. Але економічні агенти не змогли б відмовитися від національної валюти, оскільки вона необхідна для сплати податків, тобто попит на неї підтримувався б за рахунок державного сектора економіки. Відсутність урядових цінних паперів в активах ЦБ не дозволила б йому за допомогою операцій на відкритому ринку швидко впливати на грошову пропозицію і зумовило б його нееластичність, проте ЦБ вдалося б створити грошову базу як основу процесу подальшої мультиплікації грошей.

Наведений гіпотетичний приклад свідчить про те, що забезпечення сучасних грошей на рівні ЦБ не є їхньою обов'язковою характеристикою. Але за відсутності реального забезпечення кредитні операції комерційних банків неможливі. Навіть формально незабезпечені кредити видають підприємствам з високою діловою репутацією, що слугує певним чином заставою (гарантією). Це означає, що необхідно забезпечити вторинну ліквідність, створювану КБ.

Сучасна організація грошової пропозиції в розвинених країнах зазнає критики, тому що існує низка підстав, які можуть провокувати порушення її стійкості. По-перше, за організації грошової пропозиції та в механізмі грошової емісії не використовують золото; по-друге, вона ґрунтується на частковому резервуванні; по-третє, така організація обумовлює зростання державного боргу; по-четверте, вона призводить до завищення норми відсотка, сприяючи таким чином перерозподілу ресурсів із державного сектору до приватного.

Ідея використання емісії з частковим резервуванням піддається критиці, зокрема представниками австрійської школи, на тій підставі, що вона виступає головною причиною інфляції. Справді, подібна система передбачає, що банки можуть використовувати залишки на рахунках своїх клієнтів для кредитних операцій. Але саме це обумовлює зв'язок між потребами в засобах обігу і в кредитних ресурсах. Такий механізм функціонує завдяки кредитному мультиплікатору, сприяючи еластичності грошової пропозиції та забезпечуючи ефективність механізму грошової емісії. Грошова маса може розширюватися або звужуватися залежно від стану економічної системи. Іншої грошової системи та механізму грошової емісії, здатних забезпечувати необхідну еластичність грошового ринку, не існує.

**Висновки.** На перший погляд, емісія шляхом купівлі урядових облігацій має переваги перед випуском грошей для придбання іноземної валюти. Додатковий попит на державні облігації дозволяє розширити підтримку внутрішньої економіки за рахунок збільшення бюджетних ресурсів. Проте випуск таких паперів стимулює попит на кредитні ресурси і призводить до підвищення ставки відсотка.

Отже, завищені доходи за держоблігаціями отримують не лише ЦБ, а й основні їхні власники – приватні інвестори.

На нашу думку, альтернативою могла б стати «депозитна» грошова емісія, яка здійснюється у формі розміщення центральним банком у комерційних банках своїх депозитів, диференційованих за строками та сумами, що дозволить забезпечити комерційні банки як «короткими», так і «довгими» грошима. Отримання відсотків за такими депозитами дасть можливість, по-перше, контролювати рівень процентної ставки, а по-друге, повністю акумулювати сеньйораж у центральному банку. Крім того, в такий спосіб можна регулювати ліквідність економіки. Основним недоліком «депозитної» емісії є те, що рішення про розміщення депозитів будуть приймати чиновники, тому високою залишається ймовірність суб'єктивного фактора та зловживань, хоча з метою пруденційного регулювання цього процесу можна ЦБ встановити відповідний норматив та контролювати показник «депозитної емісії» і його співвідношення із розміром власного капіталу КБ.

Але за «депозитної» емісії додаткову ліквідність будуть отримувати у першу чергу банки, що кредитують пріоритетні галузі економіки. Відповідно до запропонованого емісійного механізму в грошовій системі головним індикатором грошово-кредитної політики буде співвідношення «рентабельність в реальному секторі – ставки за кредитами – ставки за депозитами». Отже, перехід до «депозитної» емісії дозволить задіяти одразу два чинники зниження процентних ставок: зменшення обсягу державних запозичень та збільшення ліквідності в банківській системі.

#### Бібліографічні посилання і примітки

1. Офіційний сайт Міжнародного Валютного Фонду [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/mfs/manual/rus/mfsmr.pdf>
2. **Бурлачков В. К.** Денежная теория и динамическая экономика: выводы для России / В. К. Бурлачков. – М. : Эдиториал УРСС, 2003. – 352 с.
3. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.bank.gov.ua/Pl\\_syst/index.htm](http://www.bank.gov.ua/Pl_syst/index.htm)
4. **Shostak F.** The Money Multiplier: Myth or Reality? [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.mises.org/fullstory.asp.control=1118>
5. **Мизес Л. фон.** Теория денег и кредита/Людвиг фон Мизес; пер. с англ. и нем. под. ред. и с комм. Гр. Сапова. – Челябинск : Социум, 2012. – 808 с.
6. **Кейнс Дж. М.** Общая теория занятости, процента и денег / Кейнс Дж.М. – М. : Гелиос АРВ, 2002. – 352 с.

*Надійшла до редколегії 15.12.2014*