



Національний
банк України

Як працює сучасна грошово-кредитна система?

Сергій Ніколайчук,
директор Департаменту монетарної політики
та економічного аналізу

22 листопада, Київ

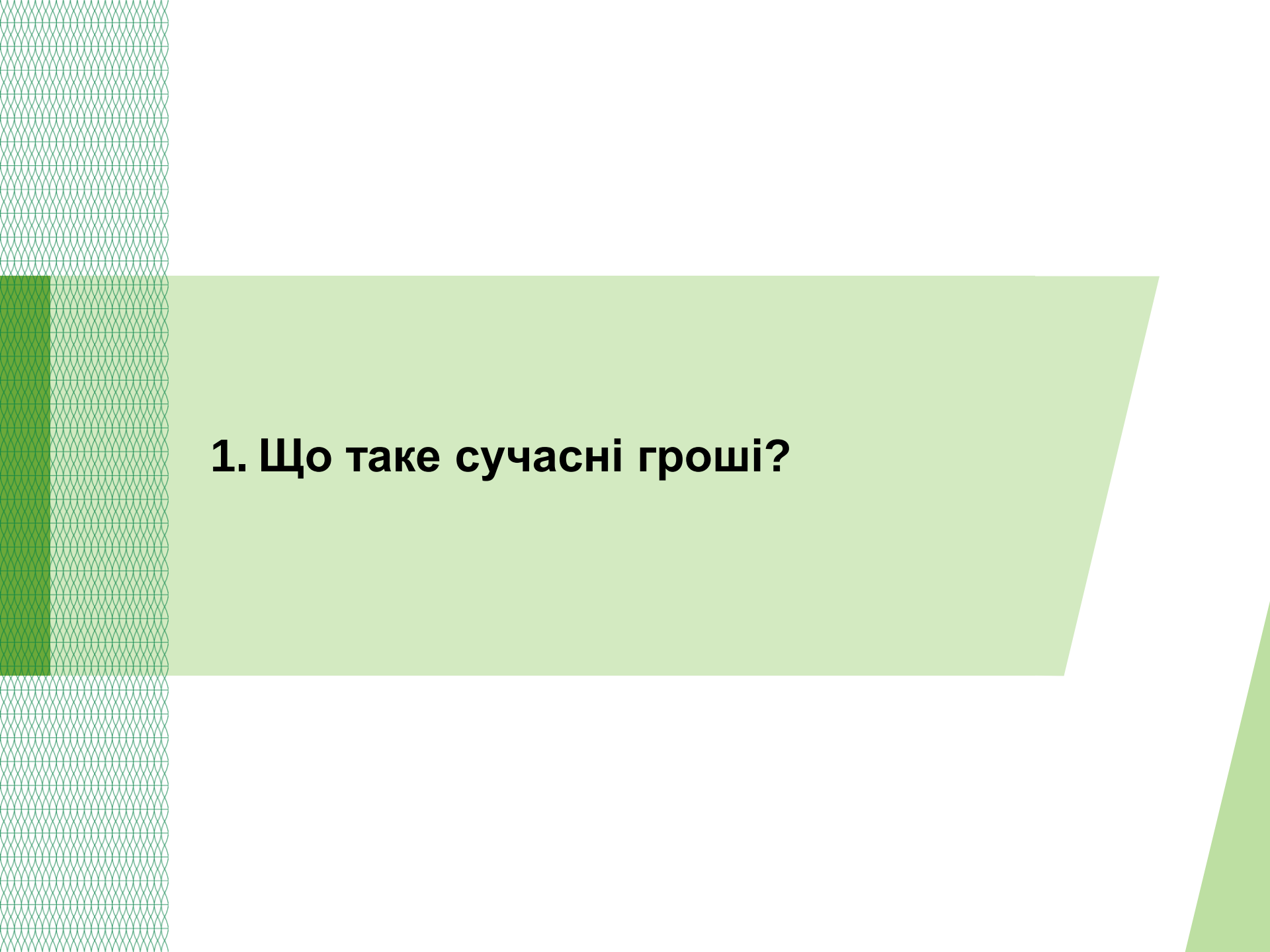


Міфи про монетарну політику

- ❑ “Національний банк України просто-напросто друкував ці гроші – і пускав в обіг. Великою мірою, це були навіть не гроші в повному розумінні цього слова, а нічим не підкріплені банкноти”
- ❑ “Важливою проблемою монетарної політики НБУ є надвисокі ставки за депозитними сертифікатами НБУ, які блокують кредитування економіки, поглиблюють диспропорції міжбанківського ринку, ведуть до непродуктивної емісії і неефективного витрачання державних грошей”
- ❑ “На надмірну жорсткість монетарної політики та коматозний стан кредитного ринку вказує аналіз рівня монетизації ВВП”
- ❑ “Модифікувати режим чистого інфляційного таргетування як такий, що не відповідає умовам національної економіки, та припинити хибну практику досягнення (недосягнення) умовних цілей щодо інфляції виключно шляхом обмеження доступу до грошово-кредитних ресурсів”
- ❑ “Нацбанк, по суті, із «кредитора останньої інстанції», яким у всіх країнах світу у кризовий період виступає центробанк, перетворився в Україні у «позичальника останньої інстанції», висмоктуючи гроші з «судин» і без того слабкої економіки”

Зміст

1. Що таке сучасні гроші?
2. Як створюються сучасні гроші?
 - традиційний підхід на основі грошового мультиплікатора «Резерви – перші»
 - підхід «Кредити – перші»
3. Роль центрального банку



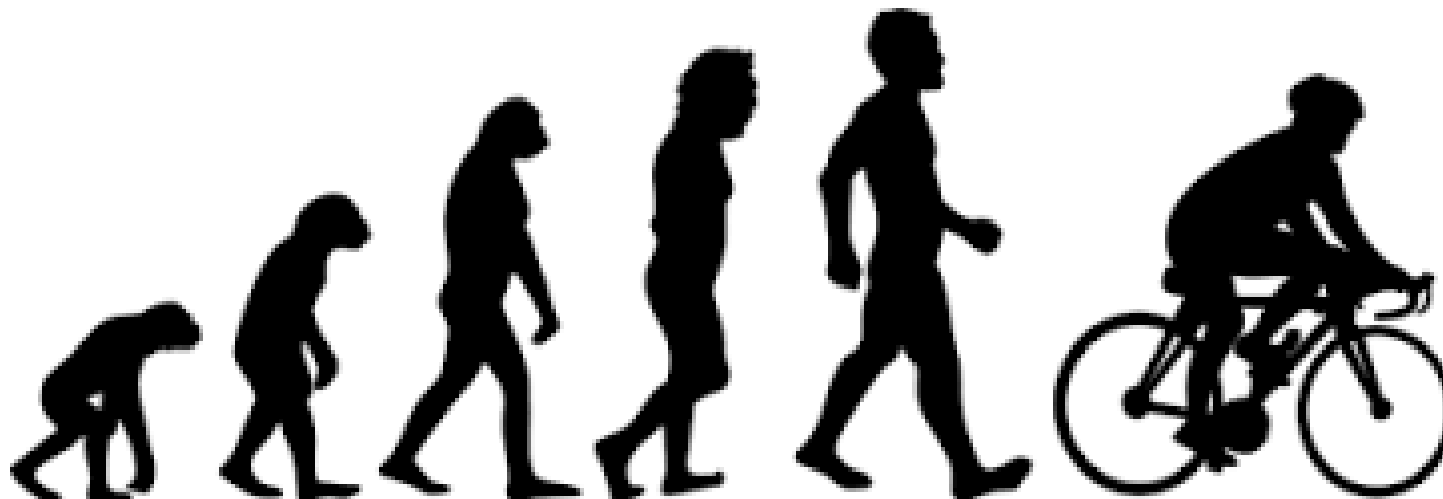
1. Що таке сучасні гроші?

Що таке гроші?



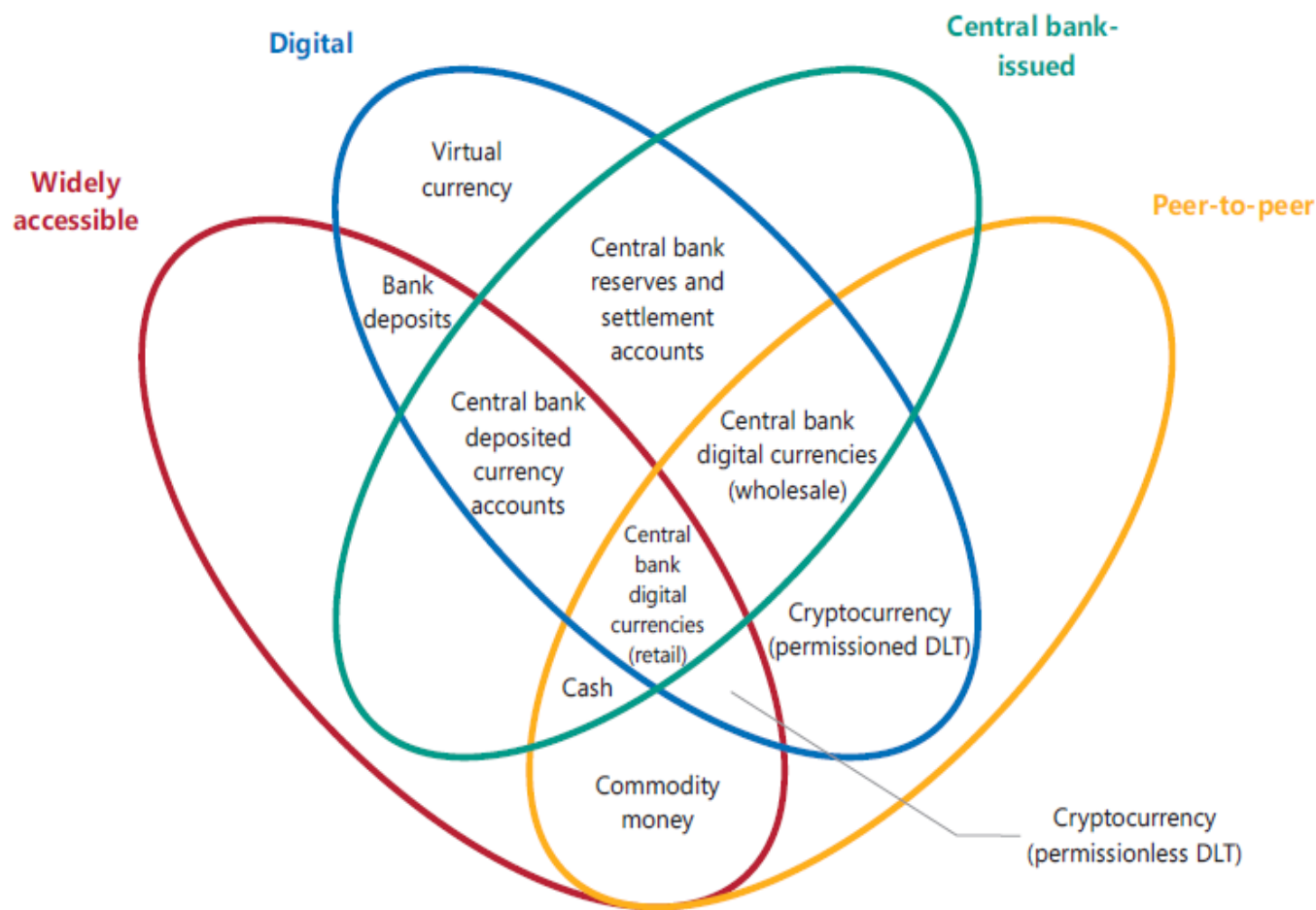
Гроші - особливий актив, що широко використовується та приймається для оплати всіх товарів і послуг та вимірює їх вартість

Еволюція грошей



Сучасні форми грошей

Грошова квітка: таксономія грошей



Джерело: Adapted from M. Bech and R Garratt, "Central bank cryptocurrencies", BIS Quarterly Review

Міри грошей, або монетарні агрегати

Гроші - особливий актив, що широко використовується та приймається для оплати всіх товарів і послуг, а також вимірює їх вартість

- Різниця між грошима і не-грошима не завжди очевидна
- Тому використовуються різні міри грошей, або монетарні агрегати:

Грошові агрегати у вересні 2018 року, млрд грн

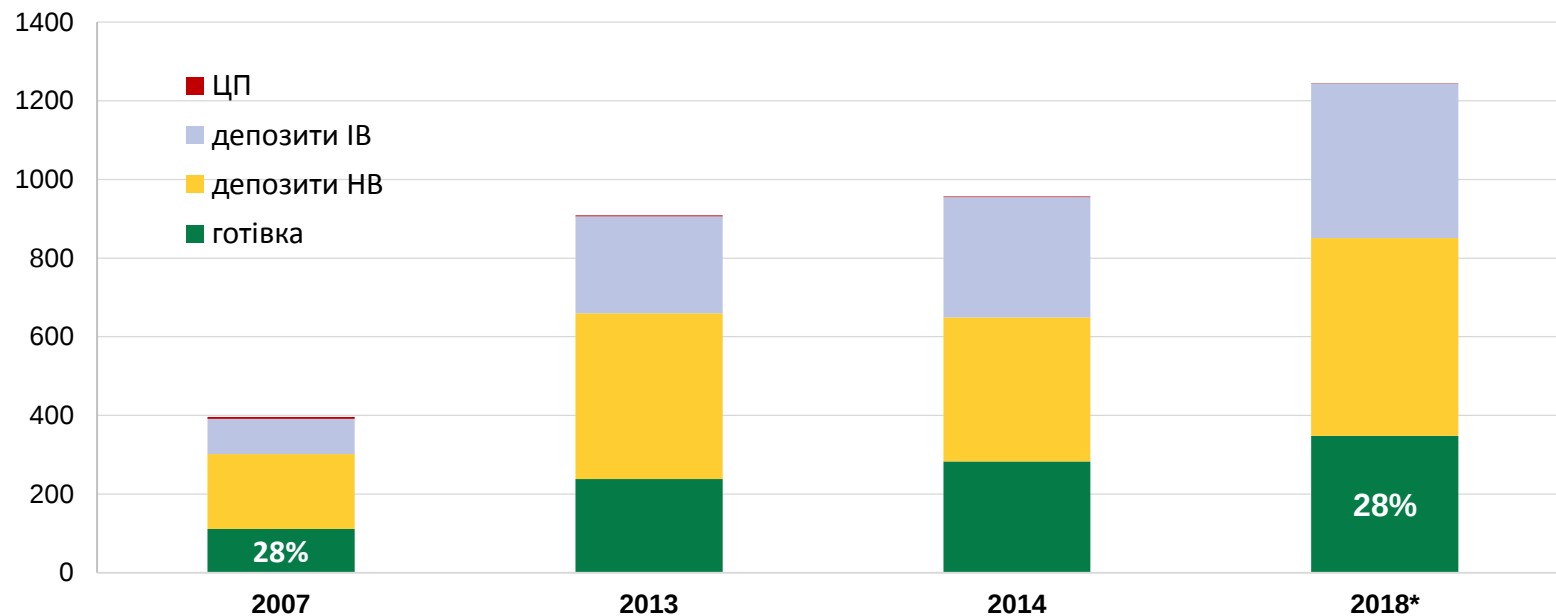
М3* (грошова маса)									
М1		М1–М2				М2–М3			М3
готівка поза банкми М0	переказні депозити НВ	переказні депозити ІВ	інші депозити			цінні папери, крім акцій			
			НВ	ІВ	усього	НВ	ІВ	усього	
347,3	283,6	167,4	219,1	228,4	447,6	0,2	3,3	3,6	1249,4

* Грошові агрегати – зобов’язання депозитних корпорацій перед іншими секторами економіки, крім сектору загального державного управління та інших депозитних корпорацій

Джерело:  [Огляди фінансових корпорацій](#) (сайт НБУ, розділ Грошово-кредитна та фінансова статистика)

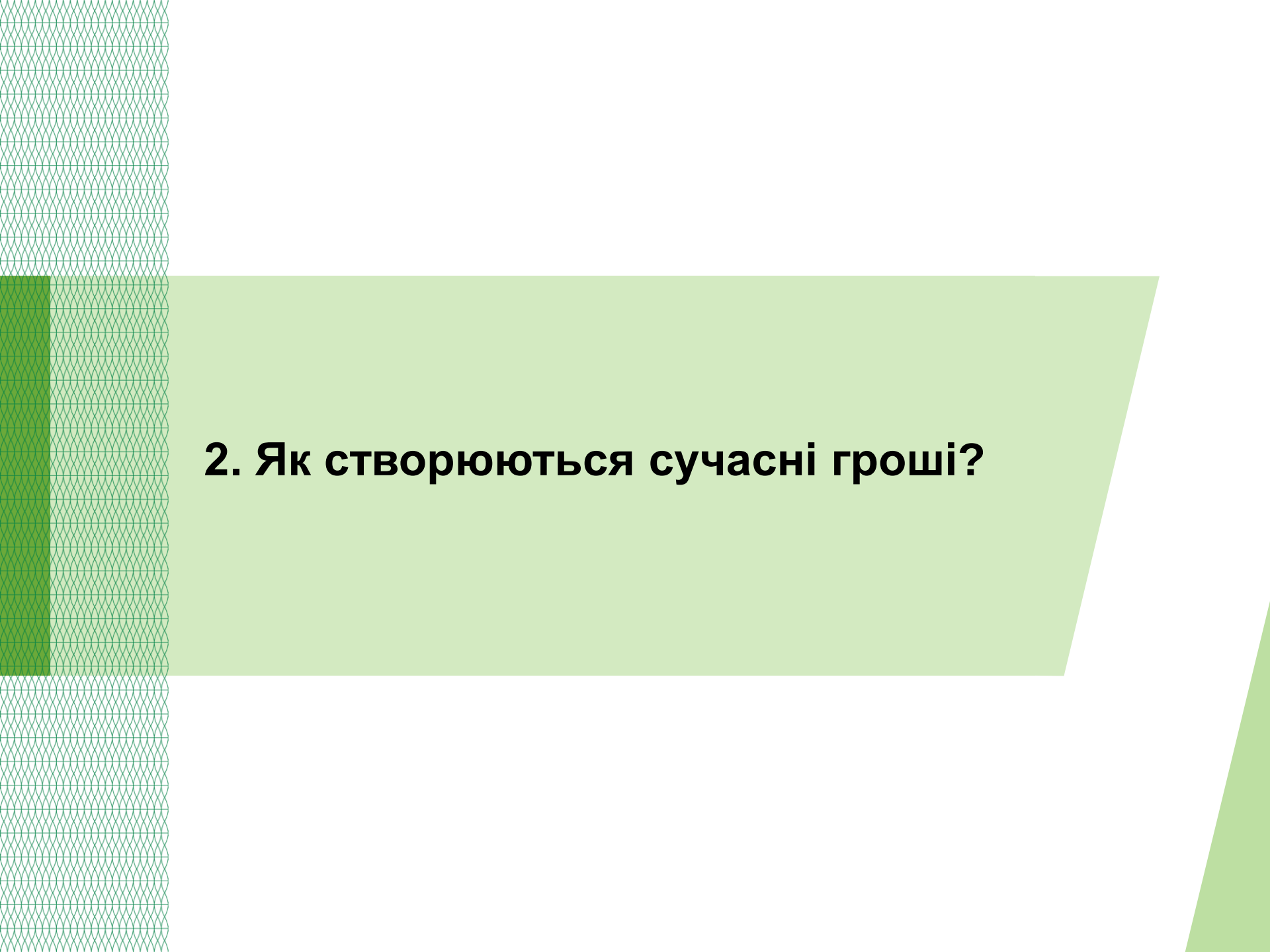
У сучасній економіці гроші переважно існують у формі депозитів

Структура грошової маси, млрд грн



* - оперативні данні станом на 01.11.2018

Джерело: НБУ



2. Як створюються сучасні гроші?

Як центральний банк створює гроші?



У сучасному світі "первинна" емісія завжди **безготівкова** - шляхом зарахування відповідної суми коштів на кореспондентські рахунки банків в центральному банку

Готівкові кошти



Традиційний підхід на основі грошового мультиплікатора «Резерви – перші»

Традиційна (неокласична) теорія, що зустрічається у найбільш популярних підручниках:

- ✓ пропозицію грошей (**резерви**) створює ЦБ, банківська система «мультиплікує» кошти ЦБ для створення нових кредитів та депозитів
- ✓ банки діють як посередники, надаючи кредити з коштів (**депозитів**), які клієнти розмістили у банку («посередництво кредитних фондів», або «реальних заощаджень»)
- ✓ банки створюють **резерви** під депозити, залишок коштів спрямовується на кредитування

Грошова маса (пропозиція грошей, широкі гроші)	$M = CU + DEP$
Грошова база	$BASE = CU + RES$
Відношення резервів до депозитів	$res = RES / DEP$
Відношення готівки до депозитів	$cu = CU / DEP$
Грошовий мультиплікатор	$mult = (cu + 1) / (cu + res)$

«Практичні» проблеми підходу на основі мультиплікатора

- За нормальних умов ЦБ не фіксує обсяг грошей в економіці, так само як гроші ЦБ не мультиплікуються в кредити та депозити
- Комерційні банки майже повністю контролюють процес створення грошей
- Коли банкам потрібна ліквідність, ЦБ зобов'язаний її надати. Резерви не обмежують кредитування, а депозитний мультиплікатор є міфом
- Замість контролювання обсягу резервів, ЦБ провідних країн світу визначають ціну грошей встановлюючи процентну ставку

*Депозитний мультиплікатор, який описується в підручниках з економіки, коли грошова маса створюється за ініціативою центрального банку шляхом «вливання» грошей в економіку, а потім примножується через механізм банківського кредитування, **перевертає трансмісійний механізм з ніг на голову***

Jaromir Benes & Michael Kumhof,
IMF Research Department

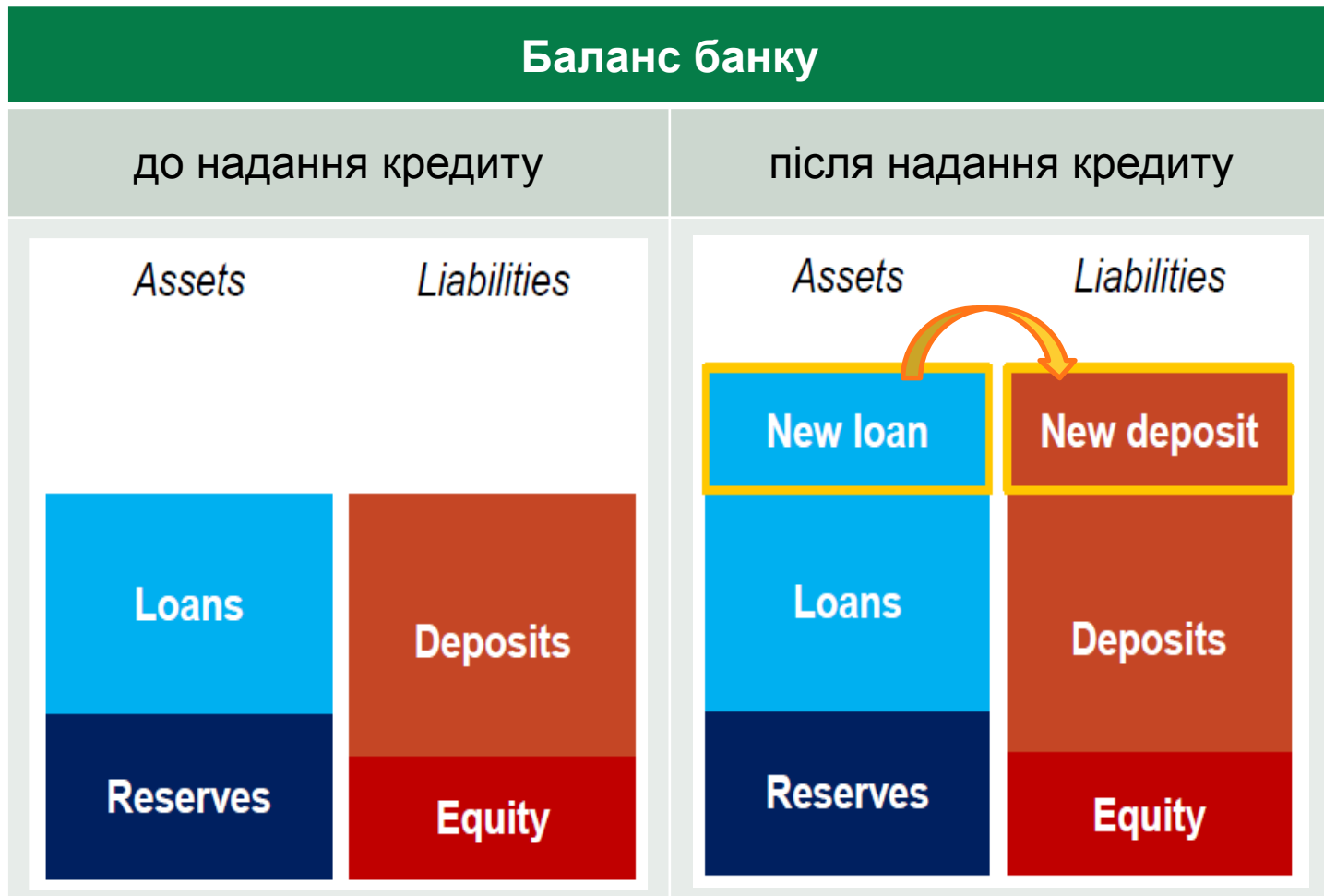
“І наостанок - декілька слів про створення грошей, як би не було смішно, я вважаю, що розповіді студентам про традиційні грошові мультиплікатори не є ефективним способом усвідомлення цього процесу”

Christopher Kent
(Assistant Governor,
Reserve Bank of Australia)

Підхід «Кредити – перші»

- Більшість грошей у сучасній економіці (депозити) створюються комерційними банками через надання кредитів (ендогенні гроші)
 - «фінансування через створення грошей» (чиказька школа, 1930-ті рр.)
 - «банки фінансують нові кредити через створення депозитів» (Шумпетер, 1954)
 - Бенеш і Кумхоф (2012): 1) домогосподарства та фірми, що оптимізують свою діяльність, 2) банки грають активну роль у пропозиції кредитів → різка реакція балансів банків на зміну фінансових умов
- Сучасні банки не є посередниками. Для надання кредиту не обов'язково спочатку отримати депозит
- На думку фахівців провідних центральних банків, підхід **«Кредити – перші»** це не теоретична концепція, а **усталена практика банків.**

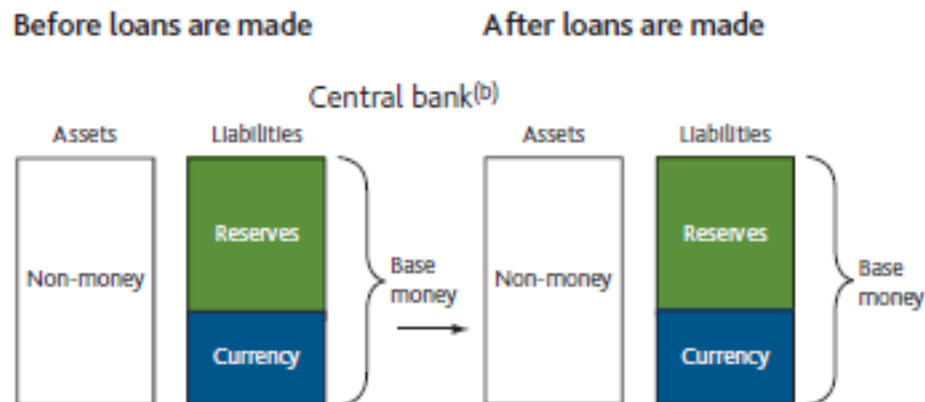
«Кредити – перші»: отримання депозиту та відповідне резервування не є передумовами надання кредиту



Джерело: McLeay та інші (2014)

Депозити не зникають після того як, отримувач кредиту витрачає кошти

Резерви не обмежують кредитування



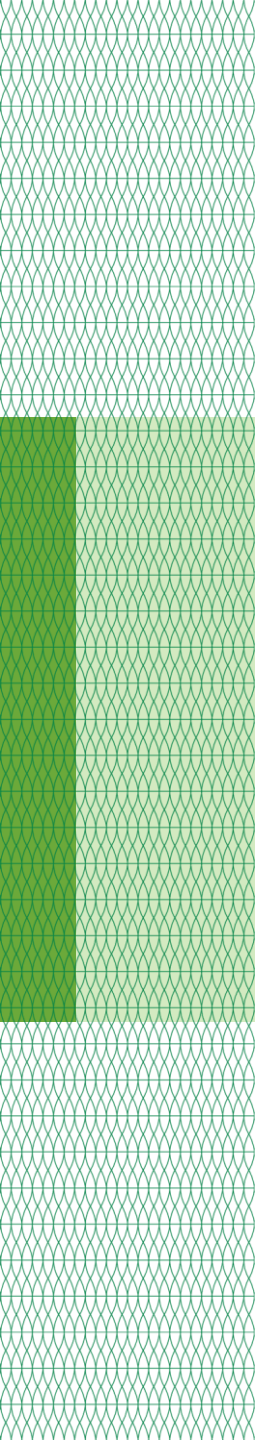
- Розмір резервів ніяким чином не обмежує обсяги банківського кредитування чи обсяги залучення депозитів
- **Обсяг залучених депозитів** відображає скільки банк винен своїм клієнтам. Депозити **є зобов'язаннями** банку, а не активами, які використовуються для кредитування
- **Хибним є твердження**, що банки використовують резерви для кредитування клієнтів. Резерви можуть використовуватися тільки для міжбанківських кредитів, так як клієнти не мають доступу до резервних рахунків в НБУ

Що обмежує кредитування? (1)

Банки обмежують обсяги кредитування внаслідок:

- ✓ зростання витрат, пов'язаних зі створенням нових кредитів (конкуренція між банками)
- ✓ виконання нормативів (ліквідності, достатності капіталу) та стандартів кредитування, встановлених ЦБ або іншим регулюючим органом, що зменшує ліквідність банку
- ✓ тимчасового дефіциту ресурсів для кредитування. Окремий банк може надавати кредити, використовуючи свої ліквідні активи, і натомість не отримувати депозити. За таких умов для продовження кредитування банк має залучати кошти іншим шляхом, наприклад через випуск боргових цінних паперів

Домогосподарства та компанії, отримуючи гроші створені за допомогою нових кредитів, можуть впливати на грошовий обіг. Наприклад, "знищувати" гроші, спрямовуючи їх на погашення існуючого боргу



3. Роль центрального банка

Що обмежує кредитування? (2)

- **Процес створення грошей обмежує монетарна політика.** Впливаючи на рівень процентних ставок в економіці, монетарна політика визначає обсяги кредитів, які **за такою ціною** готові взяти домогосподарства та компанії
- Цей вплив відбувається як безпосередньо через ставки банків за кредитами, так і опосередковано через загальний ефект монетарної політики на економічну активність
- У результаті ЦБ здатен забезпечити такий приріст грошової маси, який відповідає цілі низької та стабільної інфляції

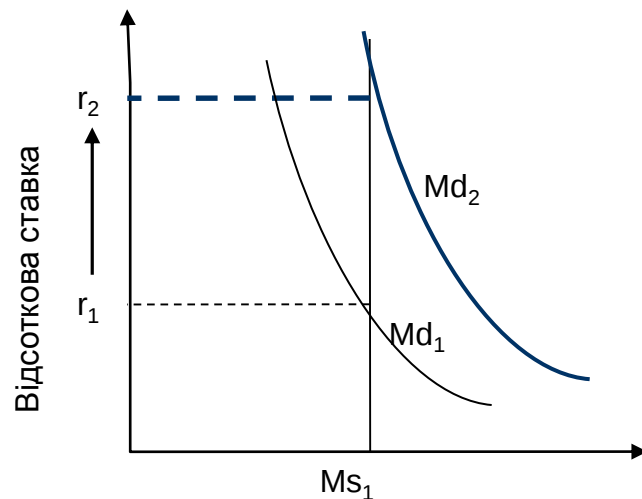
У сучасній економіці ЦБ не регулює обсяг грошей в економіці прямо

- ❖ Зміна грошової маси – результат рішень комерційних банків, їх позичальників, кредиторів та акціонерів, які приймаються в умовах регуляторного впливу центрального банку. **Центральний банк не таргетує певний рівень грошової маси!**
- ❖ Центральні банки країн світу відмовляються від використання норми обов'язкового резервування, регуляторну функцію якого наразі виконують пруденційні нормативи та ринкова дисципліна

У сучасній економіці ЦБ регулює обсяг грошей в економіці через зміну процентної ставки

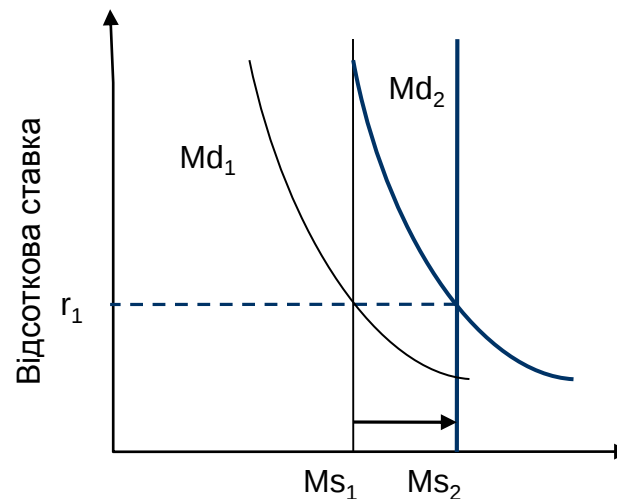
- ❖ Центральний банк регулює обсяг грошей в економіці **шляхом зміни процентної ставки** за основними операціями з регулювання ліквідності, яка, у свою чергу впливає на вартість позикових коштів і, як результат, на рішення економічних агентів надавати чи брати кредити
- ❖ Операції, які проводять ЦБ на грошово-кредитному ринку для досягнення цілей монетарної політики, з часом зазнали змін. На сучасному етапі у різних ЦБ операційна діяльність має свої особливості (Clews, Salmon and Weeken (2010))

Чому процентна ставка, а не грошові агрегати?



Обсяг попиту, пропозиції грошей

Рис.1. Орієнтир політики - грошова пропозиція



Обсяг попиту, пропозиції грошей

Рис.2. Орієнтир політики - відсоткова ставка

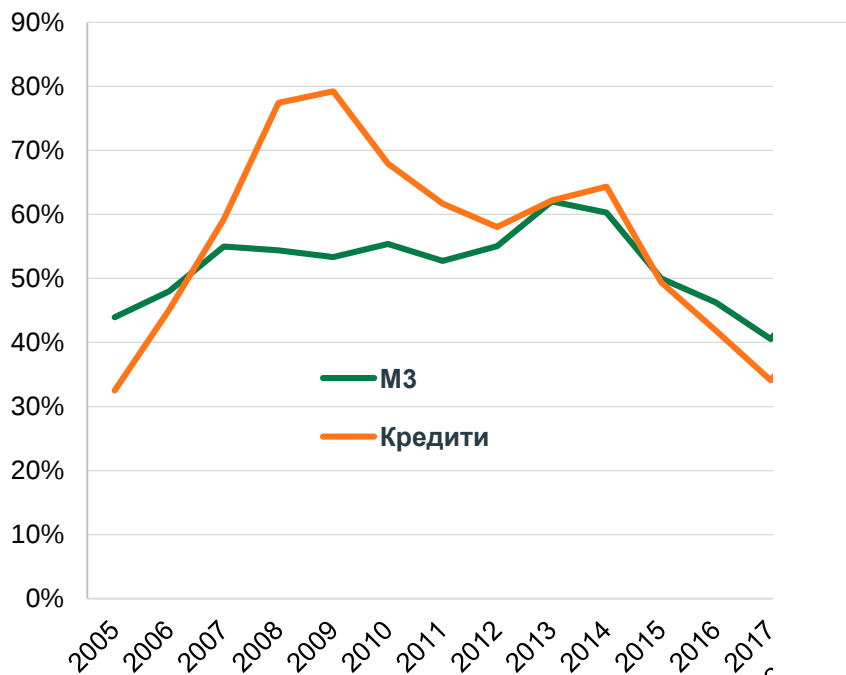
Процентна ставка є безпосередньою ланкою монетарної трансмісії (див. стандартну модель IS-LM). Натомість кількість грошей є лише зайвою ланкою впливу на процентні ставки

Приміром, якщо через певні екзогенні причини зростає попит на гроші в економіці за незмінної їх пропозиції (монетарний таргет). Відбувається зростання відсоткових ставок (рис.1), що призводить до небажаного стиснення економіки

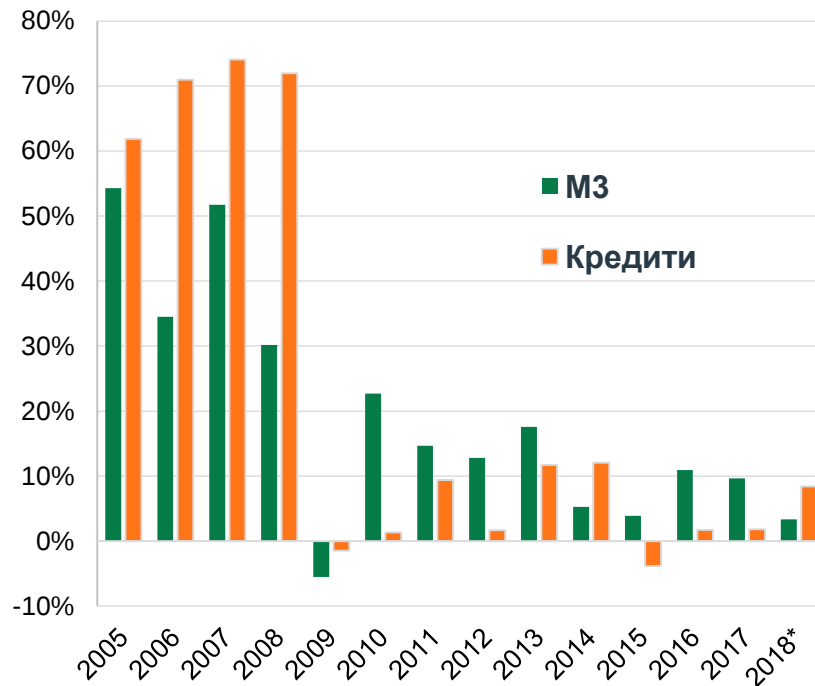
Якщо орієнтир монетарної політики - відсоткова ставка, то зростання попиту на гроші автоматично призводить до збільшення їх пропозиції. Відсоткова ставка залишається на попередньому рівні (рис. 2).

Що відбувається з грошима і чому?

Грошова маса та кредити,
% від ВВП



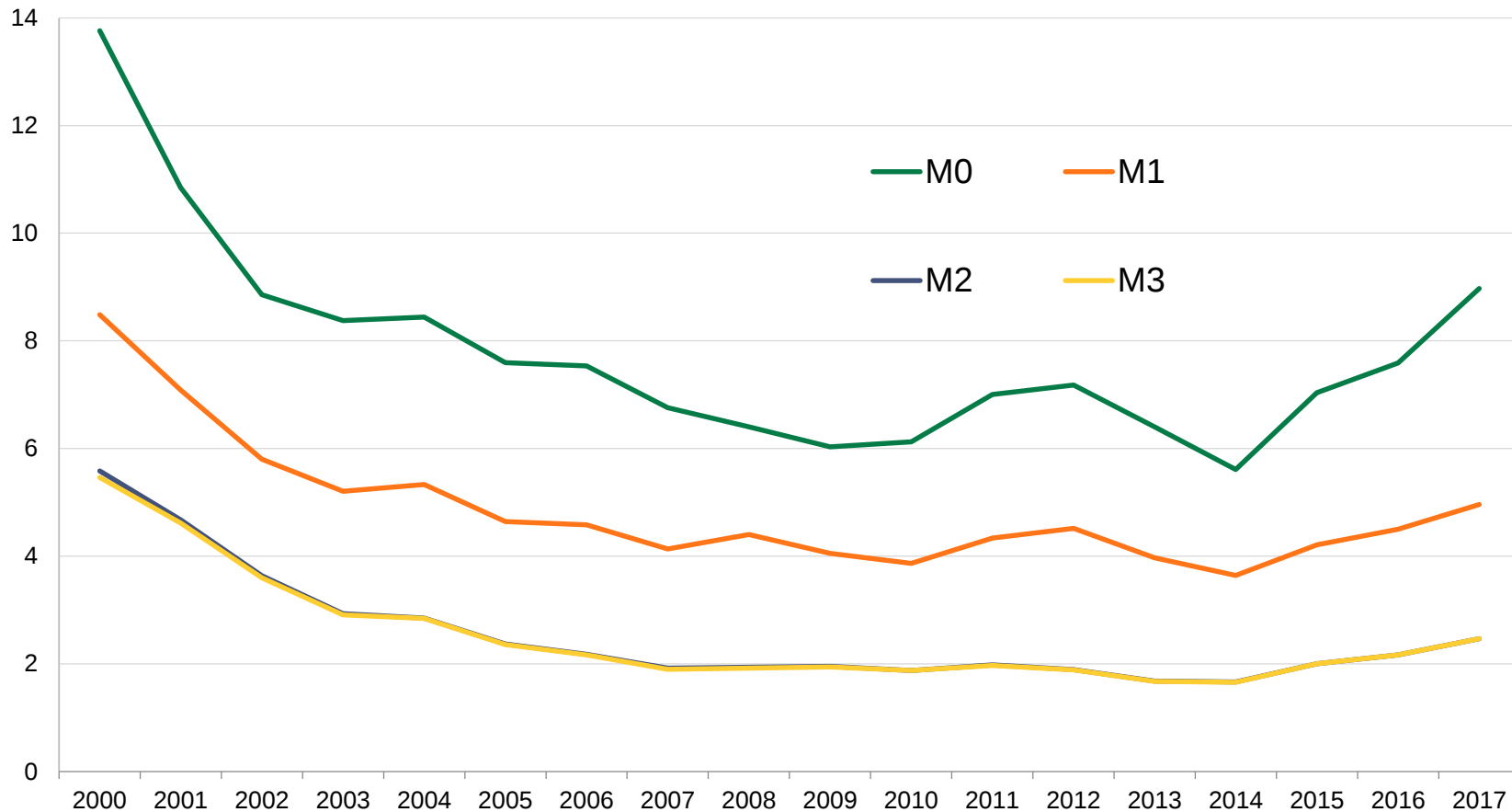
Темпи зростання грошової маси та
кредитів в економіку, р/р



* - станом на 01.10.2018

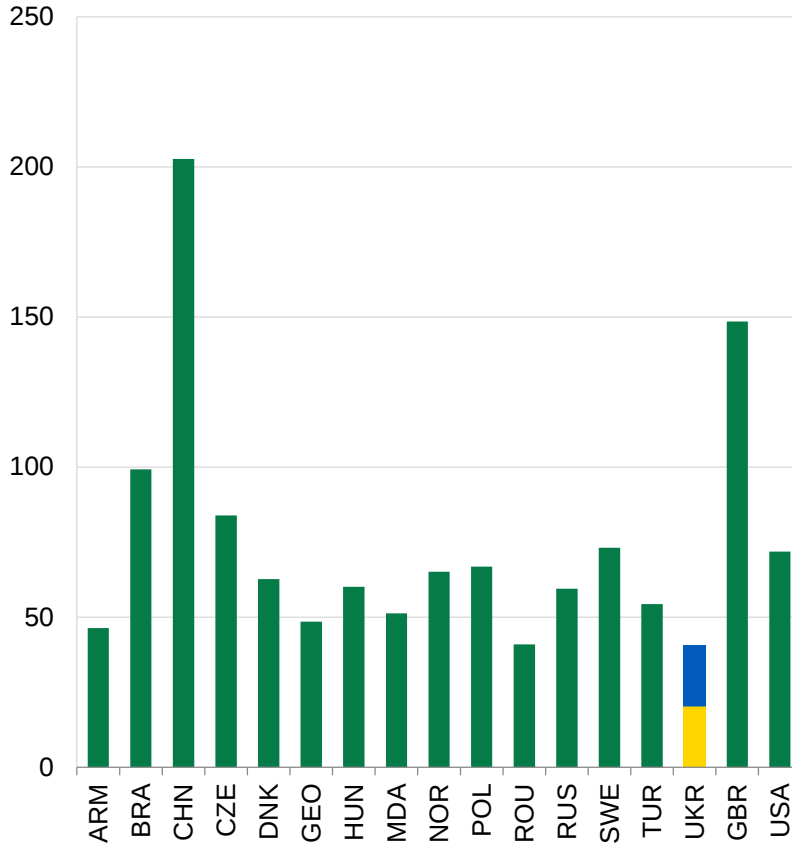
Швидкість грошей не є сталою

Швидкість грошей

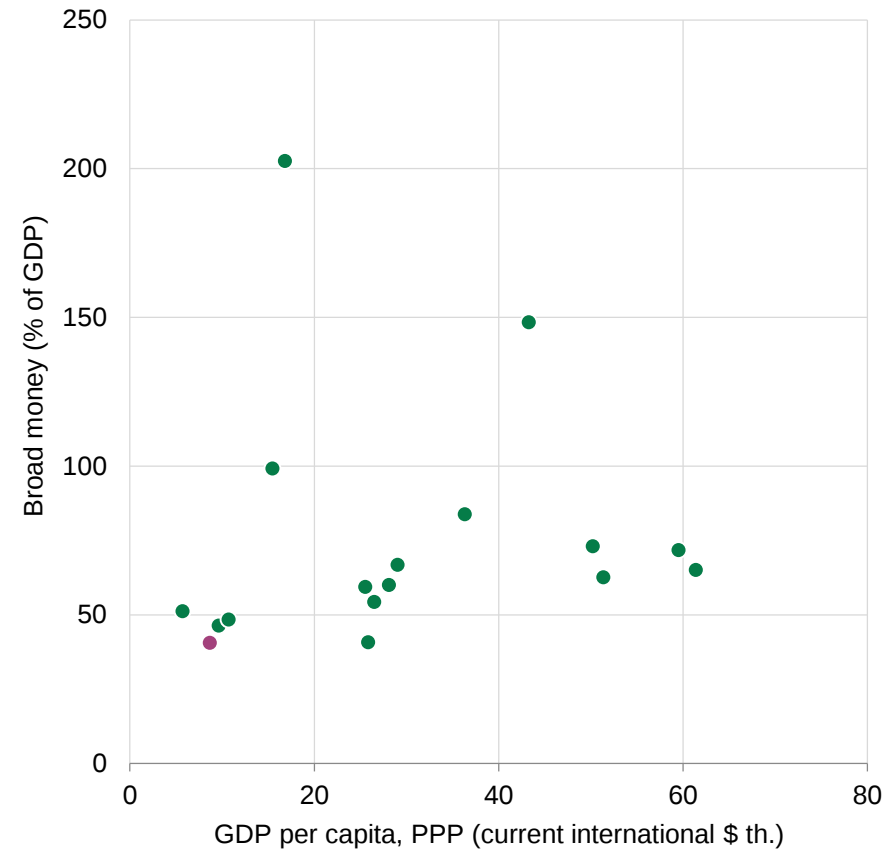


Монетизація економіки є функцією від попиту на гроші і залежить від інституційних характеристик економіки

Широкі гроші, % ВВП (2017)



Широкі гроші та ВВП на душу населення (ПКС)



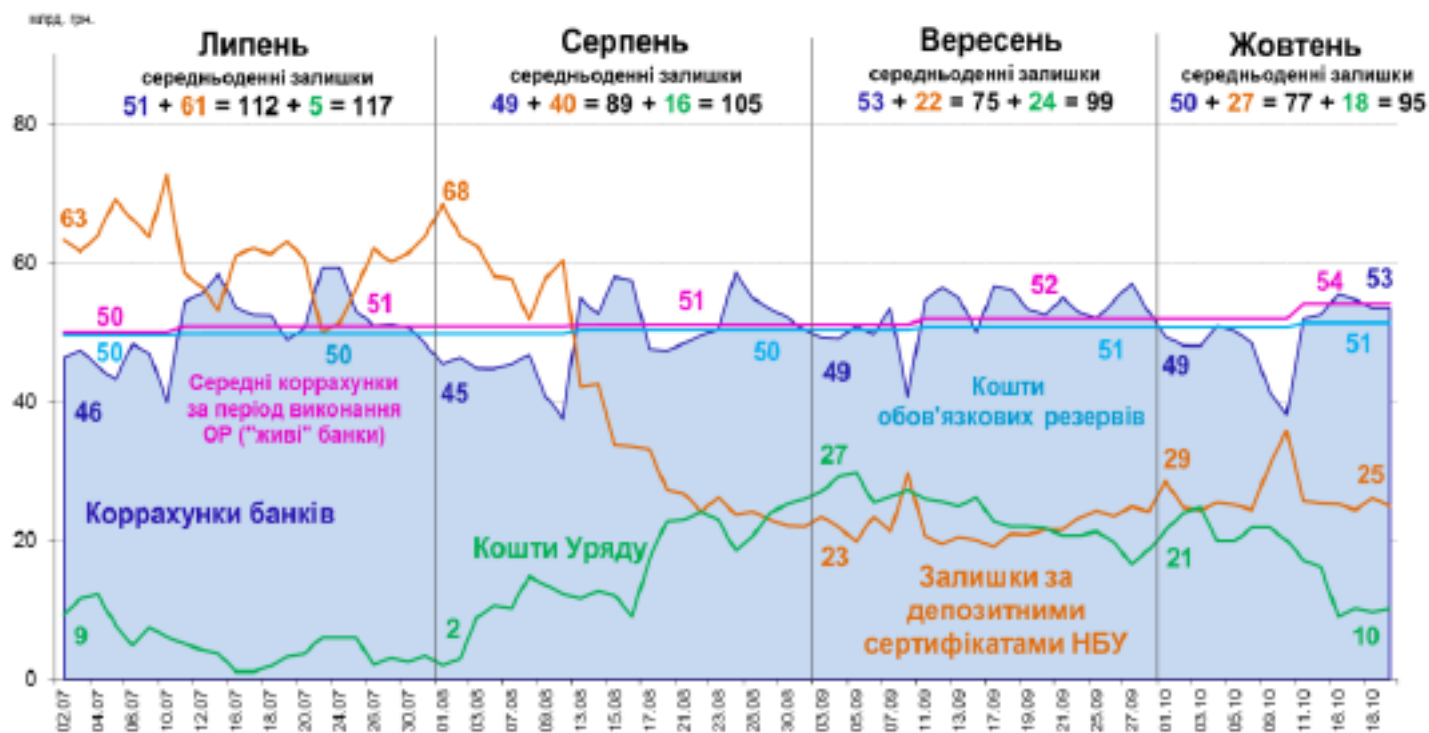
Резервні гроші ЦБ – ендогенні

- ЦБ, як правило, не визначають обсяг резервних грошей, необхідний для досягнення бажаного рівня короткострокової ставки. Натомість ЦБ зосереджуються на цінах, встановлюючи процентну ставку
- Резервні кошти формуються під впливом операцій НБУ
 - з державними цінним паперами
 - на валютному ринку
 - з обміну резервів на готівку (через попит на неї з боку клієнтів банків)
- Далі ці «емітовані» резервні кошти розподіляються на
 - обов'язкові резерви (частка залучених банками депозитів)
 - **«вільні кошти», які вкладаються в депозитні сертифікати**
(або дефіцит резервів покривається за рахунок кредитів рефінансування)

Формування монетарної бази є наслідком, а не причиною того, що банки надають кредити та створюють грошову масу

Банки утримують резерви в середньому дуже близько до рівня обов'язкових резервів

Динаміка ліквідності банківської системи (на 19.10.2018)



Баланс центрального банку

(НБУ, станом на 01 жовтня 2018 року)

Активи	млрд грн	Зобов'язання	млрд грн
A1. Чисті зовнішні активи	203	L1. Готівка в обігу	375
A2. Чистий кредит Уряду	339	L2. Обов'язкові резерви	51
A3. Кредити банкам	62	L3. Надлишкові резерви	-2
		L4. Депозитні сертифікати	32
		L5. Капітал і резерви	148

Грошова база (резервні кошти): $(L1 + L2 + L3) = (A1 + A2 + (A3 - L4) - L5)$

Банківські резерви: $(L2 + L3)$

Висновки

- Більшість грошей в обороті створюються не «друкарським верстатом» Національного банку, а комерційними банками шляхом кредитування економічних агентів або придбання активів
- Усупереч твердженням, що наводяться в деяких підручниках, НБУ безпосередньо не контролює кількість грошей в обігу чи грошову масу, чи навіть резервні гроші (монетарну базу)
- Однак НБУ має можливість впливати на економіку, кредитування і як наслідок кількість грошей непрямим шляхом, змінюючи процентну ставку за своїми ключовими операціями
 - Якщо резервні кошти гроші банків перевищують норматив обов'язкового резервування, це операції із залучення надлишкових резервів
 - І навпаки – операції рефінансування, якщо резервних активів замало
 - **Мета цих операцій – мати «оптимальну» процентну ставку на ринку, узгоджену з досягненням інфляційних цілей**

Корисна література

- [Benes and Kumhof \(2012\). The Chicago Plan Revisited](#)
- [Borio \(2011\). Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters?: “real” models are disguised as “monetary” ones](#)
- [Botos \(2016\). Money Creation in the Modern Economy](#)
- [Goodhart et al. \(2013\). An Integrated Framework for Analyzing Multiple Financial Regulations](#): there is at present no theoretical analysis of banking worthy of name
- [Jakab and Kumhof \(2015\). Banks are not intermediaries of loanable funds — and why this matters](#)
- [Jordan \(2018\). How money is created by the central bank and the banking system](#)
- [Kumhof and Jakab \(2016\). The truth about banks](#)
- [McLeay, Radia and Thomas \(2014\). Money creation in the modern economy](#)