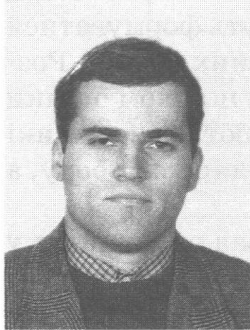


УДК 336.741.233



Володимир Височанський, доцент кафедри банківської справи Ужгородського національного університету, кандидат економічних наук

ЩОДО ЗАПРОВАДЖЕННЯ СПРАВЖНІХ ГРОШЕЙ

Стаття присвячена питанню грошей із товарним забезпеченням і одному з можливих підходів до їх запровадження. З метою поживлення дискусій навколо питання вдосконалення сучасної грошової системи запропоновано модель саморегульованого випуску/вилучення грошей з використанням технології біржових фондів і відповідної біржової інфраструктури.

Ключові слова: гроші, товари, біржові фонди, регулювання грошової системи.

Останнє десятиліття запам'яталося видатними подіями у фінансовому секторі розвинутих країн світу. За цей час лопнула бульбашка високотехнологічних компаній на фондовому ринку та відбулася повномасштабна кредитна криза, що переросла у найбільш драматичну економічну кризу з часів Великої депресії. Уряди та центральні банки виділили значні ресурси для стабілізації фінансової системи і стимулювання економіки. Проте така допомога призвела до стрімкого нагромадження державного боргу і, як наслідок, розгортання боргової кризи державних фінансів у Європі.

Проблема нестабільності сучасної грошової системи пов'язана з тим, що пропозиція грошей, як правило, не збігається із попитом на гроші з боку економічних агентів. Причиною цього є використання монетарною владою неадекватної інформації щодо потреби у грошах та запізніла реакція на зміни останньої.

Пропонована стаття розглядає пропозицію запровадження повноцінних грошей, забезпечених реальними товарами як можливий варіант вирішення цієї проблеми. Випуск та вилучення повноцінних грошей із використанням технології створення/вилучення паїв біржового фонду забезпечить саморегулювання цього процесу економічними агентами. Як забезпечення грошей можуть бути використані повністю гарантовані ф'ючерсні контракти. Залежно від ліквідності контракту та його ринко-

вої вартості пропонується визначати частку відповідного базового товару в товарній корзині забезпечення грошей. Запровадження забезпечених у такий спосіб грошей дозволить відмовитися від неефективного державного регулювання грошової системи та зробить її більш стабільною.

Неповноцінні гроші та їх нестабільність

Сьогодні провідну роль в організації, регулюванні та вирішенні проблем грошової системи відіграє держава. Наділені повноваженнями посадовці приймають доленосні рішення, що змінюють окремі параметри та режим роботи системи. При цьому рішення часто приймаються дискретно, без дотримання жодних правил і в інтересах політиків чи окремих груп впливу. Чи може керована у такий спосіб грошова система функціонувати ефективно? Для того, щоб це з'ясувати, необхідно спочатку визначити, яка інформація використовується при прийнятті рішень, а потім, хто є об'єктом впливу прийнятих регулятором рішень. Ф. Гаєк у своїй праці "The Use of Knowledge in Society" наголошує на тому, що "дані", які використовуються для проведення економічних розрахунків, не відомі жодному розуму в цілому суспільстві. Ці дані про обставини місця і часу, які необхідно використовувати у процесі управління, ніколи не існують в концентрованій чи інтегрованій формі — лише у вигляді розпорошених часток неповного і часто суперечливого знання, яким володіють усі окремі індивіди¹. Навіть якщо припустити, що управлінцям відома вся потрібна інформація, то необхідно мати на увазі, що процес збору та обробки первинних даних займає певний час. Протягом цього часу первинні дані можуть кардинально змінитися й інформація втратить актуальність, а прийняті на її основі управлінські рішення навряд чи будуть ефективними. Крім цього, постає проблема оптимального економічного планування в умовах, коли очікування економічних агентів є відносно раціональними. Кідленд і Прескотт у зв'язку з цим зазначають, що в будь-який момент певна політика була найкращою, з огляду на поточну ситуацію. Проте управлінці не враховують вплив правил прийняття ними рішень на правила прийняття оптимальних рішень економічними агентами². Якщо, наприклад, під час рецесії агенти очікують експансивної монетарної політики, то вони заздалегідь це враховують у власних рішеннях, знижуючи ефективність заходів монетарної влади у майбутньому. Щоб підвищити ефективність регулятивних заходів, управлінці вдаються до приховування інформації чи навіть до дезінформування з приводу прийняття майбутніх рішень. Подібні інформаційні маніпуляції особливо проявляються в умовах посиленого регулювання грошової системи державою, передусім перед проведенням девальвації грошової одиниці, коли уповноважені посадовці до останнього моменту заперечують саму можливість її здійснення³.

Теоретичне обґрунтування неможливості оптимального керування відкритою системою, якою є грошова система, підтверджується досвідом самих управлінців та професійних учасників ринку. Так, Алан Грінспен, який обіймав посаду голови Ради директорів Федеральної резервної си-

¹ Hayek F.A. *The Use of Knowledge in Society* / F.A. Hayek // *American Economic Review*. — XXXV. — 1945. — No 4 (September). — P. 519—530.

² Kydland F. *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans* / F. Kydland, E. Prescott // *Journal of Political Economy*. — 1977. — Vol. 85, No 3. — P. 473—491.

³ Hazlitt H. *The Inflation Crisis, and How to Resolve It* / Henry Hazlitt. — NY : Arlington House-Publishers, 1978.

стеми з 1987 р. до виходу на пенсію у 2006 р., у своїх мемуарах згадує: “Більше 18 років я і мої колеги в керівній раді ФРС очолювали процес регулювання. Лише з великим запізненням ми відчули, що важелі адміністративного контролю стають все більш слабкими. Поступово прийшло розуміння того, що нам невідворотно доведеться покласти на взаємний контроль учасників ринку. Оскільки ринкова структура стала занадто складною для ефективного втручання, зараз найбільш перспективною є така антикризова політика, яка забезпечує ринку максимальну гнучкість, тобто свободу дій для основних учасників, таких як хедж-фонди, фонди прямих інвестицій та інвестиційні банки... Регулювання за своєю суттю обмежує свободу ринкових дій, а саме свобода ринкових дій забезпечує рівновагу на ринку. Знищити її, і ви поставите під загрозу всю систему ринкового саморегулювання”⁴. Більше того, Грінспен не бачить, яким чином посилення державного регулювання може підвищити ефективність ринків. На його думку, доцільно замінювати державне регулювання саморегулюванням глобальних ринків. Такий перехід практично є невідворотним, оскільки світ економіки став настільки складним, що ні окремо взятому індивіду, ні будь-якій групі людей не під силу зрозуміти, як він працює⁵.

На неефективності державного регулювання грошової системи наголошував Дж. Сорос, один із провідних менеджерів хедж-фондів. На слуханнях у Конгресі Сполучених Штатів, присвячених впливу хедж-фондів на стабільність фінансової системи, він заявив: “...будь-яка система, яку ви запровадите, у своїй основі дефектна — це те, що ви повинні розуміти... є дефект в будь-якій домовленості й у міру того, як цей дефект ставатиме більш очевидним, ви повинні переглядати та змінювати її в світлі набутого досвіду”⁶. Спричинена державним регулюванням грошової системи нестабільність на фінансових ринках є джерелом доходу для професійних учасників ринку, зокрема хедж-фондів. На згаданих слуханнях Сорос підтвердив, що, створюючи умови для нестабільності, держава допомагає хедж-фондам розвивати власний бізнес, який передбачає використання дисбалансів на фінансовому ринку на їх користь⁷.

Неможливість ефективного регулювання грошової системи призводить до необхідності поступової її заміни на нову, саморегульовану систему. Така система має базуватися на чітких і постійних правилах функціонування за умов невтручання держави. Економічні агенти повинні укладати контракти на добровільній основі, натомість їх виконання є обов’язковим. Роль держави має бути зведена до запобігання шахрайству, боротьби з недобросовісними діями при укладанні та виконанні контрактів. Добровільність укладання угод тісно пов’язана зі свободою вибору грошової одиниці для проведення розрахунків. Дійсно, від того, чи вдасться запровадити у загальне користування прийнятну для всіх грошову одиницю значною мірою буде залежати успішність розбудови

⁴ Greenspan A. *The Age of Turbulence: Adventures in a New World* / Alan Greenspan. — Penguin Books, 2008. — P. 477–478.

⁵ *Ibid.* — P. 520.

⁶ *Risks that Hedge Funds Pose to the Banking System. Hearing before the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs / House of Representatives One Hundred Third Congress. 1994.* — P. 53.

⁷ *Ibid.* — P. 54.

саморегульованої грошової системи. Перед тим, як запропонувати можливий варіант такої грошової одиниці, зупинимося на сутності грошей.

Численні дослідження антропологів з приводу використання різних товарів як грошей на різних континентах світу узагальнили К. Іглтон і Дж. Вільямс, співробітники відділу монет і пам'ятних знаків Британського музею. У своїй книзі "Гроші. Історія цивілізації" вони стверджують: "Абстрактно гроші часто уявляють передусім як засіб обміну, тоді як у своєму конкретному вираженні це слово вказує на сукупність предметів, що звичайно використовується для виконання ними подібної функції"⁸.

Теоретичне обґрунтування стихійного походження грошей було представлено К. Менгером в опублікованій ним в 1897 р. праці "On the Origins of Money"⁹. Менгер стверджував, що у процесі розвитку обмінних операцій все більшої популярності починали набувати ті товари, які можна було реалізувати з мінімальними втратами. Якщо в будь-який зручний для продавця час товар можна було б продати без зменшення його вартості, то такий товар із часом починали використовувати як засіб обміну в майбутньому, тобто як гроші.

Розвиваючи теорію Менгера, Л. фон Мізес у книзі "Human Action" наголошує на важливості непрямого обміну товарами, у процесі розвитку якого популярності поступово набували певні "проміжні" товари, що не використовувалися для безпосереднього споживання, а зберігалися певний час для подальшого обміну на потрібні товари в майбутньому. Мізес зазначає, що "...міжособистісний обмін називається непрямим, якщо між товарами та послугами, взаємний обмін якими є кінцевою метою обміну, втручаються один або декілька засобів обміну... Засіб обміну, який, як правило, використовується таким чином, зветься грошима"¹⁰. За Мізесом, гроші є медіумом, тобто засобом, що забезпечує обмін. Цей товар слід вважати найбільш гідним для продажу, або найбільш ліквідним. Люди купують його тому, що вони хочуть запропонувати його в наступних актах міжособистісного обміну. Щодо виконуваних функцій грошей, то Мізес стверджує: "Гроші — це річ, що слугує загальноприйнятним і звичайно використовуваним засобом обміну. Це єдина з функцій. Всі інші функції, які люди приписують грошам, — це просто особливі аспекти їх початкової і єдиної функції засобу обміну"¹¹.

Традиційно загальноприйнятий засіб обміну (грошовий товар) учасники купівлі-продажу спочатку самостійно відміряли, зважували при кожному акті договору. Згодом держава взяла на себе функцію гарантування відповідності еталону (відповідно до встановленої ваги та вмісту) кожної окремої грошової одиниці. На перших етапах державного регулювання грошової системи це значною мірою спростило розрахунки. Проте, відчувши переваги грошового контролю, держава почала зловживати ним задля отримання додаткових доходів, спочатку від підробки

⁸ Іглтон К. Деньги. История цивилизаций / К. Иглтон, Дж. Уильямс ; пер. с англ. А. Гарькавого. — М. : ФАИР, 2011. — С. 11.

⁹ Menger C. On the Origins of Money / Carl Menger. — Auburn : Ludwig von Mises Institute, 2009. — P. 4.

¹⁰ Mises L., von. Human Action. A Treatise on Economics / Ludwig von Mises. — 4th rev. ed. — San Francisco : Fox & Wilkes, 1996. — P. 422.

¹¹ Mises L., von. The Theory of Money and Credit / Ludwig von Mises ; trans. by H.E. Batson. — London : NY, 1934. — P. 34—37.

грошей, а згодом від уведення в оборот грошових знаків, незабезпечених товарами, — символів грошей. Для того, щоб такі символи сприймалися в операціях обміну, держава наділила їх статусом “єдиного законного платіжного засобу” і цим самим оголосила себе монополістом у випуску грошей. Не будучи товаром, такі грошові знаки не представляють споживчої цінності, попит на них, по суті, нав’язаний державою в умовах відсутності альтернативного засобу обміну¹².

Незабезпеченість сучасних грошей пояснюється механізмом їх випуску, відповідно до якого уряд спочатку продає боргові розписки банкам. Банки створюють депозити для уряду, які він може використовувати для власних потреб. Банки, з іншого боку, можуть продати урядові боргові розписки центральному банку, який взамін відкриває для них депозити або платить їм власними, для цього надрукованими, банкнотами. Отже, в основі незабезпечених грошей лежить боргове зобов’язання уряду, тобто його обіцянка заплатити в майбутньому. Така обіцянка не є 100-відсотковою гарантією, оскільки доходи уряду є нестабільними і не можуть бути точно спрогнозовані. Задля стабілізації грошової одиниці регулятор намагається контролювати її пропозицію, враховуючи інформацію про рівень цін, обсяги виробництва, швидкість обігу грошей тощо. Однак таке кількісне регулювання не враховує психологічні чинники, а саме довіру до уряду, що часом є визначальною у сприйнятті незабезпечених грошей. Раптова відмова від використання грошей, що виражається у сплеску інфляції, не завжди спричинена моментальним збільшенням пропозиції грошей, скоріше вона викликана очікуваннями майбутнього збільшення пропозиції грошей. Як приклад Гезліт наводить випадок, коли Сполучені Штати відмовилися від золотого стандарту в березні 1933 р. У кінці 1934 р. середні оптові ціни зросли на 14 % порівняно з 1933-м і на 31 % порівняно з 1927-м. США формально відмовилися від конвертованості золота знову в 1971 р. Оптові ціни почали зростати з певним запізненням на 13 % між 1972 і 1973 рр. та на 34 % між 1972 та 1974 рр.¹³

Саме нездатність і небажання монетарної влади враховувати суб’єктивні потреби у грошах економічних агентів призводить до постійної невідповідності пропозиції грошей та попиту на них і закладає основу інфляційних процесів. Про це красномовно свідчить статистика. Відомо, що у період розквіту золотого стандарту, з 1870 по 1913 р., аж до початку Першої світової війни вартість життя в США (за оцінками Федерального резервного банку Нью-Йорка) підвищувалася в середньому всього на 0,2 % на рік. А з 1939 по 1989 р. (до падіння Берлінської стіни і до початку сучасних дефляційних процесів) індекс споживчих цін виріс у дев’ять разів, збільшуючись на 4,5 % на рік¹⁴. Це підтверджує тезу про ризикованість використання незабезпечених грошей, які через надмірну пропозицію та недовіру можуть не виконати трансфер цінності попри статус “єдиного платіжного засобу” та обіцянки уряду забезпечити стабільність грошової одиниці. Подолати цей ризик можна, лише передавши повно-

¹² Hayek F.A. *Denationalization of Money: The Argument Refined* / F.A. Hayek. — 3rd ed. — *Institute of Economic Affairs*, 1990. — P. 39–40.

¹³ Hazlitt H. *The Inflation Crisis, and How to Resolve It* / Henry Hazlitt. — NY : Arlington House Publishers, 1978.

¹⁴ Greenspan A. *The Age of Turbulence: Adventures in a New World* / Alan Greenspan. — Penguin Books, 2008. — P. 471.

важення формування пропозиції грошей від центрального банку суб'єктам господарювання. В умовах вільного вибору економічні агенти краще сприйматимуть повноцінні гроші, які вони зможуть при потребі обміняти їх на певний товар, що лежить в основі їх забезпечення. Це будуть гроші з товарним забезпеченням.

Організація товарного забезпечення грошей за планом Грехема

На відміну від неповноцінних грошей, цінність грошей з товарним забезпеченням є набагато стабільнішою, оскільки не перебуває під впливом часто необґрунтованих рішень та обіцянок різних високопосадовців, які переслідують єдину мету — залишитися при владі. Якою має бути кількість грошей на руках, можуть вирішувати самі учасники угод обміну відповідно до власних потреб. Зміна у потребах щодо платіжного засобу в ідеалі має автоматично приводити до зміни кількості грошової одиниці в наявності. Якщо з часом пропозиція грошового товару суттєво відхилятиметься від попиту на гроші, то це вказуватиме на недолік використання такого товару як грошей, навіть якщо він є загальноприйнятим. Саме це свого часу періодично траплялося зі срібними та золотими грошима¹⁵. Щодо вад золотого стандарту, то Гаек звертає увагу на те, що, як правило, потреба у ліквідності веде до збільшення виробництва одного товару, який практично може бути використаний лише для забезпечення ліквідності. Повільне наповнення ринку золотом і першочергове сприйняття якості золотих монет, а не їх кількості, призводять до загального зниження цін. Після того, як виробництво золота зростає і попит знижується знову, надмірна пропозиція металу може бути нівельована лише у випадку загального підвищення цін¹⁶. Отже, золотому стандарту властива інертність реакції пропозиції металу на зміну попиту на нього. До того ж, відносно незначне використання золота у промисловості не дозволяє знижувати таку інерційність шляхом використання надмірної пропозиції у виробництві.

Як варіант удосконалення золотого стандарту були запропоновані різноманітні схеми розширення товарного забезпечення грошей за рахунок низки сировинних товарів, що могли б слугувати як для виробництва продукції кінцевого споживання, так і бути в основі нового засобу обміну¹⁷. Серед запропонованих підходів запровадження грошей з товарним забезпеченням, на наш погляд, особливої уваги заслуговує пропозиція Бенджаміна Грехема.

З самого початку план Грехема був зорієнтований на поліпшення управління сировинними ресурсами та забезпечення відносної стабільності у післявоєнній економіці, а не виключно на проведення грошової реформи як такої. Попередні пропозиції Грехем виклав у праці "Storage and Stability" (1937). Грехем переконаний, що запаси сировини є запорукою національної безпеки та добробуту. Крім цього, вони можуть віді-

¹⁵ French D.E. *Early speculative Bubbles and Increases in the Supply of Money* / D.E. French. — 2nd ed. — Auburn : Ludwig von Mises Institute, 2009. — P. 19—33.

¹⁶ Hayek F. *A Individualism and Economic Order* / F. Hayek. — The University of Chicago Press, 1948. — P. 212.

¹⁷ Hayek F.A. *A Commodity Reserve Currency* / F.A. Hayek // *Economic Journal*, LIII. — 1943. — June-September. — P. 176—184; Graham B. *World Commodities and World Currencies* / B. Graham. — NY : McGraw-Hill Book Company, Inc., 1944; Hart A.G. *The Case for an International Commodity Reserve Currency* / A.G. Hart, N. Kaldor, J. Tinbergen // *Essays on Economic Policy II*. — 1964. — Vol. IV of *Collective Economic Essays of Nicolas Kaldor*. — NY : Holmes and Meier, 1980; Hall R.E. *The Government and the Monetary Unit* / Robert E. Hall. — 1981 [Unpublished manuscript].

гравати стабілізуючу роль, знижуючи коливання цін на сировинні товари, що, у свою чергу, дозволить звузити рамки торгових циклів, уникати глибоких депресій і підтримувати високий рівень зайнятості. І, нарешті, резерви сировинних товарів можуть бути використані як монетарні резерви.

План Грехема передбачав створення Міжнародної товарної корпорації (МТК), яка б купувала, продавала та зберігала резервні товари певними частинами, так званими товарними одиницями, або юнітами. Один юніт включав би 15 чи більше товарів у співвідношенні відповідно до їх світового виробництва та торгівлі. Станом на кінець 1937 р. Грехем пропонував до цієї групи товарів віднести пшеницю, кукурудзу, цукор, бавовну, вовну, тютюн, бензин, вугілля та деревину, а також чавун, каву, чай, каучук, мідь та олово. Після запровадження плану Грехем передбачав поступове розширення переліку товарів і доведення його до 25—30 товарних позицій.

План передбачав, що світові ціни визначатимуться на основі FOB-порту поставки (призначення) у доларовому еквіваленті, що відображатиме світові експортні ціни. Коли композитна ціна корзини товарів впаде до рівня 95 % від базової, зафіксованої в кінці 1937 р., МТК придбає відповідну кількість усіх 15 товарів на світових експортних ринках, включно з купівлею на товарних біржах. При цьому враховувалася можливість придбання ф'ючерсних контрактів. З іншого боку, якщо композитна ціна зросте до рівня 105 % від базової, то МТК здійснювала б відповідний продаж усіх товарів з корзини у належних кількостях. План Грехема передбачав також певний алгоритм розподілу витрат між країнами-покупцями, країнами-продавцями товарів та МТК.

План передбачав провідну роль МТК у задоволенні потреб у грошах. У цьому випадку грошову систему навряд чи можна назвати саморегульованою. Так, у моменти відхилення композитної ціни товарної корзини від базової на величину, більшу за граничне значення в будь-який бік, МТК ініціює викуп або продаж товарів, тим самим зумовлюючи збільшення чи зменшення кількості грошей на руках. У таких умовах є ймовірність того, що певний товар буде вироблятися не для задоволення потреб споживачів, а для отримання грошей безпосередньо в емітента. У цьому випадку МТК претендує на роль "розуму", якому відома сукупність знань усіх учасників ринку щодо цього товару. Це в принципі неможливо.

Грехем пропонував у майбутньому розширити перелік товарів у корзині до 25—30, додаючи по одному товару в рік, проте він не аргументував, чому порядок розширення корзини має бути саме такий. Крім цього, укладання угод з купівлі-продажу товарів на наявних ринках пов'язане з супутніми витратами на зберігання, транспортування та ін. Ці витрати, як і ціни угод, зазвичай, можуть відрізнятись в кожен момент, оскільки наявні ринки не передбачають максимально можливої концентрації попиту та пропозиції у просторі та часі. Все це ускладнює визначення композитної ціни товарної корзини.

Грехем та інші послідовники ідеї товарного забезпечення грошей, на наш погляд, зробили важливий вклад у розв'язання проблеми стабілізації грошової системи. Їхні ідеї на сучасному етапі незаслужено ігноруються, хоча можуть і повинні бути враховані у процесі реформування грошової системи відповідно до вимог часу.

Інший підхід до запровадження справжніх грошей

Ми вважаємо, що стабільною буде така грошова система, яка буде повністю саморегульована в питаннях визначення характеристик грошової одиниці та параметрів грошової маси в цілому. Така система має базуватися на використанні грошей з товарним забезпеченням. Випуск і вилучення таких грошей мають реалізовуватися за відповідною технологією.

Спочатку з'ясуємо, як можна сформувати товарну корзину, що лежатиме в основі грошової одиниці, враховуючи виключно інтереси учасників ринку. Еволюція форм торгівлі речовими товарами зумовила виникнення найбільш ефективного інституту організації оптової торгівлі, а саме товарної біржі. Біржа здійснює торгівлю ф'ючерсними контрактами на поставку речових товарів у майбутньому. Ці контракти стандартизовані, що передбачає повну уніфікацію таких умов, як назва та якість товару, термін і місце постачання, умови оплати тощо. Біржа зацікавлена в організації обігу саме затребуваних контрактів, вона час від часу вводить в оборот нові контракти і вилучає з обігу ті, що втратили популярність. Таким чином, асортимент ф'ючерсних контрактів товарної біржі є набором речових товарів, які виробляються великою кількістю виробників і споживаються широким колом споживачів. Такі контракти є також привабливими для спекулянтів, які в надії на прибутку від операцій з ними забезпечують ринок ліквідністю. З огляду на це можна припустити, що найбільш ліквідні контракти (як правило, з найближчим місяцем постачання або наступним за ним) могли б формувати товарну корзину для забезпечення грошової одиниці. У міру того, як змінюватимуться потреби учасників ринку в тому чи іншому контракті, біржа буде робити відповідні зміни в асортименті, які автоматично відобразяться на структурі товарної корзини.

Серед усього переліку найбільш потрібних речових товарів доцільно визначити вагу кожного окремого товару в товарній корзині. На наш погляд, основними критеріями тут мають бути кількість укладених угод і ринкова ціна товару. Ці два показники свідчать про потрібність товару з погляду учасників ринку. Потрібність товару ми розуміємо в широкому значенні і не обмежуємося виключно корисністю його використання у технологічних процесах і безпосередньому споживанні. Процедура ребалансування товарної корзини може бути регулярною, наприклад, після чергової біржової сесії. Для визначення частки окремого контракту відповідного речового товару в корзині можна застосувати формулу:

$$w_i = \frac{\sum_{j=1}^n P_j^i Q_j^i}{\sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^n P_j^i Q_j^i},$$

де w — частка контракту в корзині; i — порядковий номер контракту в корзині; m — загальна кількість контрактів; j — порядковий номер ф'ючерсної угоди з відповідним контрактом, укладеної протягом останньої біржової сесії; n — кількість ф'ючерсних угод з відповідним контрактом, укладених протягом останньої біржової сесії; P — ціна, за якою було укладено ф'ючерсну угоду; Q — кількість контрактів, передбачених ф'ючерсною угодою.

У підсумку отримуємо склад товарної корзини, покладеної в основу забезпечення грошової одиниці.

Технологія емісії та вилучення грошей має забезпечувати обмін товарної корзини на певну кількість грошей, а також відповідати вимогам саморегулювання учасниками ринку. Якщо створюються нові гроші, то в обмін на них емітент має отримати як забезпечення корзину контрактів, а у випадку вилучення грошей з системи — відповідні контракти повертаються пред'явнику грошей.

У процесі еволюції фінансового ринку була винайдена та успішно запроваджена технологія автоматичного обміну депозитарних розписок на цінні папери. Для того, щоб зрозуміти, яким чином можна використати цю технологію для автоматичного випуску/вилучення грошей, розглянемо її в деталях. Згадану технологію використовують біржові фонди (англ. *Exchange Traded Funds* (ETF)). Біржовий фонд (БФ) є по суті індексним фондом, паї якого торгуються на біржі аналогічно до акцій підприємств. Слід зазначити, що більшість БФ належать до відкритих фондів (*open-endfunds*), а це означає, що фонд не зобов'язаний здійснювати викуп раніше випущених паїв.

Механізм функціонування БФ детально розкрив Гастіно у книзі "The Exchange-Traded Funds Manual"¹⁸. Схема процесу випуску додаткових паїв наведена на рис. 1. Спочатку визначається склад індексу, а потім він доводиться до відома авторизованих учасників (*Authorized Participants*) (кроки 1 і 2). Тільки авторизованим учасникам, типово великим інституційним інвесторам, що мають домовленість зі спонсором фонду, дозволяється створювати нові паї блоками у визначених мінімальних кількостях, які називаються одиницями створення¹⁹. Основним моментом у цьому процесі є депонування авторизованим учасником цінних паперів і залишкової суми грошей у фонд та отримання натомість відповідної кількості паїв фонду (кроки 5 і 6). Далі ці паї розповсюджуються брокерами (кроки 7 і 8) серед інвесторів (кроки 9 і 10). Наявні паї можуть бути реалізовані на вторинному ринку. Якщо ринкова вартість паїв суттєво відхиляється від чистої вартості фонду, то авторизовані учасники з метою отримання прибутку виконують арбітражні операції — скуповують на відкритому ринку цінні папери в необхідній кількості (кроки 3 і 4) з метою отримання в обмін паїв фонду для наступної реалізації цих паїв на ринку, і навпаки. У результаті такого арбітражу та конкуренції між авторизованими учасниками різниця між ринковою вартістю фондів і чистою вартістю активів практично зникає. Ліквідація паїв (рис. 2) відрізняється поверненням з фонду корзини цінних паперів та балансує грошової суми з наступною реалізацією цих активів БФ з метою отримання необхідних коштів, що спрямовуються через брокерів інвесторам, які розпродають наявні паї фонду на ринку.

До позитивних моментів технології створення/ліквідації паїв БФ слід віднести автоматизований та нерегульований процес випуску паїв та їх вилучення з ринку. В основі прийняття рішення про зміну кількості паїв на руках — очікування учасників ринку стосовно розвитку майбутньої ринкової кон'юнктури активів, що входять до портфеля БФ. Рішення

В. Височанський. Щодо запровадження справжніх грошей

¹⁸ Gastineu G.L. *The Exchange-Traded Funds Manual* / Gary L. Gastineu. — 2nd ed. — John Wiley & Sons, Inc., 2010.

¹⁹ Deville L. *Exchange Traded Funds: History, Trading, and Research* / Laurent Deville // *Handbook of Financial Engineering. Springer Optimization and Its Applications*. — 2008. — Vol. 18, Part I. — P. 74.

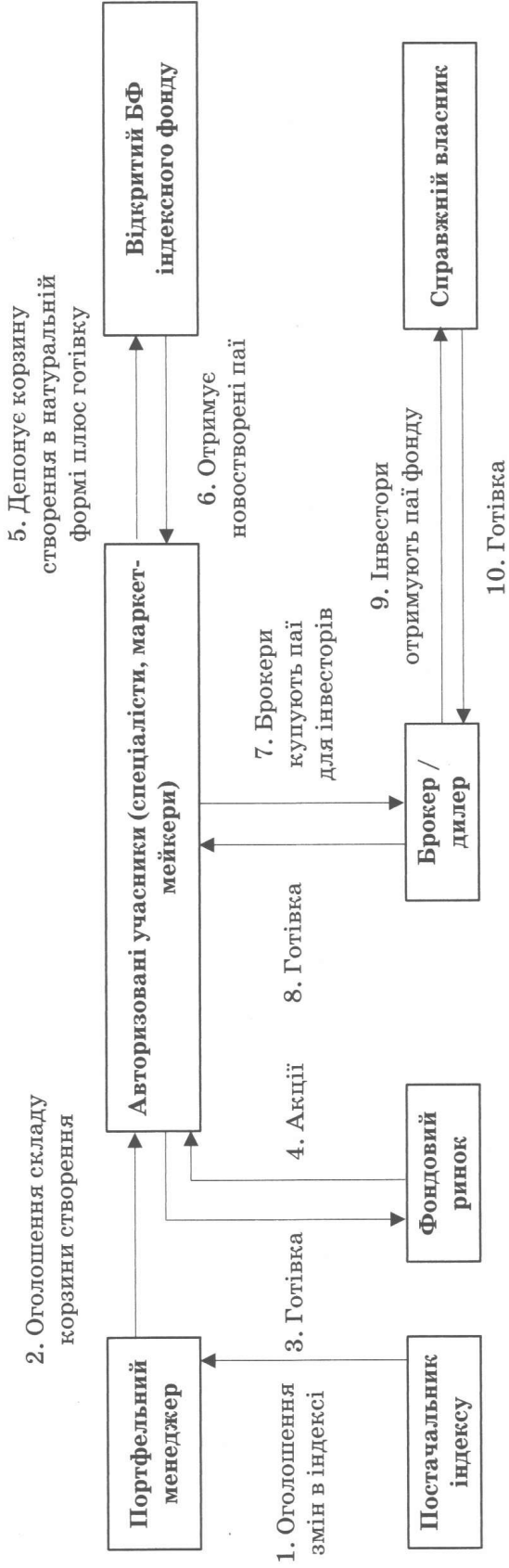


Рис. 1. Процес створення паїв стандартного відкритого БФ індексного фонду*

* Джерело: Gastineu G.L. *The Exchange Traded Funds Manual* / Gary L. Gastineu. — 2nd ed. — John Wiley & Sons, Inc., 2010. — P. 18.

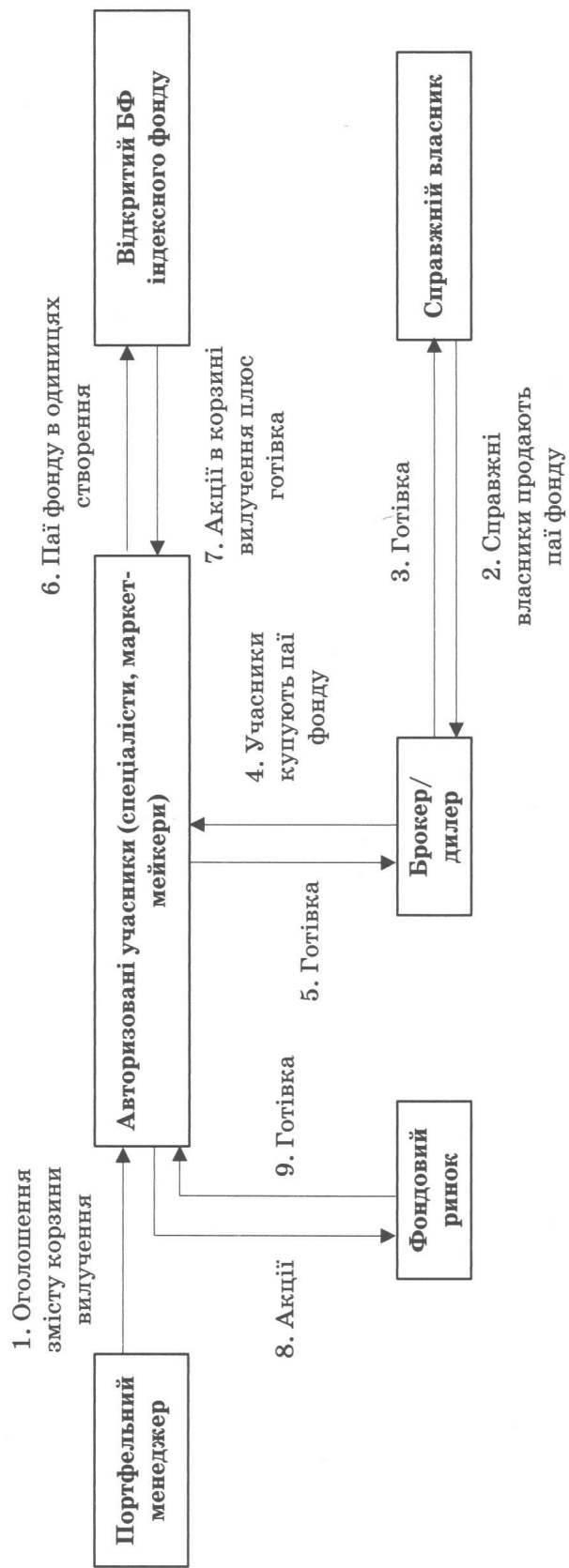


Рис. 2. Процес вилучення паїв стандартного відкритого БФ індексного фонду*

*Джерело: Gastineu G.L. *The Exchange-Traded Funds Manual* / Gary L. Gastineu. — 2nd ed. — John Wiley & Sons, Inc., 2010. — P. 59.

про те, скільки і коли випускати чи ліквідувати паїв, учасники ринку приймають самостійно. Паї фондів схожі на складські розписки, які отримує власник товару після розміщення його на складі. Саме таким чином уявляв собі паї Натан Мост (Nathan Most), головний розробник SPDR — першого БФ на Американській фондовій біржі²⁰. Сьогодні серед БФ є чимало фондів, основними активами котрих є як окремі сировинні товари, так і корзини товарів (наприклад, SPDR Gold Trust²¹ тримає в депозитарних банках фізичні депозити золота, тоді як фонди United States Commodity Index Fund²² і DB Commodity Index Tracking Fund²³ тримають ф'ючерсні контракти, що обертаються на різних товарних біржах). При формуванні активів окремі сировинні БФ можуть виходити на наявні ф'ючерсні ринки або використовувати обидва ринки в міру необхідності. Набутий досвід функціонування БФ та відпрацьована технологія ф'ючерсної торгівлі у перспективі можуть лягти в основу майбутньої грошової реформи.

На наш погляд, запропонована у плані Грехема МТК могла б успішно функціонувати як приватна установа. При цьому її діяльність з емісії товарних юнітів (ТЮ) могла б відбуватися паралельно як на біржовому ринку, так і на ринках наявного товару. Для роботи корпорації на біржовому ринку доцільно використовувати технологію БФ, що передбачає обмін ТЮ на корзину ф'ючерсних контрактів (рис. 3). Для формування корзини авторизовані учасники придбавають контракти на товарній біржі. Доцільно обмінювати ТЮ на контракти за повною ринковою вартістю останніх. У цьому випадку не потрібно буде займатися поповненням маржинального рахунку через негативну зміну ціни біржових товарів та збільшення маржі біржі з оберненою дією. З іншого боку, це дозволить повністю виключити ймовірність невиконання зобов'язань за контрактами, що лежать в основі грошового забезпечення, через фінансові проблеми третьої сторони. У результаті ТЮ може бути безпосередньо конвертовані у повністю гарантовані ф'ючерсні контракти. За кожну операцію обміну корзини контрактів на ТЮ, і навпаки, фонд стягуватиме фіксовану комісійну винагороду, якої має вистачити для нормального функціонування МТК. Для спрощення управління портфелем контрактів фонд може не здійснювати постачання та прийняття біржових товарів. Для уникнення цього йому слід буде “перекидати” контракти, тобто продавати ті, обсяги торгівлі якими зменшилися, і одночасно придбавати найбільш ліквідні контракти з наступним місяцем постачання.

Отримавши ТЮ в одиницях створення, авторизовані учасники будуть продавати їх за готівку інституційним і приватним інвесторам через брокерів та дилерів фондового ринку. Виручену готівку авторизовані учасники використають для подальшого формування корзин ф'ючерсних контрактів і обміну їх на ТЮ. Якщо ринкова ціна паїв буде суттєво вища за чисту вартість фонду, то авторизовані учасники з метою отримання

²⁰ Gastineu G.L. *The Exchange-Traded Funds Manual* / Gary L. Gastineu. — 2nd ed. — John Wiley & Sons, Inc., 2010. — P. 57.

²¹ *GLD Prospectus (2010)*. SPDR Gold Trust [El. resource]. — URL: <http://www.spdrgoldshares.com/media/GLD/file/SPDRGoldTrustProspectus.pdf>.

²² *US CI Prospectus (2011)* / United States Commodity Index Fund [El. resource]. — URL: <http://www.unitedstatescommodityindexfund.com/pdfs/usci-prospectus.pdf>.

²³ *DBC Prospectus (2011)* / DB Commodity Index Tracking Fund [El. resource]. — URL: http://www.dbfunds.db.com/Dbc/Pdfs/DBC_2011_Prospectus.pdf.

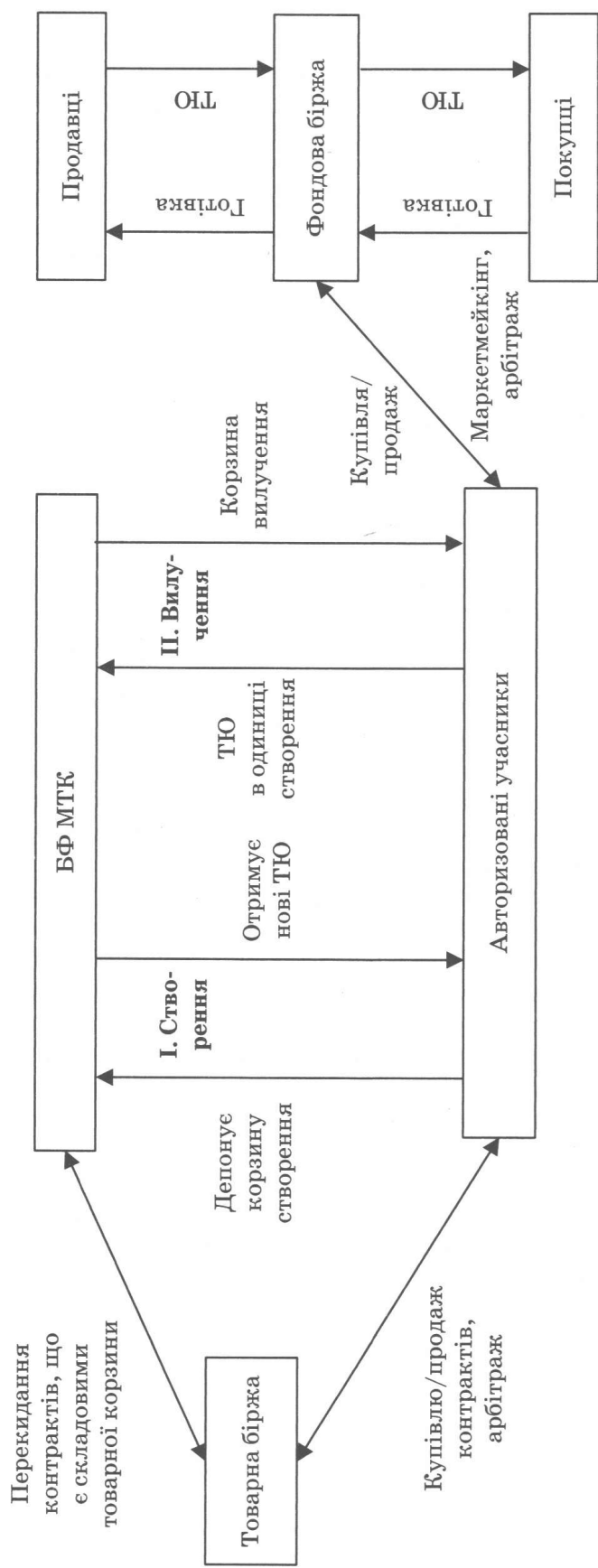


Рис. 3. Структура ринку товарних грошей

прибутку виконуватимуть арбітражні операції — скуповуватимуть на ф'ючерсному ринку контракти в необхідній кількості, обмінюватимуть їх на ТЮ в одиницях створення для подальшої реалізації останніх на фондовому ринку. І навпаки, якщо ціна паїв буде значно меншою за чисту вартість фонду, то авторизовані учасники будуть зацікавлені купувати паї на фондовому ринку, обмінювати їх на корзину контрактів і продавати контракти на ф'ючерсному ринку з метою отримання прибутку. Подібна арбітражна діяльність авторизованих учасників сприятиме зменшенню відхилення ринкової ціни паїв від чистої вартості фонду.

У процесі розвитку МТК їй доцільно буде поступово розбудовувати мережу власних сховищ для зберігання біржових товарів. Такі сховища, ймовірно, будуть розташовані в основних центрах виробництва біржових товарів. Склади мають бути сертифіковані біржею і приймати на зберігання лише продукцію, що відповідає специфікації ф'ючерсних контрактів щодо якості товару. Процедури вхідного контролю якості при прийнятті продукції на склад мають відповідати біржовим, щоб забезпечити відповідність якості товару, що зазначена у специфікації контрактів.

Після того, як буде визначено на біржовому ринку ціну конкретного товару в ТЮ, виробник зможе обміняти власний товар на еквівалент в юнітах за мінусом комісійних, здійснивши поставку товару на склад. У разі потреби отримані ТЮ можна буде реалізувати на фондовій біржі. Діяльність на ринку наявного товару дасть низку переваг учасникам ринку. Виробники, оминаючи товарну біржу, зможуть реалізувати власну продукцію за гроші, забезпечені корзиною товарних контрактів. Крім цього, вони зможуть постачати на склад МТК товар у довільній кількості, на відміну від стандартної партії, зазначеної у специфікації контракту. Для МТК операції на ринку наявного товару дозволять сформувати необхідний товарний ресурс, який можна використати для виконання зобов'язань із постачання за ф'ючерсними контрактами з портфеля БФ, і зроблять управління активами корпорації більш гнучким. У випадку масового поширення ТЮ серед економічних агентів виникнуть передумови для використання паїв МТК як грошової одиниці. У цьому випадку такі гроші будуть повністю забезпечені корзиною товарів. Структуру забезпечення та кількість грошей на руках визначатимуть самі учасники ринку.

Слід зазначити, що запровадження ТЮ як нового фінансового інструменту може спричинити ризик створення додаткового каналу поширення шоків між товарним та фондовим ринками. Дослідження показали, що паї індексних БФ можуть слугувати таким каналом передачі шоків на фондовому ринку²⁴. Не можна виключати, що ТЮ будуть також передавати шоки на ф'ючерсний ринок із фондового, і навпаки. Проте повне гарантування сторонами контрактів, що складатимуть корзину ТЮ, у розмірі їх ринкової вартості значною мірою зменшить їх спекулятивну привабливість порівняно з контрактами з традиційним забезпеченням у межах передбаченої маржі. Оскільки ТЮ буде базуватися на широкому асортименті товарів, то цінова динаміка юнітів буде значною мірою компенсована різноспрямованою зміною цін на відповідні товари.

В. Височанський. Щодо запровадження справжніх грошей

²⁴ Ben David. *ETFs, Arbitrage, and Contagion* / Ben David, Franzoni and Mossawi // *Ohio State University Fisher College of Business working paper*, 2011.

На наш погляд, запровадження розглянутої вище системи повноцінних грошей слід форсувати лише у випадку краху чинної грошової системи. Сьогодні вже накопичений значний досвід діяльності різноманітних біржових фондів, який може бути успішно використаний при заснуванні МТК і запровадженні базових процедур створення/ліквідації ТЮ. Певною новацією є натуральний обмін паїв, що обертаються на фондовому ринку, на ф'ючерсні позиції. Його забезпечення потребуватиме узгодження питань клірингу і розрахунків між двома ринками і, можливо, — розробки нових процедур та, за необхідності, внесення відповідних змін у законодавство. У будь-якому разі, за наявності політичної волі слабкі ланки запропонованої технології випуску та ліквідації повноцінних грошей можуть бути доопрацьовані, а наявні бар'єри усунути.

Повноцінні гроші, на нашу думку, мають стати альтернативою сучасним незабезпеченим грошам. В умовах вибору економічні агенти будуть вибирати той платіжний засіб, який їх більше влаштовує. Якщо ТЮ набудуть значної популярності серед населення та бізнесу, то можна буде очікувати підвищення довіри до грошей та їх стабільності. Водночас, конкуренція ТЮ значно дисциплінує національні уряди. Вони будуть більш помірковано ставитися до питань емісії національних валют, адже в іншому випадку використання національних грошових одиниць зменшиться до мінімуму. Якщо це станеться, то випуск ТЮ суттєво сповільниться і краще відобразатиме створення нової доданої вартості в економіці. При цьому більшість цін формуватимуться в ТЮ, в тому числі ціни на товари, які формують корзину забезпечення повноцінних грошей. Також дещо зменшиться роль спекулянтів у постачанні ліквідності на ринки — цю функцію значною мірою переберуть на себе авторизовані учасники. Виробники та споживачі товарної продукції отримають прямий канал збуту та постачання необхідних товарів. Ринки стануть більш спокійними, а грошова система — значно стабільнішою.

Реалізація викладеної вище пропозиції може позитивно вплинути на розвиток економіки у світовому масштабі. Використання забезпечених товаром грошей економічними агентами дозволить значною мірою нівелювати інфляційні процеси, спростить міжнародні розрахунки завдяки усуненню ризиків курсових коливань національних валют. Товарне забезпечення грошей та їх адекватна наявна кількість разом із 100-відсотковим резервуванням депозитів у банківській діяльності дозволить уникати роздування бульбашок на ринку активів²⁵ та суттєво згладить циклічний характер ринкової економіки.

Висновки

Глобальна економічна криза 2008—2009 рр. активізувала дискусії навколо питань, пов'язаних із реформуванням грошової системи на міжнародному рівні.

Представлена стаття доводить, що основна проблема сучасної грошової системи полягає в неефективному її регулюванні монетарною владою. Усунути цю ваду можна, зробивши систему саморегульованою, автоматизувавши процедуру випуску та вилучення грошей відповідно до потреб економічних агентів. Досягти цього можна за умови запровадження пов-

²⁵ Huerta de Soto J. *Money, Bank Credit, and Economic Cycles* / Jesus Huerta de Soto. — 3rd ed. — Auburn : Ludwig von Mises Institute, 2012; French D.E. *Early Speculative Bubbles and Increases in the Supply of Money* / D.E. French. — 2nd ed. — Auburn : Ludwig von Mises Institute, 2009.

ноцінних грошей, які будуть сприйматися на добровільній основі індивідуумами. Як варіант таких грошей запропоновано грошову одиницю (товарний юніт), забезпечену корзиною повністю гарантованих ф'ючерсних контрактів. Наголошено на необхідності оперативного ребалансування складу цієї корзини відповідно до зміни ліквідності та ринкової вартості контрактів.

Для автоматизації та саморегулювання процедур створення та вилучення товарних юнітів запропоновано використовувати технологію створення/вилучення паїв, яка використовується біржовими фондами. Передбачається, що значною мірою диверсифіковане товарне забезпечення юнітів сприятиме стабільній їх оцінці відносно товарів та послуг. Після набуття значної популярності юнітів серед населення виникнуть передумови використання їх як повноцінної грошової одиниці.

Розглянута у статті пропозиція запровадження грошей з товарним забезпеченням має на меті пожвавити дискусії навколо проблеми вдосконалення чинної грошової системи — перетворення її на таку, що закладе фундамент сталому економічному зростанню.

Надійшла до редакції 25.05.2012

Volodymyr Vysochanskyi. *With Regard to Putting Genuine Money into Operation*

The article deals with the problem of money with resource backing and one of the possible approaches to putting them into operation. Having in mind the stimulation of discussions around perfecting modern money system the author proposes the model of self-regulated emission/withdrawal of money with the application of technology of exchange funds and corresponding exchange infrastructure.