

# Денежная мультипликация и сеньораж

Владимир БУРЛАЧКОВ



Профессор Академии  
труда и социальной политики,  
доктор экономических наук

*Владимир Константинович Бурлачков, доктор экономических наук, известный ученый в области денежной теории, уже много лет сотрудничает с журналом "Банкаўскі веснік". Специалисты хорошо знают его работы, в частности, монографию "Денежная теория и динамическая экономика: выводы для России", главы из которой ранее публиковались в журнале. В настоящее время В.К. Бурлачков готовит новую работу. Несмотря на то, что она еще не вышла в свет, автор представил для публикации некоторые фрагменты. Мы благодарим его и уверены, что данная серия статей будет интересна читателям.*

## Денежный мультипликатор в современной экономике

Процесс расширения депозитов начинается с появления у коммерческого банка избыточных резервов после продажи им или его клиентом центральному банку иностранной валюты или государственных облигаций, получения коммерческим банком кредита у центрального банка, открытия экономическим агентом в коммерческом банке депозита путем внесения наличных денег. Иными словами, толчком к расширению депозитов служит увеличение избыточных резервов банковской системы. Для последующего расширения депозитов принципиально важно, чтобы первый депозит не был сразу превращен в наличные или переведен в другой банк. В противном случае процесс создания вторичной ликвидности не сможет начаться. Следовательно, эффект мультипликатора основан на том, что банки способны принимать решения использовать избыточные резервы, возникающие вследствие появления депозита, быстрее, чем владелец депозита принимает решение его израсходовать.

Эффект денежного мультипликатора создают остатки на депозитных счетах. Чем они больше, тем больше этот эффект. Определенную долю этих остатков банки считают относительно устойчивой величиной и используют для выдачи ссуд, то есть всякое замедление оборота по счетам клиентов используется банками для увеличения выдаваемых ссуд.

Если процентная ставка находится на уровне, при котором реальный сектор может рентабельно использовать банковские кредиты, наблюдается наибольший мультипликационный эффект расширения денежной массы.

Если процентная ставка превышает уровень, за которым рентабельное использование банковских кредитов в реальном секторе стано-

вится невозможным, денежный мультипликатор снижается. Подобная ситуация возможна при нехватке ликвидности (денег) в экономике.

Интенсивность мультиплицирования денег определяется кредитной активностью коммерческих банков. В свою очередь, эта активность обуславливается заинтересованностью потенциальных заемщиков в привлечении дополнительных кредитных ресурсов.

Заинтересованность реального сектора экономики в кредитных ресурсах зависит от соотношения четырех показателей: рентабельности производства в конкретной сфере; ставки процента по привлекаемым кредитам (ставка по кредитам); ставки процента, выплачиваемой банками по депозитам (ставка по депозитам); чистой доходности от предпринимательской деятельности (ЧДПД) — разности между рентабельностью производства и ставкой процента по привлекаемым кредитам.

Главную роль в мультиплицировании денег играет интенсивность процесса кредитования, определяемая соотношением ставки по кредитам, ставки по депозитам и рентабельности в реальном секторе экономики. В механизме их взаимодействия особое значение имеет ЧДПД. Если предпринимательская деятельность ведется без привлечения банковских кредитов, ЧДПД совпадает с рентабельностью, но если для развития производства привлекаются кредиты, ЧДПД окажется меньше рентабельности на величину ставки процента.

Показатель ЧДПД определяет "предложение предпринимательской деятельности". Увеличение разницы между рентабельностью и ставкой процента повышает использование кредитов и приводит к росту денежного мультипликатора. Снижение ЧДПД, наоборот, предопределяет свертывание деловой активности.

Рентабельность реального сектора и ставка процента по кредитам определяются разным набором переменных. Первая обуславливается технологическим уровнем экономики, ее способностью производить конкурентную продукцию. Вторая зависит от объема денежного предложения, а также от институциональных основ экономической системы, в частности, ее способности обеспечивать возвратность заемных средств.

Предприниматель захочет использовать для расширения производства кредитные ресурсы, если его ожидаемый ЧДПД окажется достаточно высоким. Это возможно либо при повышении рентабельности в условиях улучшения конъюнктуры, либо при снижении ставки по кредитам.

Ставку по депозитам можно рассматривать как нижнюю границу предложения предпринимательской деятельности. При ее достижении становится выгоднее размещать деньги в банковские депозиты. Спрос на кредиты со стороны предпринимателей окажется устойчивым, когда ЧДПД значительно превысит ставку по депозитам. И напротив, спрос на кредиты упадет, когда ЧДПД будет ниже этой величины.

Сближение рентабельности в реальном секторе со ставкой по депозитам означает стагнацию производства и перелив денежных ресурсов из производственного сектора в банковский, где они используются для кредитования спекулятивных операций с финансовыми инструментами или торгово-закупочной деятельности. Поэтому соотношение ЧДПД и ставки по депозитам связывает реальный и денежный сектора экономики.

Ставка по обязательным резервам представляет собой административный ограничитель мультипликационного эффекта. Но сам факт наличия избыточных резервов, в частности, в виде остатков на корреспондентских счетах коммерческих банков в центральном банке, указывает на то, что проявившийся эффект мультиплицирования денег меньше потенциального.

Таким образом, в современной экономике денежные агрегаты формируются коммерческими банками на основе денежной базы, создаваемой центральным банком. Следовательно, эмиссия безналичных денег

осуществляется как государственным институтом, так и частными кредитными учреждениями. Важно отметить, что основу эмиссионной системы составляет денежная база — деньги центрального банка.

### **Мультиплицирование резервных валют на мировом денежном рынке**

Быстрое развитие в конце 50-х гг. XX в. мирового денежного рынка привлекло внимание исследователей к изучению мультипликации резервных валют при их обращении на мировом рынке. К появлению долларов США на мировом денежном рынке привели следующие факторы: перевод долларовых депозитов советских банков из США в Европу, продиктованный политическими причинами; введение в 1957 г. Великобританией запрета на использование фунтов стерлингов для кредитования операций с нерезидентами; законодательное ограничение в США ставки процента по депозитам. Поэтому в европейских банках, прежде всего в лондонских, стали открываться депозитные счета в американской валюте. Эти средства широко использовались для межбанковского кредитования. К существенному расширению мирового рынка долларов привело размещение на нем центральными банками части своих резервов. В дальнейшем развитии рынка значительную роль играло резкое подорожание цен на нефть в начале 70-х гг. XX в. и появление нефтедолларов — высокой экспортной выручки нефтедобывающих стран.

Следующий этап расширения мирового рынка долларов связан с созданием центров оффшорного банковского бизнеса, а также с открытием международных банковских зон (international financial facilities) на территории США. Последние позволили американским банкам проводить операции, не подпадающие под национальное законодательство.

Первые исследователи мирового рынка долларов отметили его способность функционировать по такому же принципу, как и национальная банковская система: предоставление кредитов приводило к появлению новых депозитов.

Вместе с тем процессы создания кредита на мировом рынке долла-

ров и в национальной банковской системе существенно различаются. Во-первых, на мировом рынке долларов, особенно в период его становления, преобладали срочные межбанковские депозиты. Их размещение не приводило к мультиплицированию денег. Остатки на расчетных счетах банковской клиентуры стали возрастать лишь впоследствии, с развитием оффшорного бизнеса и ростом расчетов между владельцами счетов.

Во-вторых, для банков — участников мирового рынка долларов никогда не устанавливались обязательные резервные требования.

В-третьих, мировой рынок долларов тесно связан с американским денежным рынком. Депозиты, переводимые за пределы США, играют в процессе мультиплицирования долларов на мировом рынке ту же роль, что и денежная база во внутренней экономике. Рост процентных ставок в США приводит к оттоку средств с мирового рынка долларов, а их падение — к притоку. На мировой рынок долларов поступают не только депозиты, созданные американской банковской системой, но и средства, мультиплицированные ранее в мировой банковской системе, попавшие в денежную систему США и возвращенные обратно. Эффект мультиплицирования на мировом рынке долларов тесно переплетен с созданием денег во внутренней экономике США. Это также относится к другим мировым валютам — евро, фунту стерлингов, иене, швейцарскому франку. В случае обращения безналичного рубля в странах СНГ и Восточной Европы будет наблюдаться эффект мультиплицирования российской валюты вне границ России.

Важным фактором развития мирового рынка долларов является политика национальных центральных банков. При покупке ими мировых валют в свои резервы возможность продолжения эффекта мультипликатора зависит от того, как будут использоваться эти ресурсы. Если центральный банк приобретет на них казначейские обязательства США, то процесс мультиплицирования долларов прервется. Этот процесс продолжится, если центральный банк разместит свои резервы на мировом рынке долларов. Несомненно, что этот рынок оказывает огромное

воздействие на денежное предложение в мировой экономике, процентные ставки, соотношение курсов резервных валют.

Расчет величины денежного мультипликатора на мировом рынке резервных валют связан с трудностями, неразрешимыми до настоящего времени. Дело в том, что в качестве показателя объема рынка может использоваться величина обязательств банков-участников за минусом межбанковских депозитов. Однако неизвестно, как размещены привлеченные банками средства. Они могут быть выведены с мирового рынка, то есть перечислены на счета американских банков, или депонированы на том же рынке. Кроме того, неизвестна сумма резервов, создаваемых оффшорными банками. Ряд исследователей отмечают, что преобладание срочных долларовых депозитов означает, что этот рынок в основном выполняет перераспределительные функции, аккумулируя и размещая ресурсы. Однако такая интерпретация не позволяет объяснить быстрый рост операций на этом рынке. Для оценки мультиплицирования долларов на мировом рынке необходимы данные об объеме депозитов до востребования. Однако такая статистика отсутствует прежде всего из-за закрытости оффшорного банковского бизнеса.

### Сеньораж

Сеньораж (эмиссионный доход) — доход эмитента денег, присваиваемый им на праве собственности.

Сеньораж можно определить как доход, связанный с приростом денежной базы, то есть денег высокой эффективности. В развитых странах сеньораж составляет от 0,75% до 1% ВВП; в развивающихся странах с умеренной инфляцией — до 5% от ВВП.

Во времена выпуска правительствами бумажных денег этот доход составлял разницу между номиналом купюры и стоимостью ее изготовления, включая бумагу, краску и печать. При эмиссии денег центральным банком характер сеньоража меняется. Центральный банк выпускает наличность в обмен на находящиеся в обращении ранее эмитированные безналичные деньги. В развитых странах эти деньги появляются в обращении при покупке центральными банками цен-

ных бумаг правительства и иностранной валюты. Центральные банки обычно возвращают казначействам, следовательно правительствам, процентные доходы, которые они получают по государственным ценным бумагам.

Значительные особенности формирования сеньоража отмечаются в странах с высоким экспортным потенциалом, в том числе нефтедобывающих. В настоящее время основу активов Банка России составляет иностранная валюта. Источник ее приобретения — эмиссия безналичных рублей. Конвертируемость рубля предполагает его обмен на инвалюту. Следовательно, резервы центрального банка должны обеспечивать валютный курс рубля. Но характерной чертой современной валютной системы является свобода курсообразования. Выбор режима валютного курса находится в компетенции центральных банков. Они определяют курс, по которому конвертируют национальную валюту в иностранную. Центральные банки не обязаны затрачивать на поддержку курсов все свои резервы. Это означает, что объем иностранной валюты, скупленной за счет эмиссии национальных денег, представляет для центрального банка разновидность сеньоража. Активы в иностранной валюте могут быть потеряны центральным банком при операциях по поддержке курса национальной валюты, тем более если неверно будет выбран уровень такой поддержки.

Резервы центральных банков в иностранной валюте размещаются на мировом финансовом рынке, в том числе в ценные бумаги США, и приносят процентный доход, который по его экономическому содержанию также относится к сеньоражу.

### Использование иностранных валют в денежном обращении суверенных государств

В денежном обращении суверенных государств могут использоваться мировые валюты (доллар США, евро), а также валюты стран — ближайших соседей. В условиях высокой инфляции происходит вытеснение национальных валют из денежного обращения суверенных государств. Для обозначения этого явления используется термин “долларизация”.

Под этим понятием в экономической литературе понимаются два разных явления: использование иностранной валюты наравне с национальной валютой; отказ от национальной валюты и объявление иностранной валюты законным платежным средством государства.

Иностранная валюта наравне с национальной в качестве меры стоимости, средства обращения и средства накопления используется в странах с макроэкономической нестабильностью и высокой инфляцией. В конце 70-х — начале 80-х гг. XX в. это явление стало настолько распространенным, что вызвало изменение законодательства многих стран — обращение иностранной валюты на их территориях было узаконено.

К высокодолларизированным обычно относят страны, в которых отношение депозитов в иностранной валюте к денежному агрегату M2 превышает 30%. В соответствии с данным критерием наиболее долларизированы Аргентина, Боливия, Камбоджа, Перу, Турция, Уругвай.

Очевиден недостаток данного критерия — он не позволяет учитывать тезаврированную населением иностранную валюту. Но именно в странах с нестабильной экономикой и неустойчивой банковской системой население опасается держать иностранную валюту на банковских депозитах.

До настоящего времени лишь Эквадор официально объявил доллар США легальным платежным средством на своей территории. Более распространен режим валютного управления, который не предусматривает отказа от национальной валюты, но значительно сужает сферу ее обращения.

Некоторые страны используют систему организации денежного обращения, получившую название “валютное управление”. При этой системе центральный банк суверенного государства эмитирует национальные денежные знаки строго в пропорции 1 : 1 к доллару США. Это означает, что проводить выпуск в обращение национальных денег можно лишь при получении экспортной выручки или кредитов в иностранной валюте. “Валютное управление” используется в Болгарии, Боснии и Герцеговине, Эстонии. Оно приводит к отказу от проведения национальной денежно-



кредитной политики и резко ограничивает возможности регулирования экономики.

Долларизация национальной экономики активно лоббируется США прежде всего исходя из тех очевидных выгод, которые она приносит этой стране.

Федеральная резервная система (ФРС) США получает сеньораж от эмиссии долларов, используемых в других странах. Своей национальной валютой США покрывают дефицит торгового баланса. Приобретая товары в других странах, они поставляют взамен свой товар — доллары. К тому же, если экономика конкретной страны будет полностью долларизирована, то эта страна не сможет приобретать не принадлежащие ей доллары — американские казначейские векселя, по которым выплачивается процент. Ведь эти доллары нужны для обращения. Невыплата потенциального процента — косвенный доход правительства США.

Спрос на американскую валюту, порождаемый долларизацией, поддерживает общий денежный спрос в экономике США. Это значительно снижает потребность в операциях на открытом рынке по регулированию денежного обращения.

Долларизированные страны становятся постоянным рынком сбыта для американской промышленности, поскольку они лишаются такого метода стимулирования экспорта и ограничения импорта, как снижение курса национальной валюты.

Выгоды США от долларизации экономик других стран настолько очевидны, что сенатор Р. Мек выступил с предложением делить доходы от сеньоража со странами, согласившимися использовать американскую валюту в качестве законного платежного средства. Но это предложение не было принято ФРС США.

Сторонники полной долларизации подчеркивают следующие преимущества такой политики: использование устойчивой валюты способствует доверию к экономической политике данной страны, долларизация помогает преодолеть инфляцию, с переходом на иностранную валюту обеспечивается полное включение страны в международные экономические связи.

Помимо долларизации существуют альтернативные методы решения этих проблем, соответствен-

но, оценка долларизации должна зависеть от того, приводит ли она к негативным результатам.

Долларизация имеет негативные последствия для развития национальной экономики. Отказ от национальной валюты и переход к использованию иностранной валюты во внутренних расчетах означает отказ от проведения данной страной самостоятельной экономической политики. В этом случае денежная масса, состоящая исключительно из иностранной валюты, ограничивается возможностями экспорта. Возрастает лишь производство продукции, которая находит спрос на внешнем рынке. Развитие стратегически важных и перспективных отраслей прекращается. Иными словами, происходит консервация сырьевой ориентации экономики. На экономику накладывается обрuch, сдерживающий ее развитие. При долларизации полностью теряется сеньораж. На этой основе проявляется общая нехватка ресурсов для экономического развития.

В условиях долларизации центральный банк теряет функцию кредитора последней инстанции, то есть он не может непосредственно влиять на объем денежной массы в экономике. Нехватка национальных денег приводит к банкротству коммерческих банков. Ограничиваются возможности воздействия центрального банка на национальную экономику. Он, в частности, лишается такого инструмента регулирования, как валютный курс. Это не позволяет стимулировать национальный экспорт.

Объем иностранной валюты, необходимый для обращения в национальной экономике, при долларизации значительно превышает потребность в валютных резервах для поддержания валютного курса и формирования денежной базы. Дело в том, что при использовании в обращении национальной валюты скупка центральным банком иностранной валюты увеличивает денежную базу. В результате действия мультипликатора происходит формирование на основе денежной базы денежных агрегатов. При обращении в национальной экономике исключительно иностранной валюты такой механизм не действует. В этом случае потребности в иностранной валюте для обеспечения национального денежного обращения

резко увеличиваются. Долларизация значительно дороже, чем национальное денежное обращение с использованием валютных резервов, а валютные резервы размещаются на рынках капиталов для получения процентного дохода.

Долларизация требует допуска к международным рынкам капитала. Только в этом случае сглаживаются последствия лишения центрального банка функции кредитора последней инстанции. При обращении в конкретной стране американского доллара уровень процентных ставок в ней должен равняться уровню процентных ставок в США, но при привлечении кредитов процентные ставки будут складываться под влиянием странового риска. Кредиторы не захотят предоставлять займы стране, переживающей валютный кризис, по текущим рыночным ставкам. Соответственно, данному государству будут предложены ставки, превышающие рыночные. Это обстоятельство также свидетельствует о том, что полная долларизация обходится значительно дороже национальной денежной системы, частично обеспечивая резервными валютами.

Утрата центральным банком страны с полностью долларизированной экономикой функции кредитора последней инстанции закрепляет зависимость такой страны от иностранных заимствований. Непропорциональное увеличение краткосрочной задолженности способно вызвать неустойчивость банковской системы. В результате неизбежного при долларизации обострения проблемы внешней задолженности усиливается общая неустойчивость национальной экономики.

Хотя все вышесказанное касается полностью долларизированной экономики, оно в значительной степени справедливо и для частично долларизированной экономики. Относительно свободное обращение иностранной валюты означает автоматическое вытеснение национальной валюты и ограничение возможностей национальной денежно-кредитной политики. В странах с долларизированной экономикой задолженность экономических агентов обычно выражена в иностранной валюте, а их активы — в национальной. Поэтому при девальвациях пассивы возрастают. Возникает угроза банкротств.