

# ОПТИМИЗИРАНЕ НА ПАРИЧНИТЕ АГРЕГАТИ ОТ ГЛЕДНА ТОЧКА НА АВСТРИЙСКАТА ПАРИЧНА ТЕОРИЯ – ВЪЗМОЖНОСТИ И ЕФЕКТИ

Владимир Сиркаров  
Докторант в катедра „Финанси и кредит“  
СА „Д. А. Ценов“

**Резюме:** Паричното предлагане се изчислява чрез различни по своя характер и обхват парични агрегати. Федералният резерв изчислява и публикува два агрегата – M1 и M2. Коректното измерване на паричното предлагане има фундаментална роля в провеждането на ефективна парична политика от страна на централните банки. За съжаление официалните парични агрегати нямат ясно определена теоретична основа в селектирането на отделните компоненти, което може да доведе до неточности при тяхното оповестяване и управление. Това прави актуално изследването, чрез което може да се представи оптимизиран паричен агрегат, който е базиран на австрийската парична теория. Един от най-точните такива агрегати се базира на концепцията на Ротбард-Салерно и се обозначава в англоезичната финансова теория като True Money Supply (TMS). Паричните инструменти в него покриват два основни критерия – дали са окончателно (финално) средство за разплащане на всички транзакции и дали са иск към налични пари, които са конвертируеми по номинална стойност.

**Ключови думи:** парично предлагане, парични агрегати, централни банки, икономически цикъл

**JEL:** E14, E32, E51, E52, E58

## OPTIMIZATION OF MONETARY AGGREGATES FROM THE POINT OF VIEW OF THE AUSTRIAN MONETARY THEORY - POSSIBILITIES AND EFFECTS

Vladimir Sirkarov, PhD student  
Department of Finance and Credit  
D. A. Tsenov Academy of Economics

**Abstract:** The money supply is calculated by different monetary aggregates with a certain structure and scope. The Federal Reserve calculates and publishes two units - M1 and M2. The correct measurement of money supply plays a fundamental role in the conduct of effective monetary policy by central banks. Unfortunately, official monetary aggregates do not have a clearly defined theoretical basis in the selection of individual components, which can lead to inaccuracies in their disclosure and management. This makes the current study relevant, through which an optimized monetary aggregate can be presented, based on the Austrian monetary theory. One of the most accurate monetary aggregates is based on the Rothbard-Salerno concept and is referred to in English-language financial theory as True Money Supply (TMS). The monetary instruments that are part of it cover two main criteria - whether they are the final means of payment of all transactions and whether they are a claim to cash that is convertible at face value.

**Key words:** money supply, monetary aggregates, central banks, business cycle

**JEL:** E14, E32, E51, E52, E58

### **Въведение**

Парите имат фундаментална роля за развитието на икономическите отношения. Преходът от бартерна търговия към индиректна размяна е повратен момент за ускореното и устойчиво икономическо развитие през годините. Структурата и динамиката на паричното предлагане имат влияние върху всички сфери от нашия живот. Осъществяването на бизнес калкулацията, разширяване на търговията и кредитния пазар са ключови компоненти от оформянето на съвременния пазарен модел на икономическо развитие. Той е изграден на база наличието на стоки, които изпълняват функцията на универсално средство за размяна.

След окончателното отпадане на златния стандарт през 1971 г. създаването и управлението на паричното предлагане стават прерогатив на централните банки. Механизмът на банкиране с частични резерви поставя търговските банки като първостепенен фактор в количествената динамика на паричното предлагане. Дефинирането и изчисляването на парите в икономиката се извършва чрез структурирането на различни по обхват парични агрегати. Централните банки имат нужда от теоретично обосновани и коректно изчислени парични агрегати, за да могат ефективно да изпълняват основния мандат в своите действия – поддържане на ценова стабилност.

За съжаление официалните парични измерители M1 и M2, които изчислява Федералния резерв, не са обезпечени от ясна и конкретна теоретична рамка. Това е много сериозен проблем пред ефективното управление на паричното предлагане от страна на централните банки. Това показва нуждата от изследване, анализ и оценка на структурата на официалните парични агрегати. Целта на настоящата статия е да представи процеса по трансфер на Австрийската теоретична рамка за парите и кредита към днешната напълно необезпечена парична система. Подобен подход ще изведе ясните критерии за обекта на настоящото изследване – съставът на теоретично обоснования и ясно дефиниран паричен агрегат, отразяващ действителното парично предлагане и ще представи неговите основни финансови характеристики, което е и основната цел на статията.

### **1. Традиционни концепции при изчисляването и управлението на паричните агрегати**

През 40-те години на 20-и век Федералният резерв започва да публикува нивата на наличните пари, извън парично-финансовите институции (ПФИ), безсрочните разплащателни сметки и срочните депозити. След окончателното преустановяване на златния стандарт и паричната система от Бретан Уудс през 1971 г. пред обществеността се представят паричните агрегати M1, M2 и M3. Това се прави с цел преодоляване на трудното отчитане на парите и паричните заместители в една напълно необезпечена със злато парична система.

В самото начало паричният агрегат M1 се състои от наличните пари, извън ПФИ плюс депозитите при поискване в търговските банки, които представляват безсрочни разплащателни сметки, без лихвени плащания. С течение на времето обаче промените в банковото законодателство и финансовите иновации размигат разликите между търговските банки и спестовните институциите и методът за

класификация на паричните измерители се измества към друга основа. Тя се базира на степента на ликвидност и на разграничението между сметките на вложителите с по-малки суми и тези с по-сериозни средства.

Законът за пълната заетост и балансиран растеж от 1978 г., известен и като Закон Хъмфри-Хокинс поставя изискването Федералният резерв да определя едногодишни целеви диапазони за нарастване на паричното предлагане два пъти годишно и да докладва за своите цели пред Конгреса на САЩ. В този период информацията за динамиката в паричното предлагане става все по-следена и анализирана от инвеститори и икономисти. Това се отнася особено отчетливо за паричния агрегат M1.

Тази информация служи за прогнозиране на бъдещите действия от страна на ФЕД. При анонсиране на по-ниски спрямо прогнозите параметри за M1 очакванията на пазарните участници са за политика на централната банка към повишаване на паричното предлагане до заложените целеви параметри. На тази аналитична база може да се очаква с голяма доза сигурност, че основните лихви могат да се понижат. При обратната ситуация ще се наблюдават очаквания за повишаване на основните лихви. По този начин динамиката на паричното предлагане има сериозно влияние върху пазара на държавен и корпоративен дълг и икономическата активност като цяло.

Връзката между икономическите измерители и паричния агрегат M1 се дискредитира през 1981 г. Това се случва след въвеждането на национално ниво в САЩ на договорните безсрочни разплащателни сметки, които носят лихвен доход, известни в англоезичната финансова литература като Negotiable Order of Withdrawal account (NOW). Те се класифицират в категорията „Други разплащателни сметки“ и са съставна част от M1. Ефектът от новия тип сметки е сериозно по обем привличане на средства от спестовните депозити, които са част от по-широкия паричен агрегат M2. Последствията от това движение на средства е голям ръст на M1 за сметка на M2. Целевите стойности на Федералният резерв са достигнати преждевременно през 1982 г., което дава повод на централните банкери да преустановят водещия статут на M1 в управлението на паричната политика.

Съмнения се пораждат и в устойчивата корелация между M2 и индикаторите за икономически растеж. В началото на 90-те години лихвените проценти и дисконтовите норми са на най-ниските си стойности от няколко десетилетия насам. Това е стимул много спестявания да се преместят от спестовните и срочните депозити, които са част от M2, във взаимни фондове и облигации, които не са включени в нито един от измерителите на паричното предлагане.

Така през юли 1993 г., когато икономиката отчита ръст в продължение на повече от две години, председателят на Федералният резерв Алън Грийнспан отбеляза в показанията си пред Конгреса, че "Историческите връзки между парите и дохода, както и между парите и нивото на цените до голяма степен са се разрушили, лишавайки паричните агрегати от голяма част от тяхната полезност като важен инструмент в паричната политика. Поне към момента, макар и с по-ниска степен на значимост, M2 запазва своя статут на надежден индикатор за финансовите условия в икономиката и все още не е идентифицирана нито една променлива, която да заеме неговото място." (Federal Reserve Bank of New York, 2008).

В навечерието на 21-и век Федералният резерв публично анонсира, че вече не смята динамиката в паричното предлагане като основен индикатор, който да

насочва решенията на паричната политика на САЩ. Разбира се, централната банка продължи да използва паричните агрегати в анализа на икономическото представяне на икономиката. На 23 март 2006г. Председателският борд на директорите на Федералния резерв спря публикуването на широкия паричен агрегат М3. Преустановяването на централизирания публичен отчет засегна редица важни компонентите, като срочните депозити над 100 хил. долара<sup>1</sup>, договорите за обратно изкупуване (RP) и евродоларовите сметки. Бордът продължи да публикува институционалните фондове на паричните пазари като допълнителен показател (memorandum item). Федералният резерв обосновава прекратяването на изчисляването и публикуването на М3 с аргумента, че широкият агрегат от години не се използва за анализ и прогнози във водената парична политика.

Таблица 1. Компоненти на паричния агрегат M1 (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2021)

Показател	Описание
Налични пари, извън ПФИ	Банкноти и монети, издадени от Федералния резерв, извън Министерството на финансите на САЩ, банките на Федералния резерв и трезорите на депозитарните институции.
Небанкови пътнически чекове <sup>2</sup>	Най-често пътническите чекове се използват от хора, които пътуват до чужди страни. Те се купуват на определена цена с цел потребление на стоки или услуги или за обмяна на пари в брой.
Депозити при поискване	Този тип депозити (DDA) представляват безсрочни разплащателни сметки, които не генерират лихвен доход. Средства по тези сметки могат да се изтеглят по всяко време. Това са депозити в търговски банки (с изключение на сумите, държани от депозитарни институции, правителството на САЩ, чуждестранни банки и официални институции), намалени с паричните средства в процес на събиране и Federal Reserve Float <sup>3</sup>
Други безсрочни разплащателни сметки (OCDs) в търговските банки и спестовните институции	Основната разликата с депозитите при поискване е, че тази категория депозитни сметки се олихвяват. Най-сериозна тежест имат договорните безсрочни разплащателни сметки (NOW) и безсрочните

<sup>1</sup> Данните за срочните депозити продължат да се публикуват чрез Председателския борд на директорите на Федералния резерв, от аналитичния отдел Flow of Funds Accounts на тримесечна база.

<sup>2</sup> Данните за пътническите чекове се събират от шестте най-големи небанкови издатели към последния работен ден на всеки месец. В M1 влизат и чековете издадени от банкови институции.

<sup>3</sup> Federal Reserve Float представлява пари, които се появяват едновременно по сметки на Федералния резерв на две депозитарни институции. Тези институции включват търговски банки, спестовни банки и кредитни организации.

	разплащателни сметки с автоматичен трансфер (ATS). NOW сметките представляват лихвоносни депозити при поискване. ATS сметките предоставят банкова услуга, която автоматично прехвърля средства между различни сметки на физически лица, например за погасяване на кредит.
--	---

Федералният резерв публикува седмични и месечни данни за два измерителя на паричното предлагане - M1 и M2. Паричните агрегати отразяват различната степен на ликвидност, която притежават различните парични форми. Тесният агрегат M1 е ограничен до най-ликвидните форми на пари. M1 се състои от наличните пари, извън ПФИ; небанковите пътнически чекове; депозитите при поискване и другите безсрочни разплащателни сметки. Наличните пари заедно с паричните резерви формират т.нар. парична база, която има фундаментално значение за управлението на парите. Резервите представляват депозити, държани от банки и други депозитарни институции по техните сметки във Федералния резерв. M2 включва M1, плюс спестовните депозитни сметки, срочните депозити под 100 000 долара и фондове на паричния пазар за физически лица.

Таблица 2. Компоненти на M2 (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2021)

Показател	Описание
M1	Всички посочени в таблица 1 компоненти на паричния агрегат M1
Спестовни депозити, включително депозитните сметки на паричния пазар (MMDA) в търговските банки и спестовните институции	Спестовните депозити обикновено се държат от физически лица или организации с нестопанска цел. Те носят лихвени доходи и имат формално изискване за 30 дни предизвестие преди изтегляне на средствата. Обикновено сумата, която може да се изтегли е неограничена. MMDA е специален тип сметка, която притежава различни характеристики в сравнение с обикновените спестовни сметки. Повечето депозитни сметки на паричния пазар плащат по-висок лихвен процент от спестовните депозити и често включват привилегии при използване на чекове и дебитни карти.
Срочни депозити под 100 хил. долара без индивидуалните пенсионни сметки (IRA) и Keogh сметките в търговските банки и спестовните институции	Това са депозити, които носят лихва и имат предварително определен падеж. Депозираният пари не трябва да се изтеглят преди падежа, за да не се загуби натрупаният лихвен доход. Основен пример за малък срочен депозит е депозитният сертификат (CD).
Фондовете на паричния пазар за физически лица без IRA и Keogh	Този тип фондове инвестират в краткосрочни и ликвидни финансови инструменти, плащайки по-високи лихви в

сметките от взаимните фондове на паричния пазар	сравнение с лихвите по спестовните депозити.
---	--

В последващите изчисления, сравнения и анализи ще се постави краен срок месец март 2020г. Това се налага поради настъпилата здравна и икономическа криза, породена от COVID-19 пандемията. След месец март водещите централни банки предприеха безпрецедентни интервенции и увеличиха драстично своите баланси. Това би попречило на адекватните сравнителни анализи и изводите за факторите, които имат влияние върху паричната политика.

## 2. Недостатъци на официалните парични агрегати M1 и M2

Днешното парично предлагане се състои от стандартни пари и парични заместители. Първата част от уравнението е лесна за идентифициране и калкулиране. Стандартните пари представляват наличните пари, извън парично-финансовите институции. Паричните заместители са голямото предизвикателство, защото трябва да се вникне много внимателно в същността на всяка отделна парична форма и да се прецени дали тя трябва да е част от паричното предлагане или не. Паричните заместители трябва да са обезпечени и конвертируеми в стандартни пари при поискване. Важно е обмяната да се осъществява по номинална стойност. Ако тези критерии са изпълнени, то паричните заместители могат да заменят изцяло използването на стандартни пари в индивидуалните парични баланси.

В паричното предлагане, което се изчислява от Федералния резерв, попадат парични компоненти, които не влизат в дефиницията за пари и парични заместители. От друга страна, има парични инструменти, които би трябвало да са част от паричните агрегати, но не попадат в състава на M1 и M2. Това от своя страна носи голям риск от некоректно определяне на паричното предлагане и почти сигурни последващи грешки в управлението на парите от страна на централните банки.

Интегрирането на австрийската теория за същността и функциите на парите в съвременната парична система с необезпечени пари, може да се направи на база два основни принципа. Те от своя страна ще дадат възможност за определяне дали даден паричен инструмент трябва да се включи в паричното предлагане или не. Първият принцип гласи, че парите служат за окончателно (финално) средство за разплащане на всички трансакции. Вторият принцип валидира паричната дефиниция, когато паричният инструмент представлява иск към налични пари, които са конвертируеми по номинална стойност от вложителя или от трета страна, посочена от вложителя. Допълнителна характеристика е безрисковият характер на самия инструмент, с което да се гарантира възможността за реалното получаване на стойността в налични пари.

Наличните пари извън парично-финансовите институции може да се нарекат стандартните пари в съвременната парична система в САЩ по образец и семантична идентичност със златните пари от времето на системата на стоковия стандарт. Те изпълняват функцията на окончателно (финално) средство за размяна на всички стоки и услуги или с други думи представляват универсално платежно средство. Това поставя наличните пари като основната съставна част в структурата на паричното предлагане.

Безсрочните разплащателни сметки, както безлихвените депозити при поискване, така и договорните безсрочни разплащателни сметки (NOW) представляват искове към налични пари, които са конвертируеми по номинална

стойност от вложителя или от трета страна, посочена от вложителя. Тези депозитни сметки се ползват от финансова защита, чрез държавната депозитна гаранция. Федералната корпорация за гарантиране на влоговете в САЩ (FDIC) изпълнява тази функция за всички американски банки в случай на изпадане в несъстоятелност. Към 2020 г. тя гарантира депозити до 250 000 долара на вложител (Federal Deposit Insurance Corporation, 2020).

Разбира се, трябва да се адресира и трактовката на депозитните пари над държавно гарантирания праг. По този казус се взема предвид емпиричната и организационна психология на работата на правителствата и централните банки в силно критични състояния. В подобни форсмажорни ситуации практиката на централните банки е да предоставя извънредни ликвидни буфери към търговските банки, дори и за депозитите над държавно гарантираните суми. На подобна ситуация станахме свидетели и при финансовата криза след фалита на инвестиционната банка Лемън Брадърс, когато централните банки се намесиха бързо и мащабно отпусвайки на банковия пазар извънредно количество новосъздадени пари за покриване на големите ликвидни проблеми.

Не трябва да забравяме, че приемането, доверието и използването на парите и паричните заместители зависи от решенията на хората и регулаторните режими на държавата. Дори и днешната система с напълно необезпечени пари доверието и желанието на хората, които ползват парите е ключово. Това е причината Салерно и Макафри да напомнят, че „Важно е да се отбележи, че депозитите при поискване не са автоматично поставени като част от паричното предлагане; те ще продължават да изпълняват функцията на еквиваленти на парите само докато субективните оценки на участниците в търговските отношения показват, че наистина са напълно еквивалентни и могат да се ползват в размяната на стоки и услуги.“ (Joseph T. Salerno and Matthew McCaffrey, 2016, p. 165)

От икономическа гледна точка небанковите пътнически чекове представляват кредитно искане към инвестиционното портфолио на компанията, която го издава. Салерно споделя, че „сами по себе си пътническите чекове не са окончателно средство за разплащане при извършваните транзакции; продавачите, които получават пътнически чекове в замяна, бързо и по установена процедура ги представят за окончателно плащане в банка и получават налични пари или кредит по техните депозитни сметки, като изплатените суми в крайна сметка се записват като задължение по депозитната сметка на AMEX или VISA. Нещо повече, ако компанията изпадне в малко вероятния, но най-негативен сценарий – изпадане в институционална ликвидация, притежателите на пътнически чекове биха били икономически и юридически в същата лодка като кредиторите на която и да е фирма в несъстоятелност, без държавни гаранции за изплащане на техните вземания по дълга, като тази, осигурена от федералната депозитна застраховка и привилегирования достъп до кредитор от последна инстанция“ (Salerno, 2010, p. 120). Небанковите пътнически чекове не изпълняват нито един от двата основни принципа за парични заместители и логично не трябва да влизат в един реален измерител на паричното предлагане.

Спестовните депозити в търговските банки имат идентични характеристики с безсрочните разплащателни сметки. Те могат да се обменят в налични пари при поискване и размяната да се извършва по номинална стойност. Също така спестовните депозити попадат под държавна гаранция и следователно приемат статут на много нискорисков паричен инструмент.

Тезата, че реално спестовните депозити не са конвертируеми в налични пари при поискване не е за пренебрегване. В основата си тя е свързана с това, че при решение за прекратяване на депозитния договор и обръщането на депозираната сума в налични пари има определен срок, който е регламентиран по договор. Най-често той е 30 дни, до края на който вложителят трябва да изчака изплащането на съответната сума в налични пари.

Ротбард определя подобно изискване като формално, основано изцяло на правната регламентация при договорите между банките и вложителите (Rothbard, 1978, p. 147). По своята икономическа същност спестовните депозити и тези при поискване са еквивалентни, защото при изтеглянето им банките не биха рискували да използват договорените условия за 30 дни период на изчакване. За една търговска банка една от най-важните предпоставки за поддържане на устойчивост е запазване на високата репутация и ликвидност. При евентуално изискване за забавяне на изтеглянето на средства банката рискува спад на доверие и натиск от лавинообразно изтегляне на още депозити.

На база разгледаните аргументи може да достигнем до становището, че наличните пари, безсрочните разплащателни сметки и спестовните депозити отговарят на концепцията за пари и парични заместители и трябва да бъдат поставени в структурата на всеки паричен агрегат, който отразява вярно и коректно действителното парично предлагане.

Депозитните сметки на паричния пазар (MMDA) представляват хибриден паричен инструмент между депозитите при поискване и спестовните депозити. Те изискват обезпечаване до определена сума и са конвертируеми в налични пари при поискване. Това обосновава тяхното включване в структурата на True Money Supply.

За разлика от депозитните сметки на паричния пазар, Фондовете на паричния пазар (MMMF) не покриват критериите за участие в състава на паричното предлагане. Процесът при тяхното структуриране представлява депозиране на налични пари към фонда, който впоследствие ги инвестира в инструменти на паричния пазар. Съвкупността от активите се управлява от портфейлни мениджъри. Това е чиста форма на кредитна транзакция, която не води до промяна в количеството на паричното предлагане, а само до промяна на собствеността. Включването на инвестираните средства от ФПП в структурата на паричното предлагане ще доведе до двойно отчитане.

Подобна е ситуацията и при кредитните карти, които не покриват условието за окончателно средство за разплащане, защото тяхното използване за покупка на стоки или услуги не освобождава (нетира) дълговата позиция създадена в текущата транзакция. Всъщност се преминава към втора транзакция, която интегрира текущи и бъдещи парични плащания. Финансови ресурси се насочват към кредитните карти с цел по-ефективно потребление и търговия, използвайки различни по вид разплащателни системи. Самите кредитни карти не влияят на количеството парично предлагане. Функционирането на ФПП и кредитните карти влияе върху ценовите равнища на търгуваните активи, но не влияе върху количеството пари и парични заместители.

Срочните депозити над 100 хил. долара и големите по размер депозитни сертификати са финансови инструменти, които не могат да се изтеглят предсрочно, защото имат ясно установен падеж по договор. По този начин не се покрива правилото за конвертируемост в налични пари при поискване и по номинална стойност, което ги изключва от структурата на паричното предлагане. В допълнение, съществува държавно гарантиране само върху срочните депозити



под 100 хил. долара. Закупуването на големите номинални депозитни сертификати представлява процес по кредитиране на банката от страна на купувача. Финансовата институция има ангажимент да изплати заетата сума на определен падеж с изплащането на лихвена компонента. Всички подобни срочни инструменти са изградени на същия принцип, изцяло в категорията на кредитните транзакции и не могат да се разглеждат като парични заместители, които притежават функцията универсално средство за размяна.

Идентични са аргументите за изключване от паричното предлагане и на срочните договори за обратно изкупуване (Term RDs), срочните евродоларови депозитни сметки (Term Eurodollars), дяловете на институционалните фондове на паричния пазар („Institution – only“ MMMFs).

Съществува дебат по въпроса дали срочните депозити под 100 хил. долара и малките по размер депозитните сертификати трябва да намерят място в структурата на показател, отразяващ действителното парично предлагане. При този тип инструменти е налична държавна гаранция и възможността за предсрочно изтегляне в налични пари. Това обаче не е достатъчен аргумент за покриване на дефиницията за паричен заместител, защото тези инструменти представляват фиксирани договори, които съдържат клаузи за период на предизвестие при искане за предсрочно изтегляне на депозирания средства. Предсрочното погасяване също така е свързано и с наказателни такси, което влиза в колизия с условието за конвертиране по номинал.

Тезата, че срочните депозити под 100 хил. долара могат да се включат в паричното предлагане се базира на възможността от предсрочно изтегляне на средствата. Преодоляване на проблема с невъзможността за конвертиране в налични пари по номинал може да се преодолее чрез калкулиране по текуща стойност на обратното изкупуване. Сумата се извежда след приспадане на наказателните такси. Техническият проблем е свързан с намирането на тази стойност след нетиране на наказателните такси за предсрочно изтегляне. Въпреки тези аргументи този тип инструменти не могат да се приемат за еквивалентни на безсрочните разплащателни сметки и спестовните депозити, въпреки опцията за предсрочно конвертиране и държавна защита. Срочните депозити до 100 хил. долара не са парични заместители и не могат да влязат в категорията универсално средство за размяна. В основата си те се базират на кредитни отношения между потребителите и финансовите институции.

Разгледаните компоненти са част от паричните агрегати M1 и M2, което не изчерпва всички парични инструменти. Ако се обърне внимание на структурата на M3, който официално не се публикува от 23 март 2006 г., то ще се установи, че в този широк паричен агрегат съществуват парични заместители (Federal Reserve Statistical release, 2005).

Краткосрочните държавни ценни книжа с матуритет до 52 седмици, не могат да се конвертират в налични пари при поискване, а само на предварително определен падеж. От началото на 19 век датират дискусиите за участието на тези финансови активи като част от паричното предлагане. Основният аргумент е тяхната много висока ликвидност, която е базовата предпоставка в изграждането на конвенционалните парични агрегати. Подобен подход е несъстоятелен, както вече се разгледа, защото по тази линия в паричното предлагане могат да се ситуират акциите на водещите американски компании и криптовалутите. Важните предпоставки за включването на даден паричен инструмент не е ликвидността сама по себе си, и покриването на двата основни принципи - окончателно средство за разплащане и конвертируемост по номинална стойност.

Това означава, че краткосрочните държавни ценни книжа не са паричен заместител и не могат да се включат в състава на паричен агрегат, който трябва да показва реалното парично предлагане в икономиката. В тази категория попадат и краткосрочните корпоративни облигации и банковите акцепти.

Депозитните сметки при поискване и други безсрочни депозити на държавата, чуждестранните финансови институции и чуждестранните банки, които се държат в баланса на централната банка и/или националните търговски банки не присъстват в нито един официален паричен агрегат в САЩ. Това е една от отчетливите разлики между традиционни парични агрегати като M1 и M2 и паричен агрегат, който би отразявал действителното парично предлагане, където този тип депозитни сметки безспорно трябва да присъстват.

Особено за държаните депозити няма адекватни аргументи защо тези инструменти се изключват от конвенционалното парично отчитане. Недоумение буди фактът, че идентичните общински депозитни сметки са включени в състава на паричното предлагане, докато тези на федерално ниво не попадат нито в тесните, нито в по-широките парични агрегати. Подобна практика неизбежно води до изкривяване на коректното изчисляване на паричните агрегати.

### **3. Методологическа същност на концепцията за истинското парично предлагане**

В настоящата част на статията ще бъде представен анализ на паричен агрегат, изведен от икономистите Мъри Ротбард и Джоузеф Салерно (Salerno, Money: Sound and Unsound, 2010) и популярен в англоезичната литература с името True Money Supply (TMS). Поради факта, че показателят е наложен във финансовата теория с англоезичното си наименование, настоящата статия не прави опит за неговото превеждане на български.

Посредством разработването на показателя True Money Supply Ротбард и Салерно правят опит за интегриране на необезпечените пари към основните парични функции – универсално разменно средство, средство за съхранение на стойност и разчетна единица. На база вече анализирани в точка втора на статията моменти в настоящото изложение ще бъдат представени и анализирани количествените и сравнителни параметри на измерителя. Това ще е основата, на която впоследствие ще се премине към анализ на макроикономическите ефекти през призмата на представения паричен агрегат.

В редиците на австрийската икономическа школа има различни идеи по какъв начин да изглежда коректният измерител на стандартните пари и паричните заместители. Основният алтернативен вариант на TMS е този на икономистът Франк Шостак. Основната разлика между неговия вариант и този на Ротбард и Салерно е изключването на спестовните депозити от изчисленията. Това е доста голяма разлика, защото става дума за сериозна по обем и икономическо влияние парична категория. В настоящата статия се разглежда само моделът на Ротбард и Салерно, защото той е най-пълен и коректен в определянето на паричното предлагане. Салерно внася някои важни уточнения и начини на изчисляване, с което става възможно относително лесното събиране на данните, нужни за структуриране на True Money Supply.

Голямото предизвикателство пред подобен измерител е интегрирането на австрийската теория за парите в сегашната парична система, базирана изцяло на необезпечени пари. Изхождайки от концепцията на Мизес за паричното предлагане като сбор от стандартните пари и паричните заместители (Mises, Human Action, 1949, p. 548) в настоящата статия се търси възможно най-

коректният вариант за калкулиране на паричното предлагане. Важно е да се уточни, че в една система с необезпечени пари не е възможно предлагането на перфектен модел. Това е невъзможно, просто защото днешните пари не са създадени на пазарен принцип, те са напълно необезпечени и изцяло под монопола на централните банки и правителствата.

- Налични пари, извън ПФИ
- Депозити при поискване
- Други безсрочни разплащателни сметки
- Спестовни депозити, включително депозитните сметки на паричния пазар (MMDA)
- Държавни депозити при поискване и спестовни депозити в търговските банки
- Държавни депозитни сметки във Федералния резерв
- Депозитите при поискване и спестовните депозити на чуждестранни банки и чуждестранни ОИ в търговските банки

*Фигура 1. Състав на паричния агрегат True Money Supply*

Както се вижда от фигура 1 в австрийския паричен агрегат True Money Supply влизат наличните пари, извън ПФИ; депозитите при поискване; Други безсрочни разплащателни сметки; спестовните депозити, включително депозитните сметки на паричния пазар (MMDA); държавни депозити при поискване и спестовни депозити в търговските банки; държавни депозитни сметки във Федералния резерв; депозитите при поискване и спестовните депозити на чуждестранни банки и чуждестранни официални институции в търговските банки.

Основата на True Money Supply са наличните пари извън ПФИ и безсрочните разплащателни сметки. Последните се делят на стандартни сметки, по които не се изплащат лихви и други безсрочни разплащателни сметки, които носят лихвен доход. Основните парични инструменти от този раздел са NOW и ATS сметките. Спестовните депозити са ликвидни средства, които след месец май 2020 г. вече се считат за транзакционни сметки и влизат в състава на паричния агрегат M1.

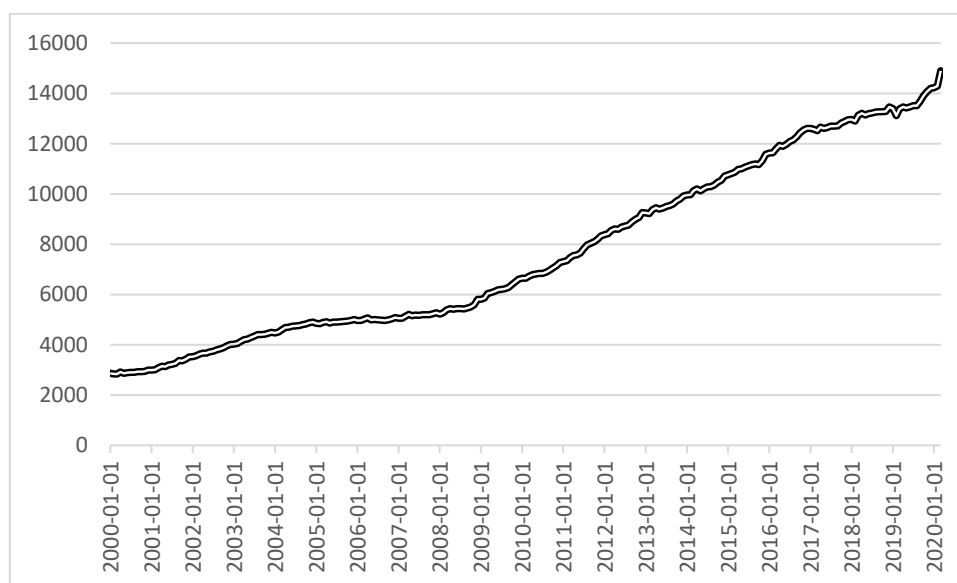
Преди това, спестовните депозити се поставяха извън категорията на транзакционните сметки, защото някои (но не всички) видове тегления и прехвърляне на средства бяха ограничени до шест транзакции за регламентиран период. През декември 2020 г. Федералният резерв обяви, че в съответствие с промените в Regulation D, анонсирана през април 2020 г., този лимит ще бъде премахнат за постоянно от 23 февруари 2021 г. Така спестовните сметки сега се

комбинират с други безсрочни разплащателни сметки в нова категория от M1 - „Други ликвидни депозити.“ (Salerno, 2018)

Дори и преди тази техническа промяна Ротбард и Салерно „застъпват тезата, че спестовни депозити са „транзакционни сметки“, тоест с незабавна конвертируемост в долари, защото представляват взаимозаменяеми сметки при поискване за парични средства или за депозити при поискване. Дори съгласно неревизирания Regulation D, ограничението за тегления и преводи не се прилага за всички транзакции. Тегленията, направени на каса, а по-късно и през банкомати винаги са били неограничени. Освен това някои банки свързват разплащателни и спестовни сметки и позволяват преводи между двете сметки с директна дебитна операция или дебитна карта.“ (Salerno, 2018). На този фон официалното включване на спестовните депозити в M1 показва една позитивна промяна от страна на Федералния резерв.

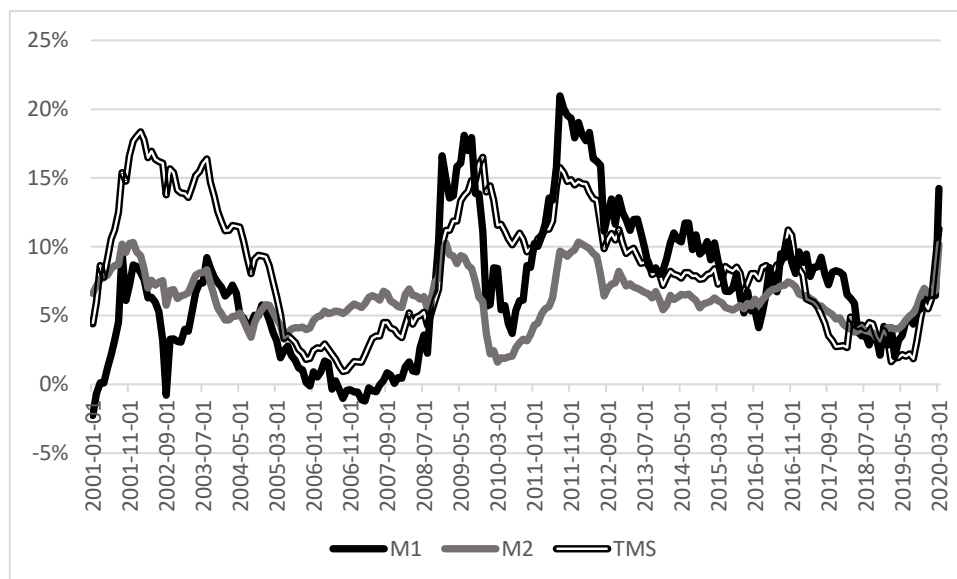
#### 4. Сравнителен анализ между класическите парични агрегати и истинското парично предлагане

В продължение на разгледаните парични компоненти в САЩ и процеса по валидиране на това кои от тях покриват изискванията за парични заместители, ще се изведат количествените характеристики на паричния агрегат, отразяващ действителното парично предлагане. Това ще е основата и за сравнителен анализ между него и официалните парични агрегати, оповестявани от Федералния резерв на САЩ.



Фигура 2. Динамика на агрегата True Money Supply за периода 2000-2020 г. в млрд. USD (Board of Government of the Federal Reserve System, 2020), (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2020) и (Mises Institute, 2020)

На фигура 2 може да се разгледат абсолютните стойности на паричния агрегат TMS за периода 01.01.2000-01.01.2020 г. Прави впечатление, че измерителят отчита почти consistently увеличение. За посочения период ръстът в разглежданите стойности възлиза на 420%. Тоест само за 20 години имаме повишаване на паричното предлагане в САЩ с над четири пъти. Сам по себе си, а и от гледна точка на икономическата теория това е доста притеснителен факт.

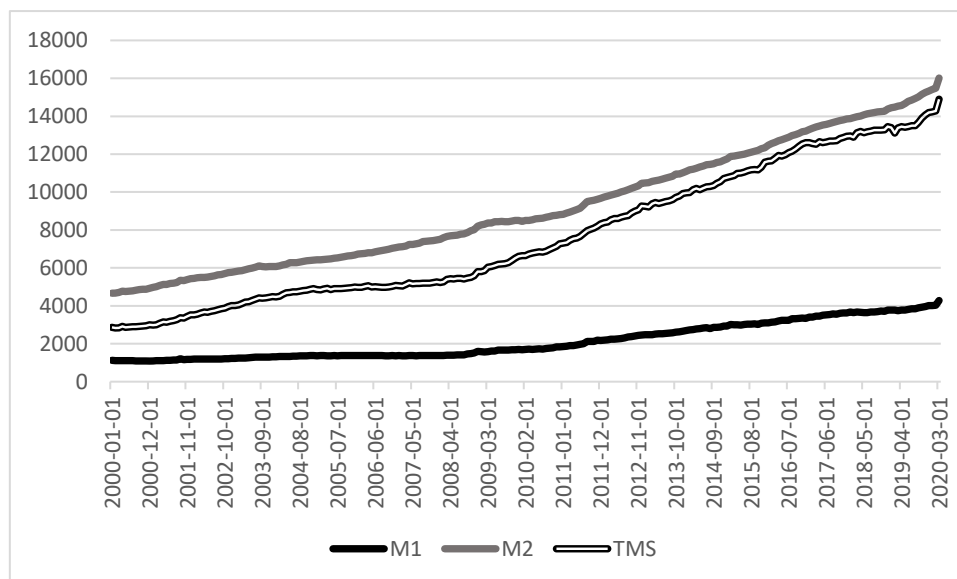


Фигура 3. Процентно изменение на паричните агрегати M1, M2 и TMS за периода 2001-2020 г. (Board of Government of the Federal Reserve System, 2020), (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2020) и (Mises Institute, 2020)

Малко по-слаби изменения се наблюдават и при конвенционалните парични измерители M1 и M2, които през последните две десетилетия отчитат растеж в сравнение с TMS от съответно 281% и 243%. За сравнение ръстът на номиналния брутен вътрешен продукт на САЩ, без сезонни корекции, за същия период, е само 121%. Това означава, че TMS се е повишил с почти 3,5 пъти повече от темпа на създаването на крайни стоки и услуги в американската икономика.

При сравненията между трите измерителя, представени на фигура 3 на база годишните процентни изменения се виждат сходни тенденции в последните десетилетия. При M1 се забелязват по-сериозни амплитуди в промените. Динамиката се движи в много широкия диапазон от -2,26 до +20,97%. Тъй като агрегатът M1 има много по-различна структура, както и много по-малък мащаб по-коректният анализ предполага сравнения между паричните агрегати M2 и TMS. Това може да бъде видяно особено ясно във фигура 4.

Преди да се обърне внимание на влиянието на паричното предлагане върху бизнес цикъла е нужно отново да се подчертае, че процентните годишни изменения показват консистентно увеличаване на стойностите на паричните агрегати. Амплитудите, които виждаме на горната графика, не показват ръстове и спадове в индикаторите, а размерът на съответните повишения. В разглежданите две десетилетия през нито един месец не е отчетена отрицателна процентна промяна на годишна база. Абсолютните стойности на трите измерителя, показани във фигура 4, нагледно представят ясно изразената и агресивна експанзия в паричното предлагане за последните двадесет години.

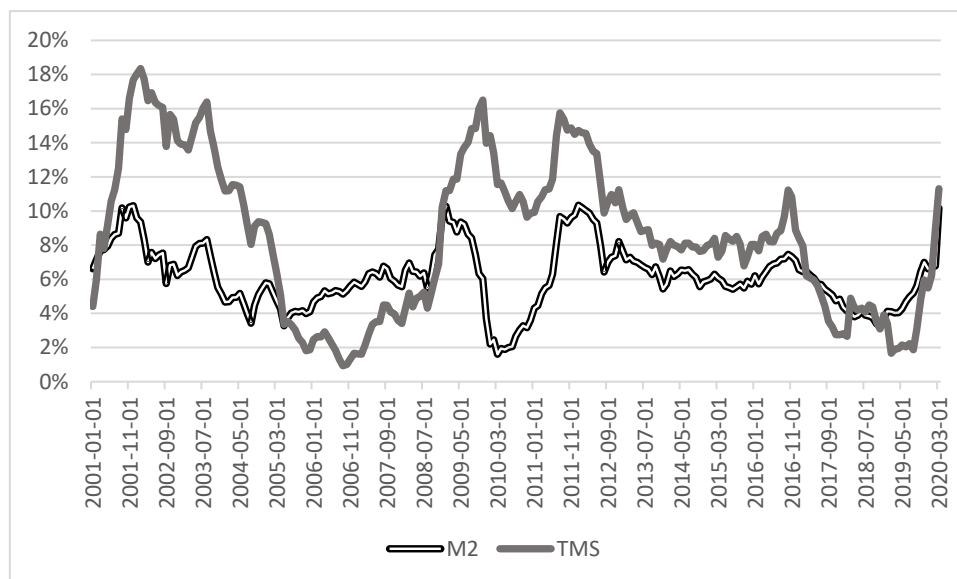


Фигура 4. Динамика на паричните агрегати M1, M2 и TMS в млрд. USD за периода 2000-2020 г. (Board of Government of the Federal Reserve System, 2020), (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2020) и (Mises Institute, 2020)

Много показателни за характера на паричната политика и динамиката на паричното предлагане в САЩ са разликите в годишните изменения на M2 и TMS в периодите след дот-ком балона от 2000г. и след световната финансова криза от 2008 г. Преодоляването на тези кризи се осъществи чрез мащабни интервенции от страна на Федералния резерв и държавната администрация. Пазарният елемент за устойчивото преодоляване на тези кризи беше силно ограничен и сведен до минимум. Това е така, защото пазарните решения за преодоляване на кризата носят краткосрочни икономически, социални и политически негативи.

В разглежданите следкризисни периоди паричният агрегат TMS се повишава със значително по-голям годишен темп от M2. Точно тези периоди са от изключителна важност за австрийската теория на бизнес цикъла. В годините след дадена криза се очаква процес по възстановяване на икономиката. В днешната система с необезпечени пари обаче този процес е съпроводен с кредитна експанзия, инфлация, проблеми пред бизнес калкулацията, създаване на нови балонизирани сектори на икономиката и тн.

В контекста на паричното предлагане и сравнението между агрегатите M2 и TMS, големите разлики в темпа на нарастване поражда казус доколко е коректен паричният, финансовият и икономическият анализи, върху които стъпват решенията за водене на паричната политика.



Фигура 5. Процентно изменение на паричните агрегати M2 и TMS за периода 2001-2020 г. (Board of Government of the Federal Reserve System, 2020), (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2020) и (Mises Institute, 2020)

Разглеждайки структурата и динамиката на паричното предлагане от ключова важност е да се обърне по-задълбочено внимание на някои основни аспекти от теорията за бизнес цикъла. В сегашната парична система, основана изцяло на необезпечени пари, огромно влияние върху макроикономическата конюнктура имат централните банки и правителствата. Безспорно най-желаният вариант от политическа гледна точка е парична система с възможно по-малко рестрикции над възможността за увеличаване на паричното предлагане. Още от началото на системата от Бретън Уудс става ясно, че политиците все отчетливо осъзнават силата на паричната политика и важността да имат контрол над нея. Синхронизираните действия на централните банки и правителствата много по-лесно и бързо могат да постигнат краткосрочни икономически позитиви, които да генерират последващи политически дивиденди. Експанзивната парична политика може да донесе подобрения при основните макроикономически индикатори в относително кратък времеви план. Ръстът на брутния вътрешен продукт и заетостта са ключови фактори за постигане на електорални позитиви. От друга гледна точка, чрез механизма на монетизиране на държавните дългове от страна на централната банка, правителствата съумяват да увеличат публичните разходи над събраните приходи, но без нуждата от вдигане на данъци и такси. Вместо политически непопулярното решение за повишаване на данъчната тежест, се формират бюджетни дефицити, които се финансират чрез държавни дългове.

Това са част и от аргументите на политици и икономисти, че паричната система с необезпечени пари е много по-ефективна от стоково обезпечената такава. При системата на дори частично златно покритие, подобни силно стимулиращи парични политики не са възможни, което може да се окаже проблем за по-бързото постигане на висок икономически растеж в номинално изражение. От гледна точка на инструментите за справяне с кризите повечето тези на съвременната икономическа наука са в полза на необезпечените пари. Аргументите са насочени към това, че при липса на стоково покритие централните банки ще имат възможност за безгранична ликвидна подкрепа към

банките и бизнеса по време на икономическа криза. По този начин тежките икономически последици могат да бъдат омокотени, с което да се намалят загубите за бизнеса и социалната цена върху гражданите.

Всъщност подобни аргументи не са коректни, защото както по отношение на икономическия растеж, така и по отношение на кризите ефектите от експанзионистичната парична политика са много по-различни. Използването на необезпечени пари и банкирането с частични резерви наистина генерират позитивни номинални изменения в основните макроикономически индикатори. В дългосрочен план обаче се създават трайни и дълбоки дисбаланси, които рано или късно прерастват в икономически и финансови кризи. По време на икономическа криза цялото обществено внимание се насочва към преодоляване на рецесията и бързото възстановяване на икономиката. Политици, централни банкери, икономисти фокусират своите усилия в изготвянето на най-различни, по структура и обхват, спасителни механизми. Това не е маловажно, но по-ключово е идентифицирането на причините, които са породили съответната криза. Без отговор на този въпрос ще е много трудно да се намери оптималното решение за устойчиво икономическо възстановяване.

### **Заклучение**

Динамиката на паричното предлагане има огромно влияние върху макро- и микроикономическите процеси. Именно поради тази причина политиката на централните банки се следи внимателно от пазарните участници, икономическите изследователи, бизнеса и правителствата. В последните десетилетия увеличаването на паричното предлагане е в пъти по-високо от стойността на произведените стоки и услуги. Това е предпоставка за много сериозни икономически дисбаланси, които ще имат сериозна социална цена в дългосрочен план.

Ефективното управление на паричното предлагане зависи от коректното определяне на паричните агрегати. Целта на настоящата статия е да покаже несъвършенствата на официалните парични агрегати на Федералния резерв и да се предложи вариант за по-коректен измерител на паричното предлагане. Представеният агрегат True Money Supply показва стандартните пари и паричните заместители през призмата на детайлно разработената парична теория от Австрийската икономическа школа.

Това дава възможност за ясно разграничаване на парите от паричните инструменти, които не могат да се приемат като универсално средство за размяна. Оттук централната банка може да изготвя корелационни анализи между паричното предлагане и основните макроикономически индикатори с много по-голяма достоверност. Тя се изразява в ясното отчитане дали паричното предлагане влияе или не върху БВП, инфлацията, заетостта. Ако липсва връзка между анализирания индикатори, то това е важна информация за централната банка, за да насочи вниманието си към други фактори.

Основният извод, който може да се направи от направените в статията анализи е, че се наблюдават съществени разминавания между темповете на нарастване на паричния агрегат M2 и на True Money Supply по време на икономическия подем след кризите от 2000 г. и 2008 г. Това ясно индикира един от важните проблеми как в периодите на икономически подем се създава рискът от прегряване на някои сектори, създаване на дисбаланси и финансови балони. Посоченото пък валидира тезата, че коректното изчисляване и управлението на



паричното предлагане е ключов фактор за провеждане на ефективна парична политика, която да осигурява стабилни цени и реален икономически растеж.

#### **Използвани източници**

1. Аврамов, Й. и Попов, Д. (2003). Теория и история на парите и кредита. Издателство Сиела.
2. Board of Government of the Federal Reserve System. (2020, March ). Board of Government of the Federal Reserve System. Retrieved from federalreserve.gov: <https://www.federalreserve.gov/>
3. Board of Governors of the Federal Reserve System. (24 August 2021 r.). Money Stock Measures - H.6 Release. Извлечено от federalreserve.gov: <https://www.federalreserve.gov/releases/h6/current/default.htm>
4. Cantillon, R. (1755). Essay on economic theory.
5. Federal Deposit Insurance Corporation . (17 9 2020 r.). Federal Deposit Insurance Corporation. Извлечено от Deposit Insurance: <https://www.fdic.gov/resources/deposit-insurance/>
6. Federal Reserve Bank of New York. (July 2008 r.). Извлечено от The Money Supply: [https://www.newyorkfed.org/outreach-and-education/speakers\\_bureau](https://www.newyorkfed.org/outreach-and-education/speakers_bureau)
7. Federal Reserve Bank of St. Louis . (2020, March). Federal Reserve Bank of St. Louis . Retrieved from stlouisfed.org: <https://www.stlouisfed.org/>
8. Federal Reserve Statistical release. (10 11 2005 r.). Money Stock Measures. Извлечено от Federal Reserve Statistical release: <https://www.federalreserve.gov/releases/h6/discm3.htm>
9. Joseph T. Salerno and Matthew Mcaffrey. (2016). The Rothbard Reader. Ludwig von Mises Institute.
10. Mises Institute. (2020, March ). Mises Institute. Retrieved from mises.org: <https://mises.org/>
11. Mises, L. v. (1912). Theory of Money and Credit. Duncker & Humblot.
12. Mises, L. v. (1949). Human Action. Yale University Press.
13. Rothbard, M. N. (1978). Austrian Definitions of the Supply of Money. New York: Polytechnic Institute.
14. Salerno, J. T. (2010). Money: Sound and Unsound. Ludwig von Mises Institute.
15. Salerno, J. T. (2018). The Fed's Money Supply Measures: The Good News and the Really, Really Bad News. Ludwig von Mises Institute.





