

ТРАНСФОРМАЦІЯ ДЕНЕЖНОГО ОБРАЩЕННЯ І ЗМІНЕННЯ ПАРАДИГМИ СТИМУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІЧЕСЬКОГО РОСТА: ІСТОРИЧЕСЬКИЙ АСПЕКТ І ТРЕБОВАВАННЯ СОВРЕМЕННОСТІ

ВОЖЖОВ А. П., ГРИНЬКО Е. Л., ЧЕРЕМИСИНОВА Д. В.

УДК 336.71

Вожжов А. П., Гринько Е. Л., Черемисинова Д. В. Трансформация денежного обращения и изменение парадигмы стимулирования экономического роста: исторический аспект и требования современности

В статье проведены объективный научный анализ и системное осмысление закона денежного обращения – основы количественного выражения процессов, связанных с функционированием денег, который позволяет выявлять складывающиеся закономерности в денежном обращении, разрабатывать соответствующие решения и воздействовать на экономическое развитие. Рассматривается изменение закономерностей денежного обращения и трансмиссионного механизма в современной экономике, его влияние на сбалансированность экономической системы. Выявлены существенные аспекты, противоречия и последствия эволюции методов стимулирования экономического развития. Исследуется влияние политики количественного смягчения (QE) как нового метода регулирования экономического роста и ее влияние на трансформацию денежного обращения в современных условиях. Представлены математические зависимости, описывающие основные эволюционные этапы изменения законов денежного обращения.

Ключевые слова: экономический рост, количественное смягчение экономического роста, QE, монетарное стимулирование, денежное обращение.

Рис.: 1. **Табл.:** 2. **Формул.:** 6. **Библ.:** 23.

Вожжов Анатолий Павлович – доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой финансов и кредита, Севастопольский национальный технический университет (ул. Университетская, 33, Севастополь, 99053, Украина)

E-mail: vozzhov_ap@mail.ru

Гринько Елена Леонидовна – кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры финансов и кредита, Севастопольский национальный технический университет (ул. Университетская, 33, Севастополь, 99053, Украина)

Черемисинова Диана Валериевна – старший преподаватель, кафедра финансов и кредита, Севастопольский национальный технический университет (ул. Университетская, 33, Севастополь, 99053, Украина)

E-mail: obsidian78@mail.ru

УДК 336.71

Вожжов А. П., Гринько О. Л., Черемисинова Д. В. Трансформація грошового обігу та зміна парадигми стимулювання економічного зростання: історичний аспект і вимоги сучасності

У статті проведено об'єктивний науковий аналіз і системне осмислення закону грошового обігу – основи кількісного вираження процесів, пов'язаних із функціонуванням грошей, який дозволяє виявляти закономірності, що складаються, у грошовому обігу, розробляти відповідні рішення та впливати на економічний розвиток. Розглядається зміна закономірностей грошового обігу та трансмісійного механізму в сучасній економіці, його вплив на збалансованість економічної системи. Виявлено сутнісні аспекти, протиріччя і наслідки еволюції методів стимулювання економічного розвитку. Досліджується вплив політики кількісного пом'якшення (QE) як нового методу регулювання економічного зростання та її вплив на трансформацію грошового обігу в сучасних умовах. Представлено математичні залежності, що описують основні еволюційні етапи зміни законів грошового обігу.

Ключові слова: економічне зростання, кількісне пом'якшення економічного зростання, QE, монетарне стимулювання, грошовий обіг.

Рис.: 1. **Табл.:** 2. **Формул.:** 6. **Бібл.:** 23.

Вожжов Анатолій Павлович – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів та кредиту, Севастопольський національний технічний університет (вул. Університетська, 33, Севастополь, 99053, Україна)

E-mail: vozzhov_ap@mail.ru

Гринько Олена Леонідівна – кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри фінансів та кредиту, Севастопольський національний технічний університет (вул. Університетська, 33, Севастополь, 99053, Україна)

Черемисинова Діана Валеріївна – старший викладач, кафедра фінансів та кредиту, Севастопольський національний технічний університет (вул. Університетська, 33, Севастополь, 99053, Україна)

E-mail: obsidian78@mail.ru

UDC 336.71

Vozhzhov A. P., Grinko O. L., Cheremysynova D. V. Transformation of Money Circulation and Change of the Paradigm of Stimulation of Economic Growth: Historical Aspect and Modern Requirements

The article conducts an objective scientific analysis and system comprehension of the law of circulation of money – the basis of the quantitative expression of the processes that are connected with functioning of money, which allows revelation of the established regularities in circulation of money, development of relevant solutions and influencing economic development. It considers changing of the regularities of money circulation and the transmission mechanism in modern economy, its influence upon balancing of the economic system. It reveals the essential aspects, contradictions and consequences of the evolution of methods of stimulation of economic development. It studies influence of the policy of quantitative easing (QE) as a new method of regulating the economic growth and its impact on transformation of money circulation under modern conditions. It presents mathematic dependencies that describe main evolution stages of changing the laws of circulation of money.

Key words: economic growth, quantitative easing of economic growth, QE, monetary stimulation, money circulation.

Pic.: 1. **Tabl.:** 2. **Formulae:** 6. **Bibl.:** 23.

Vozhzhov Anatoliy P. – Doctor of Science (Economics), Professor, Head of the Department of Finance and Credit, Sevastopol National Technical University (vul. Universytetska, 33, Sevastopol, 99053, Ukraine)

E-mail: vozzhov_ap@mail.ru

Grinko Olena L. – Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor, Associate Professor of the Department of Finance and Credit, Sevastopol National Technical University (vul. Universytetska, 33, Sevastopol, 99053, Ukraine)

Cheremysynova Diana V. – Senior Lecturer, Department of Finance and Credit, Sevastopol National Technical University (vul. Universytetska, 33, Sevastopol, 99053, Ukraine)

E-mail: obsidian78@mail.ru

Текущий период развития мировой экономики и цивилизации проходит под знаком революционных финансовых, технологических, информационных изменений, за которыми идут экономические, социальные и политические преобразования, что приводит к необходимости осмысления нового состояния экономики. Конец XX – начала XXI ст. характеризует активное развитие теорий и концепций, а также форм и методов регулирования экономики. В то же время до сих пор не выработано единой концепции в части механизма обеспечения и регулирования сбалансированного ускоренного экономического роста, построения адекватной монетарной. Остро стоит вопрос обоснования новой парадигмы стимулирования экономического роста, а также исследования изменений закономерностей денежного обращения и его влияния на сбалансированность роста экономической системы. Современные научные поиски проходят в свете тех проблем, которые существуют в поле зрения мировой экономической науки и по которым до сих пор не выработаны эффективные методы управления экономическим ростом.

Мировой финансовый кризис 2007 – 2009 гг. уже назван в современной литературе «Великой рецессией». Сложившиеся на тот момент монетарный трансмиссионный механизм и традиционные инструменты денежно-кредитной политики не могли использоваться для борьбы с угрозами и последствиями разразившегося кризиса. Существующие монетарная и финансовая теории требуют переосмысления основных закономерностей денежно-кредитного и финансового механизма и создания новой финансовой парадигмы, поскольку, как отмечает П. Лемещенко, «мир финансов стал практически самостоятельным автономным космосом, утратившим прямую зависимость от физической экономической реальности» [1].

Известными учеными исследуются предпосылки и последствия изменения политики стимулирования экономического роста в современных условиях. О необходимости и результатах использования монетарными властями США нетрадиционных инструментов борьбы с проявлениями и последствиями кризиса, получившими название «количественного смягчения» (QE), говорится в работах Б. Бернаке (B. Bernanke), К. Баумейстера (C. Baumeister) и Л. Бенати (L. Benati) и др. ученых и практиков [1, 2].

В ряде публикаций [3 – 6] рассматриваются отдельные каналы воздействия монетарных импульсов при проведении политики «количественного смягчения» ФРС США, Европейского Центробанка, Банка Англии и Банка Японии с применением авторегрессионных зависимостей (VAR-модели). Они доказывают эффективность применяемых антикризисных мер для экономик развитых стран, однако единого мнения о целесообразности дальнейшего продолжения раундов «количественного смягчения» и долгосрочных последствиях для всего мира у зарубежных исследователей не выработано. В то же время исследования воздействия политики QE для развивающихся стран, в частности, работы [4, 7, 8], приходят к противоречивым результатам и дают неоднозначную оценку воздействия монетарных импульсов на развивающиеся экономики.

Необходимо отметить, что большинство исследований, посвященных проблеме смены традиционных инструментов монетарного трансмиссионного механизма, носит описательный характер или исследуют с помощью авторегрессионных зависимостей влияние каналов монетарной трансмиссии на конкретные финансовые или ма-

кроэкономические показатели, однако это не уменьшает круг вопросов в части разработки новой парадигмы обеспечения стабильности глобальной и национальных экономик, обеспечения устойчивого экономического роста и требуют дополнительного исследования. На это указывает в своих работах И. Рыкова [9, 10] и настаивает на необходимости смены экономической парадигмы, «когда модели и инструменты реализуемой политики, а также методы их применения должны учитывать происходящие изменения в мировой финансовой системе, которая приобрела совершенно иное качество» [9].

Ученые пытаются ответить на важнейшие вопросы: как изменились закономерности денежного обращения, каковы причины финансового кризиса, какие методы должны прийти на смену кейнсианству и монетаризму, каковы последствия использования количественного смягчения экономики (QE) как новой парадигмы стимулирования экономического роста? Новые явления в мировой экономике вызывают настоятельную необходимость осмысления основных понятий и экономических процессов.

Целью статьи является изложение результатов исследований в части изменения закономерностей денежного обращения и его влияние на сбалансированность роста экономической системы, а также результатов трансформации парадигмы стимулирования экономического роста.

Закон денежного обращения как основа количественного выражения процессов, связанных с функционированием денег, позволяет выявлять складывающиеся закономерности в денежном обращении, разрабатывать соответствующие решения и воздействовать на экономическое развитие. Проблемам денежного обращения, стимулирования экономического роста, формированию новой монетарной парадигмы посвящены работы таких отечественных учёных, как В. Геец, А. Дзюблюк, Б. Дунаев, В. Козюк, В. Корнеев, Т. Кричевская, С. Кульпинский, В. Лагутин, В. Мищенко, П. Юхименко и др.

Закон денежного обращения дает количественную оценку денежной массы, которая необходима для производства и реализации товаров, а также обеспечения стабильного равновесия между количеством товаров и денег. Данная зависимость фиксируется либо с помощью уравнения обмена, либо формулой количества денег, необходимого для обращения товарной массы [11].

К. Маркс наиболее последовательно и аргументировано обосновывал товарную природу денег, доказывая внутреннее единство товаров и денег исходя из категории меновой стоимости [12]:

$$\text{масса денег} = \frac{\text{сумма цен товаров}}{\text{число оборотов одноименных денежных единиц}} \quad (1)$$

Такой подход к анализу сущности денег имел несомненное преимущество, которое заключалось в том, что деньги приобретали объективный характер и реальное содержание, благодаря чему они стали полноценными инструментами экономического оборота, что обеспечивало эквивалентность обмена. Однако абсолютизация товарной природы денег К. Марксом, а также учеными, разделявшими данный взгляд, имела негативные последствия при решении проблемы их стоимости, т. к. стоимость денег объяснялась трудовой стоимостью денежного материала и затратами на их изготовление [13].

Работы И. Фишера и Э. Кеммерера интегрировали количественную теорию и товарную природу денег. Э. Кеммерер пытался ответить на ключевой вопрос: как деньги и кредит взаимосвязаны и влияют на уровень цен [29, 30]. Научные разработки Э. Кеммерера, его уравнение обмена легли в основу работ И. Фишера, который развил теорию операционного спроса на деньги, где спрос на реальные остатки пропорционален реальному доходу и нечувствителен к изменениям в процентных ставках:

$$MV = PQ, \quad (2)$$

где M – денежная масса в обращении; V – скорость обращения денег; p_i – цена i -того товара, $i = 1, \dots, n$; P – уровень цен; Q – реальный объем производства.

Значение его теории заключается в том, что скорость обращения денег и темп обращения денег постоянные. Это генерирует количественную теорию денег, которая означает, что совокупные расходы определяются исключительно изменениями в количестве денег. Однако классический взгляд, принимающий скорость обращения денег как постоянную, не подтверждается фактическими данными. Нестабильность скорости обращения денег особенно ярко проявилась после резкого падения скорости в годы «Великой депрессии» [14].

Классический кембриджский подход старался ответить на вопрос, сколько денег индивиды хотят накапливать. Этот подход также рассматривал спрос на реальные остатки как пропорциональный к реальному доходу, но он отличается от анализа Фишера тем, что не исключает влияния процентных ставок на спрос на деньги.

Дж. Кейнс развивал кембриджский подход, предложив три основных мотива накопления денег: операционный (транзакционный), осмотрительности и спекулятивный. Обоснованная им теория преимущества ликвидности рассматривает операционный и сберегательный компоненты спроса на деньги как пропорциональные доходу. Однако спекулятивный компонент спроса на деньги рассматривается как чувствительный к процентным ставкам, а также к ожиданиям относительно будущей динамики процентных ставок. Эта теория означает, что скорость обращения денег очень нестабильна и не может рассматриваться как постоянная. Впоследствии, однако, было выявлено, что процентные ставки важны как для компонента осмотрительности и операционного компонента спроса на деньги, так и для спекулятивного.

Теория спроса на деньги М. Фридмана основывалась на подходе, используемом в теории Дж. Кейнса и классических кембриджских экономистов. Рассматривая деньги как любой другой актив, Дж. Фридман использовал теорию спроса на активы, чтобы определить спрос на деньги, что является функцией ожидаемых доходов на другие активы относительно ожидаемого дохода на деньги и постоянный доход. В отличие от Дж. Кейнса М. Фридман считал, что спрос на деньги является нестабильным и нечувствительным к изменениям процентной ставки. Ученый доказывал, что скорость оборота денег прогнозируема, хотя не всегда. Это вело к выводу количественной теории – деньги являются основным детерминантом совокупных расходов [14].

Во второй половине XX века появляются теории спроса на деньги, которые делают акцент на их роли как средства обращения – теории транзакционного спроса. Транзакционные остатки денежных средств накапливают-

ся для поддержания заданного уровня денежного дохода. Наиболее известными моделями функции спроса на деньги относительно транзакционной теории являются модели У. Баумоля и Д. Тобина, разработанные независимо и параллельно друг от друга. Спрос на деньги состоит в прекарщении индивидуумов сохранять определенную часть богатства в денежной форме как запас денег, состояние которого определяется суммой определенных транзакционных операций за определенный период. В данном случае деньги как представительская стоимость для удовлетворения текущих нужд и владения активами в будущем, то есть деньги используются как средство накопления стоимости. Согласно модели У. Баумоля запасы денег должны увеличиваться пропорционально квадратному корню от объема соглашений [15, 16].

В 70-е гг. прошлого века появились новые направления изучения спроса на деньги, среди которых модели буферного запаса денег (*buffer stock model, BSM*), а также модели коррекции ошибок (*error correction model, ECM*). Первая использует эффекта адсорбции шоков денежного спроса для объяснения нестабильности функции спроса на деньги. Вторая сосредоточилась на неверной спецификации функции спроса как основной причине ее нестабильности [15].

В сформулированных на настоящий момент законах денежного обращения экономическая наука фактически исходит из признания производности, зависимости потребности в денежной массе от массы товарной [11]. Однако современная экономика перешагнула эти рамки. Потребности в денежной массе уже не ограничиваются только массой товаров, которая все также является базовым реальным активом, но включают большее широкий спектр «нетоварных» активов, создаваемых финансовым рынком.

Новые явления в мировой экономике вызывают настоятельную необходимость пересмотра основных понятий [17]. Используемые монетарные методы регулирования экономики и обеспечения экономического роста приводят к изменениям закономерностей денежного обращения и трансмиссионного механизма, что отражено в табл. 1.

Рассматривая сущность и основу методов стимулирования экономического роста, необходимо отметить: первый экономический кризис разразился в Англии, наиболее развитой капиталистической стране того времени, в 1825 г. и выразился в том, что товары не могли быть проданы вследствие недостатка платежеспособного спроса, что вызвало остановку производства и расстройство всей экономической системы. Достижение цели капиталистического производства каждого индивидуального предприятия требовало максимального увеличения объема производства и реализации продукции и минимизации затрат на производство, а также повышения производительности труда. Внедрение прогрессивной техники и новых технологий приводило к постепенному уменьшению доли живого труда в стоимости продукции. В силу этого возникал и увеличивался разрыв между совокупной стоимостью создаваемой продукции и платежеспособным спросом. Возникновение кризиса являлось следствием того, что платежеспособный спрос, или количество денег, направляемое на приобретение товаров, становилось меньше суммы их цен, или суммы цен базовых активов. С развитием экономики состав этих базовых активов расширился включением недвижимости, средств производства, а условие стабильного

развития выражалось как равенство денег и товаров или реальных активов (РА). Общая величина активов при этом равна сумме реальных активов¹:

$$M' \sim P_i Q_i \sim PA, \quad (3)$$

где M – спрос на деньги активы (в табл. 1 обозначено как $M_{\text{кап}}$ деньги, необходимые для поддержания спроса на реальные – товары); P_i – цена i -того товара, $i = 1, \dots, n$; Q_i – масса i -того товара в обращении; PA – сумма цен реализуемых реальных активов (товаров).

Первая Великая депрессия началась с биржевого фондового кризиса в США (1929 г.). Для противодействия потерям на фондовом рынке финансовому сектору понадобились дополнительные денежные средства, которые в итоге

¹ Для упрощения скорость денежного обращения принимается равной единице.

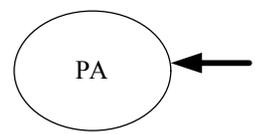
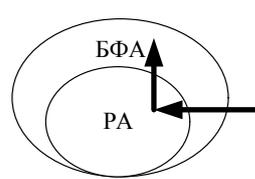
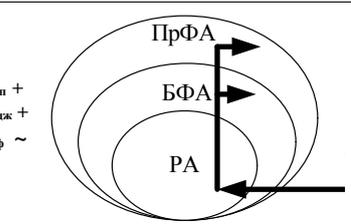
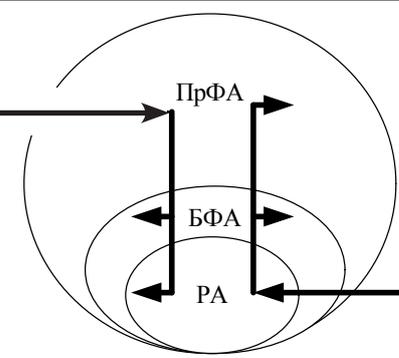
перетекли через банковскую сферу из реального сектора производства, уменьшая доходы предприятий и населения и сокращая платежеспособность субъектов экономики.

Кейнсианство использовало адресное бюджетное финансирование приоритетных отраслей и проектов с использованием в т. ч. льготного кредитования и смягчения фискальной нагрузки. Для инвестиций использовались средства бюджета, полученные в т. ч. и за счет денежной эмиссии. Цель – борьба с инфляцией и безработицей, развитие экономики за счет мультипликации инвестиций, а также получение предпринимательского дохода.

Первоначально кейнсианство привело к значительным позитивным результатам. Однако по истечении определенного времени административное регулирование, неэффективное использование инвестиций, отсутствие ответственности за неэффективное инвестирование средств

Таблица 1

Эволюция методов стимулирования экономического развития

Количество денег в обращении и величина противостоящих активов	Трансмиссионный механизм	Признаки
$M_{\text{кап}} \sim P_i Q_i \sim PA$. Количество денег в экономике определяется величиной реальных активов	$M_{\text{кап}} \sim$  Экстенсивное инвестирование за счет капитализации прибыли	Экстенсивный рост с соответствующим увеличением реальных активов. Итог: Великая депрессия
$M_{\text{кап}} + M_{\text{бюдж}} \sim PA + БФА, БФА = ЦБ_{\text{мс}}$ Количество денег в обращении определяется величиной реальных активов и базовых финансовых активов (БФА)	$M_{\text{кап}} + M_{\text{бюдж}} \sim$  Интенсивное бюджетное финансирование проектов	Кейнсианство: бюджетное финансирование , в т. ч. за счет эмиссии ЦБ, льготное налогообложение. Итог: стагфляция
$M_{\text{кап}} + M_{\text{бюдж}} + M_{\text{реф}} \sim PA + БФА + ПрФА$. Количество денег в обращении определяется величиной реальных активов, базовых и производных финансовых активов (ПрФА)	$M_{\text{кап}} + M_{\text{бюдж}} + M_{\text{реф}} \sim$  Интенсивное финансирование проектов через рефинансирование – кредитование	Монетаризм: регулирование экономики изменением цены денег через кредитный рынок. Итог: мировой финансовый кризис
$M_{\text{кап}} + M_{\text{бюдж}} + M_{\text{реф}} + QE \sim PA + БФА + ПрФА$. Количество денег в обращении определяется величиной реальных активов, базовых и производных финансовых активов, а также эмиссией денег, опережающей рост активов (QE)	$M_{\text{кап}} + M_{\text{бюдж}} + M_{\text{реф}} + QE \sim$  Финансирование всех направлений посредством бюджетного, кредитного, фондового, трансмиссионного механизмов	Теория количественного смягчения: QE – направление эмитированных денег через фондовый рынок во все сферы экономики и финансов. Итог: новый финансовый кризис, мировой валютный кризис?

привели в итоге к дисбалансам на рынках экономической системы к стагфляции (инфляции и безработице).

Примерно в данный период времени сформировался значительный фондовый рынок как рынок ценных бумаг – титулов собственности и долговых ценных бумаг. Ценные бумаги становятся существенным активом рыночной экономической системы, уже не отражая стоимость базовых активов, а дополняя их, увеличивая общую стоимость активов рыночной системы. Количество денег, необходимое для обращения, для поддержания стабильности в экономике, увеличивается на величину, соответствующую цене этих новых активов. В то же время за данными активами в виде ценных бумаг не всегда стоит реальное обеспечение в виде конкретных товаров. Общая величина активов при этом равна сумме реальных активов и ценных бумаг – титулов собственности и долговых ценных бумаг. Количество денег в обращении при этом определяется величиной реальных активов и базовых финансовых активов (БФА):

$$\begin{aligned} M' &\sim PA + БФА, \\ БФА &= ЦБ_{мс}, \end{aligned} \quad (4)$$

где M' – спрос на деньги (в табл. 1 обозначено как $M_{\text{кап}}$ + $M_{\text{бюдж}}$, деньги, финансирующие экстенсивный рост экономики при капиталистическом производстве и бюджетное финансирование экономики); БФА – базовые финансовые активы (долевые и долговые ценные бумаги); ЦБ_{мс} – ценные бумаги – титулы собственности.

Классический монетаризм разрешил основные проблемы кейнсианства. Регулирование экономики изменением цены ссудного капитала с финансированием на рыночной, конкурентной основе, в соответствии с рыночными ориентирами посредством рефинансирования деловых банков Центральными банками и последующего кредитования ими СПД под свою экономическую ответственность. Основу ресурсов составляли средства кредитно-денежной эмиссии. Цель – интенсивное развитие экономики, стабильный и управляемый рост, получение предпринимательского и процентного дохода. При этом развитие экономики происходит за счет кредитно-инвестиционной мультипликации.

Дальнейшее развитие финансовой системы привело к созданию новых финансовых инструментов в виде производных ценных бумаг, секьюритизированных активов, структурированных финансовых активов и других новых финансовых инструментов и технологий. Инновационные финансовые продукты, в особенности секьюритизированные ценные бумаги, деривативы стоят еще дальше от реальных активов экономики, чем ценные бумаги – титулы собственности. Общая величина активов, которые должны быть обеспечены деньгами, будет равна сумме реальных (базовых) активов, ценных бумаг – титулов собственности, долговых инструментов, а также инновационных финансовых инструментов. Основное условие стабильного развития, которое выражалось как равенство денег и товаров или реальных активов, $M \sim PA$, стало многокомпонентным и более сложным. Количество денег в обращении определяется величиной реальных активов, базовых и производных финансовых активов (ПрФА):

$$\begin{aligned} M'' &\sim PA + БФА + ПрФА, \\ M_{\text{кап}} + M_{\text{бюдж}} + M_{\text{реф}} &\sim PA + БФА + ПрФА, \end{aligned} \quad (5)$$

где M'' – спрос на деньги (в табл. 1 обозначено как $M_{\text{кап}}$ + $M_{\text{бюдж}}$ + $M_{\text{реф}}$, деньги, финансирующие экстенсивный рост

экономики при капиталистическом производстве, бюджетное финансирование экономики, деньги, направляемые в экономику за счет механизма рефинансирования); ПрФА – производные финансовые активы (ценные бумаги на основе механизма секьюритизации, деривативы).

Создавалось впечатление, что удалось решить вопросы государственного регулирования экономики без непосредственного вмешательства государства – вплоть до 2008 года. Впоследствии дисбаланс в финансовой системе привел к мировому финансовому кризису. Кейнсианство и монетаризм выработали свой ресурс.

На ведущих мировых финансовых рынках происходит множественная мультипликация долгов вследствие как выпуска новых ценных бумаг, так и в результате погашения текущей задолженности новыми долговыми активами (секьюритизация, структурированные активы). В свою очередь, эти процессы дали мощный импульс развитию «облегченного» кредитования, что явилось одной из причин увеличения неплатежеспособного спроса на активы, роста их стоимости и, таким образом, еще большего раздувания финансовых пузырей. Для поддержания столь значительных объемов долгов, естественно, требуется все большее количество денег. Длительный дисбаланс между активами и количеством денег, непропорциональный рост финансовых активов и ликвидности приводит к невозможности их погашения в полном объеме и необходимости дополнительной монетизации, нарушает основные финансовые законы.

Внастоящее время огромные объемы финансовых активов в виде долговых ценных бумаг, секьюритизированного долга, деривативов требуют поддержания их соответствующими объемами денежной массы, что, в свою очередь, не позволяет эффективно «транспортировать» деньги в реальный сектор экономики. Кейнсианский канал удовлетворения спроса через реальный сектор производства не ликвидирует дисбаланс на финансовых рынках. Монетарный канал удовлетворения спроса на деньги напрямую через финансовые рынки не позволяет в нужных объемах доставить деньги до сектора реального производства. Возникновение финансовых «пузырей» гипертрофирует каналы трансмиссии, и денежная масса, дополнительно направляемая на удовлетворение денежного спроса, остается циркулировать в рамках финансового рынка, поддерживая таким образом разрастание «пузырей». Альтернативным способом борьбы с последствиями мирового экономического кризиса 2008 г. стал метод количественного смягчения, или QE.

Сущность стимулирования экономического развития единая – направление дополнительных денежных средств в экономику. В отличие от экстенсивного роста, который происходит в результате простого наращивания факторов роста – средств производства и рабочей силы, интенсивный рост предполагает совершенствование и развитие путем создания новых возможностей, комбинации организации человеческой деятельности, поиска новых средств и технологий.

QE (*quantitative easing*) – количественное смягчение – такой вид монетарной политики, при которой экономика насыщается денежными средствами за счет дополнительной денежной эмиссии в значительных объемах через фондовый рынок путем покупки финансовых активов – облигаций и деривативов. Использование QE предполагает в 2013 г. ФРС США ежемесячные объемы покупки облига-

ций на 45 млрд долл. США и деривативов на 45 млрд долл. США, т. е. в годовом исчислении – на 1 трлн долл. США.

Количественное смягчение (*QE – quantitative easing*) первоначально предполагалось использовать как разовый, не системный метод смягчения ситуации в экономике и финансовой сфере посредством пополнения денежными средствами, для восполнения нехватки ликвидности. Однако в США стало использоваться систематически.

QE получило также название посткризисного нетрадиционного монетаризма. Его цель – вывести экономику из финансового кризиса за счет средств денежной эмиссии в значительных объемах через фондовый рынок – выкуп гособлигаций и деривативов (ипотечных закладных). Будущие проблемы – вероятность новых финансовых пузырей, обвал доллара США и трансформация мировой валютной системы. Количество денег в обращении при этом виде монетарной поддержки экономики определяется величиной реальных активов, базовых и производных финансовых активов, а также эмиссией денег, опережающей рост активов (*QE*):

$$\begin{aligned} M''' &\sim PA + БФА + ПрФА, \\ M_{\text{кап}} + M_{\text{бюдж}} + M_{\text{реф}} + QE &\sim \\ &\sim PA + БФА + ПрФА, \end{aligned} \quad (6)$$

где M''' – спрос на деньги (в табл. 1 обозначено как $M_{\text{кап}} + M_{\text{бюдж}} + M_{\text{реф}} + QE$, деньги, финансирующие экстенсивный рост экономики, бюджетное финансирование экономики, деньги, направляемые в экономику за счет механизма рефинансирования, а также эмиссия денег, опережающей рост активов – *QE*).

Закон денежного обращения определяет количество денег, необходимых для обращения и функционирования экономики. Нарушение равновесия между спросом и предложением, между количеством денег в обращении и величиной противостоящих активов приводит к кризису. Понимая это, правительства многих стран во время последнего мирового финансового кризиса использовали все доступные методы для насыщения экономики деньгами (*рис. 1*).

Учетные ставки Центробанков стран с развитой экономикой снизились практически до нулевых значений: в США – 0 – 0,25%; ЕС – 0,5%; в Великобритании – 0,75%; Японии – 0,1%. В противоположность этому в Украине и

России в данный период наоборот наблюдался рост учетных ставок: Украина – 6,5% (с 13.08.2013 г.), Россия – 8,25% (с 14.09.2012 г.) в условиях достаточно жесткой монетарной политики, направленной на сдерживание инфляции и поддержание заданного валютного курса. Увеличение денежного предложения приводит к повышению спроса на иностранную валюту на валютном рынке как со стороны банков, так и населения, в результате чего регулятор будет вынужден провести интервенции в значительных объемах для поддержания стабильности национальной валюты, что наглядно подтверждают события сентября 2012 г., когда три банка, получившие 31.08.2012 г. годовые кредиты на сумму 3,8 млрд грн под 7,5% годовых для стимулирования отечественных товаропроизводителей, направили данные средства на валютный рынок, вызвав его дестабилизацию, то есть использовали данные средства не по целевому назначению.

Возникает вопрос: оправдана ли такая политика НБУ в условиях падения производства и рынков? Данные табл. 2 свидетельствуют о том, что снижение процентных ставок в развитых странах, напротив, связано с достаточно низким уровнем инфляции. Рост внутреннего потребления приводит к укреплению экономики и национальной валюты.

При проведении Центральными банками традиционной монетарной политики посредством управления краткосрочными номинальными процентными ставками оказывается влияние на экономику через различные каналы трансмиссионного механизма. Поскольку инфляционные ожидания не реагируют немедленно на изменения номинальных процентных ставок, Центральные банки могут также влиять на реальные процентные ставки в краткосрочной и среднесрочной перспективе. Центральные банки при проведении классической монетарной политики покупают и продают долговые краткосрочные ценные бумаги для поддержания целевых значений краткосрочных номинальных процентных ставок. Эти покупки и продажи активов изменяют как краткосрочные процентные ставки, так и денежную базу (количество валюты и банковских резервов в экономике). Например, Центральный банк может увеличить денежную базу двумя сходными способами: путем приобретения облигаций от субъектов экономической системы, предоставляя им заемные средства. Такая

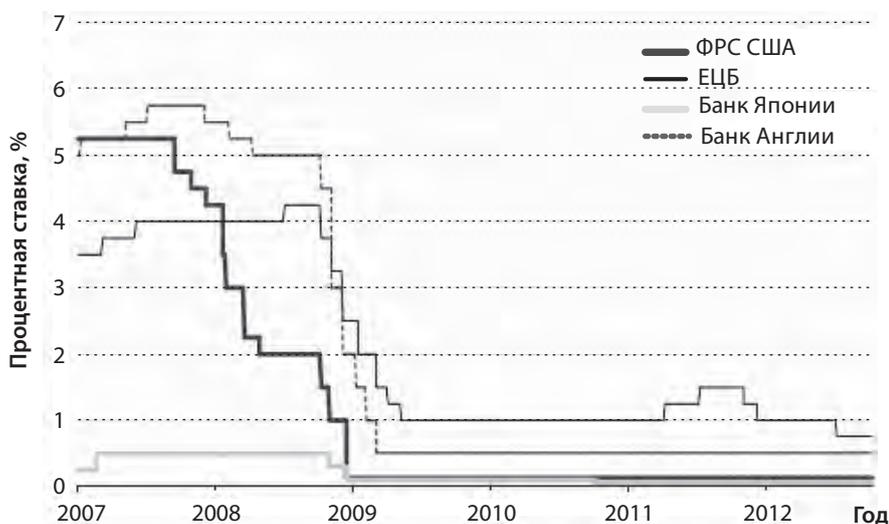


Рис. 1. Динамика учетных ставок США, Японии, Великобритании, Еврозоны в 2007 – 2012 гг. [18 – 21]

традиційна монетарна політика потенціально може стимулювати економіку завдяки двом типам каналів: каналу ціни активів (включаючи процентні ставки) і кредитному каналу.

Викупая краткосрочные ценные бумаги, расширяя денежную базу и снижая краткосрочные реальные процентные ставки, Центральные банки могут влиять на цены различных активов, в том числе на валютные курсы и стоимость акций. Изменения цен на активы влияют на экономические решения агентов. Высокая стоимость акций может непосредственно стимулировать потребление и инвестиции в бизнес за счет увеличения потребительского богатства, что делает эмиссию новых акций более прибыльной. Более низкий курс национальной валюты делает отечественные товары более конкурентоспособными по сравнению с иностранными товарами. Таким образом, снижение процентных ставок стимулирует заимствования для потребления и инвестиций, т. е. непосредственно влияет на уровень производства и занятости.

Тем не менее, покупка краткосрочных ценных бумаг не может привести к снижению процентных ставок, когда они находятся на нулевой отметке. Таким образом, увеличение денежной базы не может само по себе рассматриваться в качестве эффективного стимула. Так как денежные средства и облигации стали близкими субститутами, общественность может просто выбрать хранение валюты в наличной форме при проведении Центральным банком денежных инъекций, что препятствует созданию дополнительных денег при стимулировании экономической актив-

ности. Такая ситуация, известная как ловушка ликвидности, может мотивировать центральные банки сосредоточиться на конкретных рынках и/или процентных ставках, а не просто на расширении количества денег.

Нулевые ставки по краткосрочным кредитам подтолкнули Центральные банки к нетрадиционной политике, которая позволяет значительно увеличить их денежную базу с целью стимулирования своей экономики в форме «количественного смягчения». Некоторые меры этой нетрадиционной политики связаны с непосредственным кредитованием на конкретных, проблемных краткосрочных кредитных рынках, тогда как другие включают покупку долгосрочных активов, предназначенных для уменьшения реальной, долгосрочной процентной ставки.

Глава ФРС США Б. Бернанке назвал долгосрочное крупномасштабное приобретение активов ФРС «смягчением условий кредитования» [22], поскольку ФРС стремится улучшить функционирование долгосрочных рынков облигаций и снизить долгосрочные процентные ставки, а не просто увеличить денежную базу. Член правления Лоренцо Б. Смаги описывает QE аналогично: «Когда центральный банк решает увеличить размер своего баланса, он должен выбрать, какие активы покупать. В теории, это может быть покупкой любого актива от кого угодно» [23].

Основными причинами перехода к новой парадигме регулирования экономики явились:

- ✦ невозможность регулирования экономики изменением учетных ставок (цены денег);
- ✦ необходимость привлечения в экономику денежных средств в значительных объемах, что могло

Таблица 2

Экономические и финансовые индикаторы Украины и зарубежных стран на 01.01.2013 г.

Страна, год	Эмиссия денежных средств, трлн долл. США	Темп роста ВВП, %	Темп инфляции, %	Учётная ставка, %
США				
2009	1	-3,5	1,3	0(0,25)
2010	1	3	0,7	0(0,25)
2011	1	2,8	2,2	0(0,25)
2012	1	2,6	1,7	0(0,25)
Евросоюз				
2009	н/д	-4,1	0,8	1
2010	н/д	1,9	1,8	1 – 1,5
2011	н/д	1,6	2,9	1,5 – 1
2012	н/д	-0,2	2,3	1 – 0,75
Россия				
2009	-	-7,9	2	13 – 8,75
2010	-	4	10,3	8,75 – 7,75
2011	-	4,3	15,4	7,75 – 8
2012	-	3,4	8,5	8 – 8,25
Украина				
2009	-	-15,1	13,0	13 – 10,25
2010	-	4,2	13,8	10,25 – 7,75
2011	-	4,7	15,7	7,75
2012	-	0,2	8,0	7,5

бы обеспечить только эмиссионный метод генерации ресурсов экономического роста;

- ✦ изменение направленности денежных потоков при воздействии на экономику. Экономика насыщается денежными средствами за счет дополнительной денежной эмиссии в значительных объемах через фондовый рынок путем покупки финансовых активов;
- ✦ изменение главного интереса Центробанка – это уже не только процентный доход, а в основном эмиссионный доход – сеньораж.

В то же время политика «количественного смягчения» сопряжена с рисками:

- ✦ риск инфляции.

Самую большую обеспокоенность многих экономистов вызывает перспектива инфляции вследствие реализации политики «количественного смягчения». Огромное количество денег, которое циркулирует в экономике, может привести к неконтролируемому росту цен;

- ✦ экспорт инфляции в развивающиеся экономики.

Эмитированные денежные средства могут быть использованы правительством и потребителями для импорта новых товаров и услуг из других стран. В краткосрочной перспективе последствия данной политики неочевидны. Проблема заключается в том, что рано или поздно другие страны откажутся от данных валют, в частности, доллара США, поскольку его реальная стоимость окажется значительно ниже. Так, Китай прекратил экспорт ценных минералов в США из-за его программы количественного смягчения;

- ✦ мировой валютный кризис.

Статус доллара США в качестве мировой резервной валюты находится под угрозой срыва, поскольку возможность правительства США обеспечить государственный долг ограничена;

- ✦ краткосрочный эффект.

Многие экономисты высказывают опасения, что «велосипед движется, пока крутят педали», то есть восстановление экономики возможно только при постоянном насыщении экономики денежными средствами. Как только этот процесс прекратится, возможен обратный эффект. Объявление о сокращении или прекращении программы «количественного смягчения» может привести к сокрушительному обвалу фондового рынка;

- ✦ генерация избыточного неоправданного долга.

Увеличение предложения денег и низкие процентные ставки поощряют потребителей и компании к новым займам. Рост чрезмерной задолженности может еще больше усугубить хрупкое равновесие в экономике. Кроме того, количественное смягчение может привести к увеличению дефицита государственного бюджета (например, США или Японии).

Программы количественного смягчения могут подпитывать экономику, в то же время они также могут ввергнуть страну в долговой кризис и привести к значительным разрушительным последствиям.

ВЫВОДЫ

Таким образом, невозможность регулирования экономики методами классического монетаризма привела к необходимости формирования новой парадигмы обеспечения экономического роста. Этому способствовали следующие основные тенденции в мировой экономике:

1. Снижение учетных ставок до «нулевых» значений – попытки Центральными банками противодействовать кризису монетарными методами.

2. Политика «количественного смягчения» – эмиссия значительной денежной массы и ее направление в финансовую сферу и реальную экономику через фондовый рынок – новый подход к монетарному регулированию экономики.

3. В условиях, когда показатель монетизации низкий и экономика недокредитована – кредитная эмиссия является ключевым инструментом в запуске экономического роста.

4. Учетная ставка устанавливается исходя из здравого смысла и необходимости практического противодействия кризису.

5. Интерес Центрального банка от получения процентного дохода сместился к получению эмиссионного дохода, или сеньоража.

В то же время в современных условиях изменение денежного обращения и развитие финансовых инструментов регулирования экономики привело к соответствующему изменению закона денежного обращения, без учета которых невозможно эффективное управление экономическим ростом и обеспечение его сбалансированности. Регулирование спроса и предложения денег должно обеспечивать сбалансированность денег и активов как реальной экономики, так и финансового рынка. Решение данных вопросов должно стать существенным фактором преодоления многих жизненно важных экономических и социальных вопросов общества. ■

ЛИТЕРАТУРА

1. Лемещенко П. Институциональная теория денег / П. Лемещенко [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.bsu.by/Cache/pdf/351633.pdf>

2. Bernanke B. Conducting monetary policy at very low short-term interest rates / B. Bernanke, V. Reinhart // *American Economic Review*. – 2004. – № 94(2). – [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://econ.ucdenver.edu/beckman/Finance/bernanke-lowinterest.pdf>

3. Baumeister C. Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound / C. Baumeister, L. Benati [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.ijcb.org/journal/ijcb13q2a9.pdf>

4. Chen Q. International spillovers of central bank balance sheet policies / Q. Chen, D. Filardo, He F. Zhu // *BIS Papers* 2011. – No 66 [Электронный ресурс] – Режим доступа : [http://www.die-gdi.de/CMS-Homepage/openwebcms3_e.nsf/%28ynDK_contentByKey%29/ANES-8TFGBN/\\$FILE/E-Publication%20Volz.pdf](http://www.die-gdi.de/CMS-Homepage/openwebcms3_e.nsf/%28ynDK_contentByKey%29/ANES-8TFGBN/$FILE/E-Publication%20Volz.pdf)

5. Ugai H. Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses / H. Ugai [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2006/data/wp06e10.pdf

6. Kapetanios G. Assessing the Economy-wide Effects of Quantitative Easing / G. Kapetanios, H. Mumtaz, I. Stevens, K. Theodoridis // *The Economic Journal* Volume. – 2011. – № 122, November 2012. – Issue 564. – Pp. F316 – F347 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1992952

7. Скрыпник Д. В. Оценка трансграничных эффектов политики количественного смягчения для российской экономики [Текст] / Д. В. Скрыпник. – М. : Институт экономики РАН, 2013. – 60 с.

8. Ефимова Ю. Мировые волны количественного смягчения [Текст] / Ю. Ефимова, А. Ананьев // *Рынок ценных бумаг*. – 2013. – № 6. – С. 16 – 19.

9. Рыкова И. А. Формирование денежной теории и ее взаимосвязь с современной теорией финансовых рынков [Текст] / И. А. Рыкова // *Финансы и кредит*. – 2013. – 19(547). – С. 10 – 18.

10. Рыкова И. А. Модернизация современных экономических инструментов через призму меняющегося финансового рынка [Текст] / И. А. Рыкова // *Финансы и кредит*. – 2011. – № 44. – С. 47 – 54.

11. Деньги. Кредит. Банки : Учебник [Текст] / Г. Е. Алпатов, Ю. В. Базулин и др.; Под ред. В. В. Иванова, Б. И. Соколова. – М. : ТК Велби, Изд-во Проспект, 2003. – 624 с. – ISBN 5-98032-237-X.

12. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии [Текст] / К. Маркс. Т. 1. Кн. 1. Процесс производства капитала. – М. : Политиздат, 1998. – 891 с. – ISBN 5-250-00155-6.

13. Гроші та кредит : підручник. – 4-те вид., перероб. і доп. [Текст] / М. І. Савлук, А. М. Мороз, І. М. Лазебко та ін.; за заг. ред. М. І. Савлука. – К. : КНЕУ, 2006. – 744 с. – ISBN 966-574-896-3.

14. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків [Текст] / Ф. С. Мишкін ; [пер. з англ. С. Панчишин, А. Сташишин, Г. Стеблій]. – К.: Основи, 1999. – 963 с. – ISBN 966-500-150-7.

15. Єрешко Ю. О. Попит на гроші та методи його оцінювання [Текст] / Ю. О. Єрешко // *Економічний вісник НТУУ «КПІ»*. – К. : ВПІ ВПК «Політехніка». – 2009. – № 6. – С. 3 – 6.

16. Baumol W. J. The transactions demand for cash: an inventory theoretic approach [Текст] / W. J. Baumol // *Quarterly journal of economics*. – 1952. – Vol. 66. – № 4.

17. Вожжов А. П. Изменение закономерностей денежного обращения и его влияние на сбалансированность экономической системы [Текст] / А. П. Вожжов, Е. Л. Гринько // *Экономика и регион. Научный вестник Полтавского национального университета имени Юрия Кондратюка*. – Полтава, травень 2011. – С. 181 – 186.

18. Monetary Policy Report to the Congress, 26 February 2013 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20130226_mprfullreport.pdf

19. Long-term interest rate statistics for EU Member States [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.ecb.eu/stats/money/long/html/index.en.html>

20. Changes in Bank rate, minimum lending rate, minimum band dealing rate, REPO rate and official bank rate [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.bankofengland.co.uk/statistics/Documents/rates/baserate.xls>

21. The Basic Discount Rate and Basic Loan Rate [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/discount/cdab0101.csv>

22. Bernanke B. Monetary Policy Since the Onset of the Crisis: Presented at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, "The Changing Policy Landscape".- August 31, 2012 / B. Bernanke [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120831a.htm

23. Smaghi L. Conventional and Unconventional Monetary Policy: Keynote speech at the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, Switzerland, April 28, 2009 / L. Smaghi [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.bis.org/review/r090429e.pdf?frames=0

REFERENCES

Alpatov, G. E., and Bazulin, Yu. V. *Dengi. Kredit. Banki* [Money. Credit. Banks]. Moscow: Velbi; Prospekt, 2003.

Bernanke, B., and Reinhart, V. "Conducting monetary policy at very low short-term interest rates". <http://econ.ucdenver.edu/beckman/Finance/bernanke-lowinterest.pdf>

Benati, C. Baumeister L. "Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound". <http://www.ijcb.org/journal/ijcb13q2a9.pdf>

Baumol, W. J. "The transactions demand for cash: an inventory theoretic approach". *Quarterly journal of economics*, vol. 66, no. 4 (1952).

Bernanke, B. "Monetary Policy Since the Onset of the Crisis: Presented at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, "The Changing Policy Landscape". www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120831a.htm

Chen, Q., Filardo, D., and He, F. Zhu. "International spillovers of central bank balance sheet policies". [http://www.die-gdi.de/CMS-Homepage/openwebcms3_e.nsf/%28ynDK_contentByKey%29/ANES-8TFGBN/\\$FILE/E-Publication%20Volz.pdf](http://www.die-gdi.de/CMS-Homepage/openwebcms3_e.nsf/%28ynDK_contentByKey%29/ANES-8TFGBN/$FILE/E-Publication%20Volz.pdf)

"Changes in Bank rate, minimum lending rate, minimum band dealing rate, REPO rate and official bank rate". <http://www.bankofengland.co.uk/statistics/Documents/rates/baserate.xls>

Efimova, Yu., and Ananov, A. "Mirovye volny kolichestvennogo smiagcheniia" [Global wave of quantitative easing]. *Rynok tsennykh bumag*, no. 6 (2013): 16-19.

Kapetanios, G. and others. "Assessing the Economy-wide Effects of Quantitative Easing". http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1992952

Lemeshchenko, P. "Institutsionalnaia teoriia deneg" [Institutional theory of money]. <http://www.bsu.by/Cache/pdf/351633.pdf>

"Long-term interest rate statistics for EU Member States". <http://www.ecb.eu/stats/money/long/html/index.en.html>

Marks, K. Kapital. Kritika politicheskoy ekonomii [Capital. Critique of Political Economy]. Moscow: Politizdat, 1998.

Myshkin, F. S. *Ekonomika hroshei, bankivskoi spravy i finansovykh rynkov* [Economics of Money, Banking and Financial Markets]. Kyiv: Osnovy, 1999.

"Monetary Policy Report to the Congress, 26 February 2013". http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20130226_mprfullreport.pdf

Rykova, I. A. "Formirovanie denezhnoy teorii i ee vzaimosviaz s sovremennoy teoriey finansovykh rynkov" [Formation of monetary theory and its relationship with the modern theory of financial markets]. *Finansy i kredit*, no. 19(547) (2013): 10-18.

Rykova, I. A. "Modernizatsiia sovremennykh ekonomicheskikh instrumentov cherez prizmu meniaiushchegosia finansovogo rynka" [Modernization of modern economic tools through the prism of changing financial market]. *Finansy i kredit*, no. 44 (2011): 47-54.

Savluk, M. I., Moroz, A. M., and Lazebko, I. M. *Hroshti ta kredyt* [Money and credit]. Kyiv: KNEU, 2006.

Skrypnik, D. V. *Otsenka transgranichnykh effektivov politiki kolichestvennogo smiagcheniia dlia rossiyskoy ekonomiki* [Assessment of transboundary effects of the quantitative easing policy of the Russian economy]. Moscow: Institut ekonomiki RAN, 2013.

Smaghi, L. "Conventional and Unconventional Monetary Policy: Keynote speech at the International Center for Monetary and Banking Studies". www.bis.org/review/r090429e.pdf?frames=0

"The Basic Discount Rate and Basic Loan Rate". <http://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/discount/cdab0101.csv>

Ugai, H. "Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses". http://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2006/data/wp06e10.pdf

Vozhzhov, A. P., and Hrynko, E. L. "Yzmeneniye zakonomenosti denezhnoho obrashcheniya y eho vlyaniye na sbalansirovannost ekonomicheskoi systemy" [Changing patterns of money and its impact on the balance of the economic system]. *Ekonomika y rehyon* (2011): 181-186.

Yereshko, Yu. O. "Popyt na hroshti ta metody ioho otsiniuvania" [Money demand and methods of evaluation]. *Ekonomichnyi visnyk NTUU «KPI»*, no. 6 (2009): 3-6.