

Финансовата интермедиация и концепцията за ендегенност на парите

доц. д-р Венелина Г. Трифонова
УНСС, катедра „Икономика“

Резюме: Предмет на настоящото изследване са въпросите, свързани с финансовата интермедиация, която характеризира непрякото финансиране във финансовата система. Основната цел на анализа е взаимовръзката между финансовото посредничество и концепцията за ендегенността и екзогенността на парите в макроикономическата теория. Във връзка с това в статията е направен анализ на структурата, функциите и съвременните теории на финансовата интермедиация. Фокусът е поставен на концепциите за информационните асиметрии, транзакционните разходи и регулирането на банковата система. Ключово значение в анализа е отделено на дискусията за ендегенния и екзогенния характер на парите в паричната теория. Хипотезата за ендегенните пари, издигната от неокейнсианската или неортодоксалната теория постулира, че банковото заемополучаване е причина за банковото кредитиране, т.е., че депозитите създават кредитите в националната икономика. Във връзка с това водеща е ролята на банките като основни финансови посредници в процеса на правене на ендегенни пари (банкови пари). Поради това в статията е направен обстоен анализ на теоретико-методологичните основи и съвременните

виждания за концепцията за ендегенните пари и е анализирана ендегенността на запаса от тесни пари и запаса от широки пари (съвкупното парично предлагане) в икономиката.

Ключови думи: финансово посредничество, екзогенни пари, ендегенни пари, банки, финансови институции, асиметрична информация.

JEL: E0, E12, E51, E52, G10, G21.

1. Финансови посредници във финансовата система

Проблемите на финансовото посредничество заемат централно място в икономическите изследвания за съвременната глобализирана финансова система. Финансовите посредници са междинно звено между заемодатели и заемополучатели с финансиране на дейността чрез привличане на свободни парични средства от икономически агенти с излишни заемни фондове. Тяхната активност премахва неудобствата на прякото финансиране на първични ценни книжа, като ги трансформира в индиректни права, т.е. във вторични ценни книжа. Процесът на тази трансформация е известен в икономическата литература като финансово посредничество (интермедиация). Посредниците осигуряват косвени

каналите за трансформиране на парите от спестителите към длъжниците с интегриране на различни видове финансови институции – банки (кредитни институции), фондови борси, пенсионни фондове, застрахователни компании, инвестиционни фондове, емитенти на ценни книжа, Централната банка и национални регулативни органи. Тези фирми и институции осигуряват осъществяването на икономическите трансакции за провеждане на паричната политика и спомагат за ефективното трансформиране на спестяванията в инвестиции.

Ролята на финансовите посредници във финансовата система се изразява в това да:

- 1) Посредничат между заемодатели и заемополучатели за осъществяване на кръговото движение на заемните фондове.
- 2) Извършват техническата организация по трансфера на пари от единиците с излишък към тези с недостиг, като ускоряват движението на капитала поради съкращаване срока за насочване на парите.
- 3) Осигуряват кредити за финансиране на потребителските и инвестиционните разходи.
- 4) Изравняват цените на финансовите активи на основа на акумулирането на заемни фондове, като се постигат по-ниски средни стойности чрез привличане на голям брой евтини ресурси в дребни деноминации.
- 5) Постигат по-голяма икономичност и гъвкавост при ресурсното натрупване или мащабни икономии.
- 6) Предлагат възможности за покриване и диверсифициране на риска от непогасяване на заемите.

Според Даймънд и Дибвиг (1983 г.) финансовите посредници са осигурители на ликвидност и диверсификация на риска¹. Това на практика изразява предимствата на непрякото финансиране в системата. Смята се, че **„колкото по-развита е финансовата система и по-развит по хоризонтала и вертикала е всеки от финансовите посредници, толкова е по-голяма при равни други условия е възможността за организиране и концентриране на спестяванията на населението, за увеличаване на кредитната база при относително поевтиняване и нарастваща достъпност на кредита, за увеличаване на капиталовото натрупване”**², за усъвършенстване на разпределението на ресурсите и ускоряване на иновациите и икономическия растеж.

Финансовите посредници биват три големи групи институции в зависимост от вида на операциите между единиците с излишък и с дефицит³. Първата група са депозитните институции, които акумулират необходимите им пари главно чрез предоставяне на депозитни услуги и инвестиране на привлечените средства чрез отпускане на различни кредити. Тук се включват търговски банки (универсални, специализирани), спестовни и заемни асоциации, взаимноспестовни банки и кредитни съюзи. Основна роля играят банките, които на основа на националното законодателство се дефинират различно. В България по закон **„банката е юридическо лице, което извършва публично привличане на влогове или други възстановими средства и предоставя кредити или друго финансиране за своя сметка и на**

¹ Diamond, D. and P. Dybvig, Bank Runs, Liquidity, and Deposit Insurance, Journal of Political Economy, Vol. 91, 1983, pp. 401-419.

² Статев, С., Финансово развитие и икономически растеж. Пътят на България 1991 – 2006, УИ „Стопанство“, С., 2009, с. 49.

³ Младенов, М., Пари. Банки. Кредит. Парична теория, парична политика, Валутни съвети, Второ изд., Изд. „PRINCEPS“, 1998, С., с. 36-39.

собствен риск"⁴. По силата на Закона за кредитните институции (ЗКИ) банките извършват множество услуги по парични преводи и плащания, издаване и администриране на платежни карти, пътнически чекове и кредитни писма, приемане на ценности на депозит, финансов лизинг, гаранционни сделки, парично брокерство и други. Основните функции на депозитните институции са: а) формиране и разпределение на средствата за разплащане; б) акумулиране на депозити от дребни спестители чрез пласиране на вторични ценни книжа – високоликвидни и в подходящи малки деноминации; в) отпускане на заеми; г) доверителни услуги за физически и юридически лица; д) финансиране на външната търговия; е) съхраняване на ценни книжа, благородни метали и други ценности; ж) услуги по финансовото планиране и консултиране на физически и юридически лица и други.

Втората група финансови посредници са договорните институции – животозастрахователни и имущественозастрахователни компании, и пенсионните фондове. Договорно-спестовните институции акумулират паричен капитал през определени периоди по предварителни договори с клиенти. Така се осигуряват плащания при настъпване на определени събития – предвиждани с висока степен на сигурност, и се определят изходящите бъдещи парични потоци. Плащанията на застрахователна компания зависят от броя и размера на реализираните застрахователни събития. При пенсионните фондове плащанията зависят от възрастовия статус на осигурените и средната продължителност на живота след навършване на пенсионна възраст. Използването на фондовете при договорно-спестовните институции е след настъпването на събитието, което създава

по-дълъг инвестиционен хоризонт и реализация на дългосрочни инвестиции. Пенсионните фондове и застрахователните компании инвестират в ценни книжа (главно дългосрочни) и в недвижима собственост.

Третата група са институциите като инвестиционни банки и фондове, доверителни фондове на банки и за инвестиции в недвижима собственост, фондове на паричния пазар и други. Те извършват операции с различни ценни книжа. Инвестиционните банки обикновено не поддържат депозити и не отпускат кредити, а основната им функция е продажба на нови корпоративни ценни книжа. Поемателите на емисиите се определят като добър пример за инвестиционни банки, но могат да се различават от тях по това, че през даден период могат да изкупуват цялото количество непродадени ценни книжа. Взаимните фондове например създават пул от привлечените от дребни спестители средства, закупили акции от фонда. Те инвестират събраните пари в акции, облигации и други активи. Съответните фондове са особено популярни в последните години, тъй като осигуряват на дребните инвеститори сравнително лесен и евтин достъп до капитал с редуциране на риска чрез поддържане на диверсифициран портфейл. Хеджинговите фондове пък формират съвкупност от средства, акумулирани от малък брой индивиди и институции (с големи финансови възможности), като влагат привлечените средства в разнообразни инструменти – основно финансови деривативи.

Към четвъртата група финансови посредници се отнасят финансови компании, валутни дилъри, популярни каси, финансови къщи. Различните от банките и кредитните институции

⁴ Чл. 2, ал. 1 на Закона за кредитните институции, обн. ДВ., бр. 59 от 21.07.2006 г., в сила от деня на влизане в сила на Договора за присъединяване на Република България към ЕС, изм. бр. 105 от 2009 г., бр. 52, 59 и 109 от 2007 г., бр. 69 от 2008 г., бр. 23, 24 и 44 от 2009 г.

туции организации придобиват участия, отпускат заеми, отдават на финансов лизинг, търгуват за собствена сметка или за сметка на клиенти на паричния пазар. Например финансовите компании по подобие на банките използват спестяванията на домакинствата, за да предоставят кредити на фирми и на индивиди, но вместо да поддържат депозити, финансират кредитирането чрез продажба на търговски ценни книжа и облигации. Тези институции обикновено са специализирани в ипотечни кредити, кредити за автомобилната индустрия и други.

В практическо-организационно отношение са разпространени най-вече в икономиката на САЩ „федералните кредитни агенции“ като финансирани от правителството компании. Някои от тях осигуряват кредити директно на фермери, купувачи на жилища и други⁵. Например Федералната асоциация за национални ипотечи – „Фреди Маей“ (*Federal National Mortgage Association – FNMA or „Freddie Mae“*) е гарантирала или изкупувала частни кредити – основно ипотечни и студентски кредити. Компанията „Фреди Мак“ (*„Freddie Mac“*) е един от най-големите купувачи на жилищни ипотечи в САЩ.

Създаването на посочените ипотечни компании в единство с ниските лихви влияе върху последващите инвестиционни решения. Подобни действия обуславят в Европа натрупването на дисбаланси, като в крайна сметка се достига до имотния бум в Испания, Великобритания и някои източноевропейски държави, сред които и България⁶. През 2007 г. К. Винни дефинира обхвата на функциите, които финансовите посредници следва да изпълняват при непрякото финансиране⁷. По същество функциите (таблица 1)

изразяват предимствата за пазарните агенти, които предпочитат инвестирането в непреки финанси.

На практика през последните години финансовите институции срещат големи трудности по различни причини. Проблемите в банковия сектор са свързани с налагането на недостатъчно строги изисквания при отпускане на заеми, слабото управление на портфейлите от кредити и игнорирането на икономическата обстановка. Тъй като излагането на кредитен риск продължава да е водещ източник на проблеми за банките навсякъде по света, те трябва да идентифицират, измерват, наблюдават и контролират кредитния риск и осигурят адекватно количество капитал за компенсиране на загубите от рисковете. Централните банки, като основни регулатори на банковия сектор, трябва по-добре да разбират как рисковете, произтичащи от балансите на банките (в частност кредитният риск), могат да бъдат измерени, управлявани и регулирани при функционирането на финансовите институции. Паричните власти трябва да са в крак с тенденциите в регулирането на капиталовите изисквания за кредитен риск (разработвани и разпространявани от *Банката за международни разплащания*, гр. Базел), както и с вътрешните процедури и модели за управление на кредитния риск в банките.

С развитието на капиталовите пазари се наблюдава нов феномен, известен като „финансова дезинтермедияция“ – обратен процес на финансовото посредничество. Дезинтермедияцията е процес на изтегляне на заемни фондове от страна на финансовите посредници и отдаването им директно на заемополучателите, като се преминава от

⁵ Федерални агенции в САЩ административат социалноосигурителни програми.

⁶ Балцерович, Л., Кризата засегна целия свят, защото възникна в САЩ, в: „Дневник“, 30 юни 2009 г.

⁷ Vinney, C., McGrath's Financial Institutions, Instruments and Markets, McDraw-Hill Australia Pty Limited, 2007, p. 20.

косвено към пряко или полупряко финансиране⁸. Фр. Мишкин и С. Ейкинс установяват, че традиционното банкиране (финансовото

посредничество) през последните десетилетия е ограничено в САЩ, Великобритания, Япония и други страни. Нараснал е дялът на

Таблица 1. Функции на финансовите посредници при непрякото финансиране

Видове функции	Описание на функцията
1. Трансформация на активи	Финансовите посредници осигуряват широк набор от финансови продукти на клиенти. Доходността от малка сума пари би била толкова ниска, че инвестирането няма да си заслужава. Затова при непрякото финансиране посредниците акумулират депозити от вложителите, създават пул от тези средства и ги инвестират чрез предоставяне на кредити, банкови овърдрафти, кредитни карти, ипотечни и срочни кредити. Посредници трансформират характеристиките на фондовете, които протичат през тях.
2. Трансформация на падежи	Финансовите посредници съчетават падежите на активите, които поддържат, с падежите на емитираните пасиви. Те заемат средства краткосрочно (депозити например), а отпускат кредити с по-дълъг срок, като създават ликвидност. Трансформацията на падежите е свързана с различни предпочитания на спестителите за инвестиране на техните ресурси. Спестител може да предпочете да депозира парите си под форма на депозит в банка за кратък период и да ги изтегли при необходимост. Друг може вложи парите си на дългосрочен депозит. В този случай финансовите посредници управляват депозитите и предоставят заеми на клиентите.
3. Диверсификация на кредитния риск	Кредитният риск е възможността на банков дължник да не изпълни задължението по договора; произтича от различни финансови инструменти – акцепти, междубанкови сделки, сделки с чуждестранна валута, облигации, акции, фючърси, опции, суапове, гаранции и други. Като трансформира падежа или ликвидността на фондовете финансовият посредник трансформира и техния риск. Трансформацията му произтича от договорните споразумения между агентите. Посредници като банките имат по-висок кредитен рейтинг от отделните заемополучатели, при което финансирането позволява на инвеститорите да намалят кредитния си риск. Налице са множество техники на посредниците за редуциране на риска: получаване на информация за всеки потенциален заемополучател и избора на онзи с най-добри показатели – нетен доход, приходи, добра кредитна история и др. Банките често използват кредитен скоринг за определяне дали да кредитират даден индивид. Управлението на депозитите пък е предимство за трансформация на кредитния риск. Банките са с преимущество пред директното кредитиране за осигуряване на платежни услуги (чекови сметки, депозитни сметки) с данни за потенциалните заемополучатели ⁹ .
4. Трансформация на ликвидността	При непрякото финансиране финансовите посредници предлагат депозити с по-висока или по-ниска ликвидност съобразно предпочитанията на вложителите.
5. Икономии от мащаба	Финансирането чрез финансови посредници води до финансови и оперативни изгоди от организационния обем и обхват на дейността. Например разходите за комуникация се разпределят между всички транзакции, които посредникът осъществява.

⁸ Млагенов, М., цит. съч., с. 35.

⁹ Buckle, M. and J. L. Thompson, The UK Financial System, Manchester University Press, 3-rd ed., chapter 2, 1998.

финансирането чрез емисии на акции и облигации, които са се превърнали в много позначими капиталови източници. Причините за това са, както следва:¹⁰

а) Привлечените от публиката краткосрочни депозити (които са с ниски разходи за банките) не са съществен източник на фондове за кредитните институции.

б) Появата на нови алтернативни ликвидни инвестиции с по-висока доходност е довела до отлив на средства от банките¹¹.

в) Агенциите за кредитен рейтинг са с бурно развитие, събират и продават финансова информация на все по-голям брой компании.

Това улеснява фирмите с добър кредитен рейтинг да заемат ресурси директно от финансовите пазари чрез емитирането на ценни книжа.

Банките се опитват да реагират на тези фактори по различни начини, като по-главните от тях са следните:

а) Чрез навлизане в нови, по-рискови области на кредитиране – кредитиране на компании за недвижима собственост. Подобна е била практиката в Япония през 80-те години на миналия век, когато в резултат на дерегулирането на банковата система кредитните институции са предприели кредитна експанзия, основно в сектора на недвижимите имоти. С колапса на цените на недвижимата собственост в началото на 90-те години обаче повечето японски банки са се оказали с голям обем лоши кредити, което в първата декада на XXI век е довело до множество банкови фалити.

Аналогична е ситуацията в САЩ през последните две години, като от второто полугодие на 2007 г. финансовата система отива към провал, а богатият свят – към тежка рецесия. Кризата се разпростира през Атлантика към Европа и от финансовите пазари към реалната икономика. Правителствата се стараят да се справят с провалите, като се борят за контрол не само поради бързината на негативното финансово заразяване, но и защото властите с провежданата от тях политика не успяват да обхванат размаха и дълбочината на кризата. Отбелязва се, че **„несъответстващото институционално поведение на възникващите пазарни ситуации води до криза”**¹².

На 25 септември 2008 г. германският финансов министър обявява, че **„източник... и фокус на кризата”**¹³ са САЩ, преди да бъде обявен краят на тяхната роля като финансова суперсила. За броени дни фокусът се променя и съответният финансов министър е принуден да уреди предоставянето на заем за €35 млрд. от банките и правителството за спасяването на втората по големина банка, кредитирала сектора на недвижимите имоти в САЩ – банката „Хипо Риал Естейт” („Hypo Real Estate”).

б) Предприемане на нови задбалансови дейности (ангажименти). Това са нетрадиционни банкови дейности с доход под формата на комисиона, а не на лихви. Аналогична е дейността с деривативни финансови инструменти, при което банките действат като дилъри на извънборсовите пазари за деривативи. Пример за това е случаят на *Barings Bank*, която фалира през 1995 г. по-

¹⁰ Mishkin, F. S. and S. G. Eakins, *Financial Markets and Institutions*, 2nd ed., Addison-Wesley, 1998.

¹¹ Например след появата на фондовите на паричния пазар в САЩ в началото на 80-те години на миналия век тези институции са се развили значително, като са привлекли голяма част от депозираните средства преди това в банките.

¹² Каменов, К., Институционална и поведенческа основа на кризата и фалита, сп. „Икономическа мисъл”, кн. 4, 2009.

¹³ „World on the edge”, *The Economist*, October 4th, 2008.

ради загуби от търговията с деривативи на нейния „брокер измамник“ Ник Лийсън. В съвременните условия пък се развихри специфичен икономически вандализъм, при който подемът на породения от глобализацията растеж на основата на свободната търговия с ниски цени за потребителите е заплашен от глобалната рецесия **„да прекрати Всичко това, след като държава след държава са изкушени да субсидират и протекционират“**¹⁴.

2. Теории за финансовото посредничество

В теорията е съществен анализът по модела на К. Ароу-Дебрю, който лежи в основата на парадигмата за съвършените пазари. На практика обаче пазарите не са съвършени, поради което възникват финансовите посредници със задачата да свържат заемодателите и заемополучателите за създаването на финансови инструменти, които да задоволят техните нужди. Основните доктрини в теорията за финансовото посредничество са обект на засилен интерес в икономическата теория. Открояват се изследванията на Ф. Алън, Ван Дам, Д. Роше и Х. Фрейхас, Ф. Алън и Д. Гейл, Гортън и Уинтън, Шолтънс и Венсвийн и други¹⁵. Техните идеи са свързани преди всичко с теорията за несъвършената или асиметричната информация, подходът за транзакционните разходи и теорията за регулирането.

2.1. Проблемът на асиметричната информация

Първият и най-често използван аргумент за финансовата интермедиация е този за *асиметричната информация*. Тя може да има предварителен (*ex ante*) характер с генериране на неблагоприятен избор; може да бъде временна с пораждаване на морален риск (хазарт) или да бъде с последващ характер (*ex post*) с резултат в одигитирането и засилените разходи за проверка и отчетност.

Неблагоприятният избор (*adverse selection*) възниква преди извършването на дадена транзакция, защото потенциалните заемополучатели с висок кредитен риск са най-активно търсещите заемни средства: **„Любители на риска или направо мошеници... е възможно най-силно да се стремят да вземат кредит, тъй като знаят, че вероятността да го върнат е малка. Понеже неблагоприятният избор увеличава вероятността да бъде отпуснат кредит на заемополучател с висок кредитен риск, кредиторите могат да решат изобщо да не отпуснат кредити, въпреки че на пазара има и заематели с нисък кредитен риск“**¹⁶. Проблемът за реализацията на неблагоприятния избор се предпоставя от непълната финансова и оперативна информация, с която разполага заемодателят във връзка с кредитоспособността на заемополучателя.

¹⁴ Economic vandalism, The Economist, September 19, 2009.

¹⁵ Allen, F., The market for information and the origin of financial intermediation, Journal of Financial Intermediation, Vol. 1, 1991, pp. 3-30.; Van Damme, E., Banking, a survey of recent micro economic theory, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 10 (4), 1994, pp. 14-33; Freixas, X., and J. C. Rochet, Microeconomics of Banking, Cambridge, Mass. and London: MIT, 1997; Allen, F., and D. Gale, Comparing Financial Systems, Cambridge, Mass. and London: MIT Press, 2000; Gorton, G. and A. Winton, Financial Intermediation, NBER Working Paper 8928, Cambridge, MA, 2002; Scholtens, B. and D. van Wensveen, The theory of financial intermediation: an essay on what it does (not) explain, SUERF – The European Money and Finance Forum, Vienna, 2003; Bhattacharya, S. and A. V. Thakor, Contemporary banking theory, Journal of Financial Intermediation, Vol. 3, 1993, pp. 2-50.

¹⁶ Мишкин, Ф., Теория на парите, банковото дело и финансовите пазари, Изд. „Отворено общество“, С., 1995, с. 157.

Моралният риск (*moral hazard*) е проблем на асиметричната информация на финансовите пазари; появява се след сключването на транзакция или когато една от страните в транзакцията има стимули и възможности да прехвърли транзакционните разходи върху друга страна. Например инвеститорите са склонни да поемат излишен риск, когато очакват правителствена компенсация при загуба. С получения заем заемополучателят би могъл да се включи в рискови операции, където потенциалната висока възвръщаемост корелира с висок риск от загуба на платежоспособност. Наличието на морален риск във финансовите операции обуславя нежелани действия на заемополучателя от гледна точка на заемотателя. Това намалява вероятността и желанието за предоставянето на заемни ресурси и финансиране на дейността на стопанските агенти.

Екстремален случай на поемане на морален риск има, когато компании с отрицателно нетно богатство инвестират в силно рискови направления с висока потенциална възвръщаемост. Възникналият при дяловите финансови инструменти морален риск е известен още като проблема „принципал – агент“¹⁷. В този случай мениджърите или агентите на емитентите на такива инструменти имат по-малък интерес да максимизират печалбата, отколкото акционерите (принципалите). Решенията на проблема „принципал – агент“ изискват завишен контрол на финансовите пазари и държавно регулиране за увеличаване на информацията и стимулиране на финансовото посредничество. Този случай на морален риск на финансовите пазари е резултат от процесите на отделяне на капитала соб-

ственост от капитала функция, характерен за акционерната форма на корпоративния капитал.

Специфична характеристика на неблагоприятния избор и негативната му роля за функциониране на пазарите е „*лимоненият проблем*“, аналогичен на този на пазара за покупко-продажба на стари коли¹⁸. На финансовите пазари всеки потенциален инвеститор е готов да заплати цена за дадена ценна книга, която отразява качеството на нейния емитент, т.е. цената, която гравитира между тази на най-добрата в платежоспособно отношение и най-неплатежоспособната фирма. Потенциалният инвеститор няма да се интересува от ценните книжа на неплатежоспособните компании, което ще елиминира инвеститорския му интерес и ще ограничи възможностите за набиране на капитал. Следователно, **„ако купувачите на ценни книжа могат да различат добри от лоши фирми, те ще платят пълната стойност на ценните книжа, емитирани от добри фирми, и ще продават ценните книжа на пазара... който ще придвижва средства към добрите фирми с опции за най-продуктивни инвестиции“**¹⁹. Асиметричната информация на финансовите пазари предполага появата и на специфичния „*стаген ефект*“. Той възниква, когато инвеститорите следват поведението на лидера, когото смятат за най-добре информиран. Ползите за съответните инвеститори се увеличават пропорционално на броя на всички икономически агенти, които са възприели техните пазарни стратегии.

Проблемът с информационната асиметрия е потенциал за генериране на пазарни прова-

¹⁷ Jensen, M. C. and W.H. Meckling, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics, Vol. 3, 1976, pp. 305-360.

¹⁸ Akerlof, G. A., The market for „lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism, Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, 1970, pp. 488-500.

¹⁹ Мишкин, Ф., цит.съч., с. 158.

ли, т.е. отклонения от неокласическия модел (на Ароу-Дебрю) с пораждаване на специфични форми на транзакционните разходи. Финансовите посредници преминават на последваща (*ex post*) верификация и контрол²⁰. Централните въпроси относно взаимовръзката „банка – заемополучател“ се отнасят до банковите фалити, причините за тяхното възникване, начините за предотвратяването им и обусловените от тях икономически последици²¹. Друг въпрос, свързан с посочената взаимовръзка, е конкуренцията между банките за депозитите във връзка с тяхната кредитна политика и рентабилност²².

2.2. Транзакционните разходи като предпоставка на финансово посредничество

Вторият подход във връзка с аргументите за финансовата интермедиация се отнася до транзакционните разходи. Разработен е от Дж. Бенстън и К. Смит²³, Ю. Фама²⁴ и други автори. За разлика от първата концепция, свързана с асиметрията на информацията, подходът не противоречи на идеята за съвършените пазари и се основава на различията в технологиите за извършване на транзакциите. В случая финансовите посредници действат като обединения на индивидуални кредитори и заемодатели, които експлоа-

тират икономии от мащаба на транзакционната технология. Под термина „транзакционни разходи“ се разбират не само разходите за самата парична транзакция, но и тези по намирането на контрагент²⁵ и за наблюдение, отчетност и контрол²⁶. Финансовите посредници могат значително да намалят транзакционните разходи, тъй като имат натрупан опит, а големият обхват на тяхната дейност им позволява да извлекат икономии от мащаба. Така те трансформират конкретни финансови вземания в друг вид вземания, т.е. извършват трансформация на активите. Както беше посочено, посредниците предлагат ликвидност и възможности за диверсификация. Осигуряването на ликвидност е от особено значение за корпоративните клиенти, а диверсификацията се оценява като значима най-вече в персонално и институционално финансиране. Според Б. Холстръм и Ж. Тирол ликвидността играе ключова роля в теорията за ценообразуването на активите, а оттук и за характеристиките на банковите кредити, които трябва да повишават ефективната връзка между кредитори и заемополучатели²⁷. Финансовите посредници наблюдават и оценяват инвеститорите (техните заемополучатели) от името на спестителите. Това е тяхна основна функция, която оправдава транзакционните разходи, които те

²⁰ Gale, D. and M. Hellwig, Incentive-compatible debt contracts: The one-period problem, *Review of Economic Studies*, Vol. 52, 1985, pp. 647-663.

²¹ Kindleberger, C. P., *A Financial History of Western Europe*, 2nd ed., New York and Oxford: Oxford University Press, 1993.; Bernanke, B. S. Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression, *American Economic Review*, Vol. 73, 1983, pp. 257-276; Diamond, D. and P. Dybvig, Bank Runs, Liquidity, and Deposit Insurance, *Journal of Political Economy*, Vol. 91, 1983, pp. 401-419.

²² Boot, A. W. A., Relationship banking: What do we know?, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 9, 2000, pp. 7-25; Diamond, D. W., and R. G. Rajan, Liquidity risk, liquidity creation, and financial fragility: A theory of banking, *Journal of Political Economy*, Vol. 109, 2001, pp. 287-327.

²³ Benston, G. J. and C. W. Smith Jr., A transactions cost approach to the theory of financial intermediation, *Journal of Finance*, Vol. 31, 1976, pp. 215-231.

²⁴ Fama, E. F., Banking in the theory of finance, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 10, 1980, pp. 10-19.

²⁵ Tobin, J., Commercial banks as creators of „money“, in: *Readings in Money, National Income, and Stabilization Policy*, Smith, W. L. and R. L. Teigen (eds.), Homewood, Ill.: Richard D. Irwin, 1963; Fischer, S., A framework for monetary and banking analysis, *Economic Journal*, Vol. 93, 1983, pp. 1-16.

²⁶ Fisher, S., *op.cit.*

²⁷ Holmstrom, B. and J. Tirole, Private and public supply of liquidity, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, 1998, pp. 1-40.

налагат върху контрагентите. Причината за подхода на транзакционните разходи за разлика от този за информационната асиметрия е съществуването на финансовите посредници, като транзакционните разходи са екзогенна променлива.

2.3. Теория за регулирането

Този подход е свързан с регулирането на отрасъла за паричното формиране, спестяването и финансирането на икономиката. Той се поддържа от икономистите Ю. Фама, Дж. Гутентаг и Р. Линдзи, Р. Мъртън²⁸, според които регулирането влияе върху ликвидността и платежоспособността на финансовите институции. Установено е, че банковият капитал въздейства върху сигурността на институцията, нейната способност за рефинансиране и събиране на вземанията по предоставени кредити от длъжниците или нейното желание да ги ликвидира. Мнозина автори са на мнение, че регулирането е напълно екзогенно за финансовата активност. Въпреки това обаче извършваните от банките дейности по своята природа „изискват регулиране“²⁹. Причината е, че банките в частност поради характера на осъществяваните операции и услуги и начините, по които правят това, са с вътрешно присъща неплатежоспособност и неликвидност. Изтъква се, че конкретизация на процеса е гарантирането на депозитите³⁰. Освен това парите и тяхната стойност са основната „суровина“ в сферата на финансовите услуги, а те в голяма степен са дефинирани и детерминирани от състоянието на нацио-

налното стопанство и неговите регулативни органи. Редица изследователи определят сигурността и стабилността на финансовата система паралелно с провеждането на стопанската и финансовата политика като основните причини за регулирането на финансовата активност³¹. Регулирането на финансовите посредници, особено на банките, обаче е скъпо, тъй като е свързано с големи разходи (например за администриране, наемане на одитори и други). Регулативните органи могат да наложат санкции на финансовите посредници под надзор във връзка с факта, че за тях става по-трудно навлизането на и излизането им от пазара. Следователно за гарантирането на устойчиво финансово посредничество трябва да се прилага практиката ефективно регулиране.

3. Концепцията за ендогенните пари и финансовото посредничество

3.1. Екзогенни и ендогенни пари

Ново направление в съвременната икономическа теория са постановките за екзогенните и ендогенните пари. Традиционните са характерни за процеса на паричното предлагане и определянето на необходимата за нормалното функциониране на националната икономика парична маса.

Понятието *екзогенни пари* се свързва с парите, възникващи под въздействието на външни фактори. Това са парите, които

²⁸ Fama, E. F., op.cit., pp. 10-19; Guttentag, J. M. and R. Lindsay, The uniqueness of commercial banks, Journal of Political Economy, Vol. 71, 1968, pp. 991-1014; Merton, R. C., Financial innovation and the management and regulation of financial institutions, Journal of Banking and Finance, Vol. 19, 1995, pp. 461-481.

²⁹ Scholtens, B. and D. van Wensveen, op.cit., p. 17.

³⁰ Merton, R. C. and Z. Bodie, Deposit insurance reform: a functional approach, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 38, 1993, pp. 1-34.

³¹ Kareken, J. H., Federal bank regulatory policy: A description and some observations, Journal of Business, Vol. 51, 1986, pp. 3-48; Goodhart, C. A. E., Why do banks need a central bank?, Oxford Economic Papers, Vol. 39, 1987, pp. 75-89.

произтичат от чужбина и се формират от банковата система в дадена държава. Тяхна обичайна форма са лихвоносните кредити, които не са непременно обвързани с производствения капацитет на стопанството и с потребностите на обществото. Екзогенните промени в предлагането на банкови пари са причината за въздействие върху ценовото равнище и икономическата активност. Конвенционалната теория за паричното търсене третира предлагането на пари като екзогенно детерминирано. Първите привърженици на идеята за екзогенните пари са представителите на *Валутната школа*, които третираха парите като причина за инфлацията. През последните десетилетия на предходния век в монетарната теория се аргументират две базисни постановки: първо, количеството на парите или паричното предлагане е екзогенно и следователно води до инфлационни процеси; второ, чрез контрола върху паричното предлагане се осъществява контрол и над инфлационните темпове в икономиката.

Ендогенните пари от своя страна са тези, които произтичат от самите себе си, т.е. създаването на пари се генерира и детерминира от икономическата система, а не под влияние на външни фактори. Ендогенните пари не носят лихва и винаги са обвързани с производствения капацитет на икономиката. Те са следствие на икономическата активност, а не нейна причина. Колебанията в паричното предлагане са ендогенен ефект от промените в икономическата активност. Ендогенните пари (ендогенното парично предлагане) се емитират от Централната банка, но се административират от банковата система. Паричният запас в икономиката е ендогенен, като е обусловен от

търсенето на банкови кредити, които пак са причинно обвързани с други икономически променливи с влияние върху производството. Така ендогенните пари предполагат наличието на връзка между паричната маса и темповете на икономическата активност, като растежът е основан на търсенето.

П. Дейвидсън отбелязва, че въпросът за паричното предлагане като „причина“ или „следствие“ (ефект) тясно се преплита с понятията „екзогенно“ и „ендогенно“³². Аналогична е констатацията на В. Верненго, според който основната разлика между ортодоксалните възгледи и хетеродоксалните концепции е в причинно-следствените връзки, като в първите те протичат от парите към икономическата активност, а във вторите динамиката им е обратна – от икономическата активност към паричните средства.

Концепцията за ендогенността на парите, която отрича тяхната неутралност и ги приема като фундаментално творение на съвременната икономика, е крайъгълният камък в неокейнсианската икономическа теория. Предшественици на тази концепция са К. Вуксел (1936), Дж. Шумпетер (1934), Дж. М. Кейнс (1973), Дж. Робинсън (1956, 1970) и Н. Калдор (1970, 1982). Съвременните макроикономисти, като Дж. Смитин, Ш. Дау и А. Дау, П. Дейлиъл, Р. Полен, М. Мусела и К. Панино, Л. Ришон и В. Верненго, доразвиват хипотезата за „ендогенните пари“. Един от безспорните лидери в разработваната теза за ендогенността на парите е Б. Муур, който дефинира, че **„може би най-лесният начин, за да се разбере значението на паричната ендогенност, е, като се фокусираме върху поведението на банковата система и съз-**

³² Davidson, P., Exogenous versus endogenous money: the conceptual foundation, in Complexity, Endogenous Money and Macroeconomic Theory. Essays in Honour of Basil J. Moor, Setterfield, M. ed., Chapter 7, Cheltenham, Northampton; Edward Elgar, 2006, p. 142.

даването на депозити... банките създават транзакционни депозити всеки път, когато отпускат кредити"³³. По същество банките са финансови посредници в усилията си да извличат печалба чрез кредитирането по цени, които са по-високи от цените, по които самите заемат финансови ресурси.

3.2. Банките като финансови посредници и тезата за ендегенност на парите

Неокейнсианският анализ за ендегенността на парите се фокусира върху значението на банковия кредит. Според Б. Муур „**банките преди всичко са най-важни в бизнеса за продажба на кредити**“³⁴. В тесен смисъл търговските банки участват в процеса на финансово посредничество посредством факта, че длъжниците – единиците с дефицит, заемат ресурси от спестителите – единиците с излишък³⁵. Банките по подобие на другите финансови посредници извличат печалба от спреда (лихвен) между активната и пасивната част на техния счетоводен баланс. В действителност Б. Муур е един от авторите на неокейнсианската парадигма за ендегенността на парите, който най-силно е повлиян от въпросите по банковата дейност. Според него банките могат да се третираат като фирми с два актива и два пасива. Двата банков пасива са депозитите на дребно и на едро, а двата банков актива – предоставените кредити на дребно и на едро³⁶. Следователно по принципа на двойственото

счетоводно записване общото банково кредитиране трябва да бъде идентично с общите банков депозити за всяко време, за всяка банка и за банковата система като цяло.

Според Ю. Фама възгледът за ролята на банките в макроикономиката се основава на функцията им на портфейлни мениджъри, съгласно която те купуват ценни книжа от индивиди и фирми (и кредитът е покупка на ценни книжа), които те предлагат като портфейли (депозити) на други индивиди и фирми³⁷. От тази гледна точка един от значимите компоненти на неокейнсианската доктрина е теорията за ликвидните предпочитания на Дж. М. Кейнс, по-специално за ликвидните предпочитания на финансовите институции³⁸. Някои автори аргументират, че по подобие на небанковата публика банките също са обект на ликвидни предпочитания при структурирането на техните портфейли³⁹. Тъй като оперират в икономическа система, която се отличава с несигурност и непредсказуемост, банките обикновено оценяват кредитоспособността на потенциалните си клиенти за заеми, преди да сключат с тях съответен договор. Тази практика се прилага от всички финансови институции за предотвратяване на фалити. Според представителите на неокейнсианската школа търговските банки не само че могат, но и практически начисляват различни лихвени проценти по новите кредити в зависимост от оценката на риска по откриването на кредитни линии.

³³ Moore, B. J., On the Endogeneity of Money Once More, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 11, No. 3, Spring 1989, p. 479.

³⁴ Moore, B. J., The Endogenous Money Supply, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 10, No. 3, Spring 1988, p. 373.

³⁵ Ball, R. J., Money and Assets, in *Inflation and the Theory of Money*, („Minerva Series of Students' Handbooks", 12), London: George Allen & Unwin, Chapter 8, 1964, p. 168.

³⁶ Moore, B. J., Wages, Bank Lending, and the Endogeneity of Credit Money, in *Money and Macro Policy*, („Recent Economic Thought"), Jarsulic, M. (ed.), Chapter 1, Boston: Kluwer-Nijhoff Publishing, 1985, p. 13.

³⁷ Fama, E. F., Banking in the Theory of Finance, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 6, No. 1, January, 1980, p. 44.

³⁸ Dow, S. C., Horizontalism: A Critique, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 20, No. 4, July, 1996, pp. 498-504; Dow, S. C., Endogenous Money, in A 'Second Edition' of *The General Theory*, Harcourt, G. C. and P. A. Riach (eds), Vol. 2, Chapter 28, London and New York: Routledge, 1997, pp. 70-76.

³⁹ Dow, A. C. and S. C. Dow, Endogenous Money Creation and Idle Balances, in *New Directions in Post-Keynesian Economics*, („New Directions in Modern Economics"), Pheby, J. (ed.), Chapter 7, Aldershot and Brookfield: Edward Elgar, 1989, p. 154.

Това, което качествено разграничава банките от останалите финансови посредници (например строителните дружества във Великобритания или спестовните и заемните фондове в САЩ), е констатацията, че единствено банките могат да „създават“ средства за плащания⁴⁰. Някои автори са на мнение, че и отделният икономически агент може да емитира документ за дълг спрямо друг агент, но тези дългови документи не могат да се превърнат в „кредит“ или „пари“, освен ако не бъдат приети като средство за разплащане⁴¹. „Паричността“ на един частен дълг е в зависимост от желанието на публиката да го приеме като платежно средство. С други думи, индивидите използват банковите пари, защото се съгласяват да изплатят своите финансови задължения чрез парите. В това на практика се изразява конвенционалният подход, който е възприет и осъществяван в изследванията на редица водещи икономисти⁴².

Този въпрос е свързан с разбирането за основната разлика между банките и другите финансови посредници. Представителите на неокейнсианската монетарна теория поста-

вят ударение върху факта, че фирмите изпитват нужда да финансират разходите си за покупка на производствени фактори чрез получаване на необходимите им кредити от банките. Възгледът лежи в основата на „теорията за циркулацията“ (*circuit theory*), която е създадена през 80-те и 90-те години на миналия век във Франция и Италия. Нейни представители са Б. Муур, М. Лавоа, Л. Рошон, А. Грациани, Р. Реалфонцо, Д. Кавалиери. На практика техните виждания изразяват еволюцията в подхода за ендегенността на парите, поради което съществуват няколко разновидности на теорията за циркулацията в специализираната литература⁴³.

Основните характеристики на теорията на циркулацията са, както следва: Приема се участието в икономиката на четири агента – Централната банка, търговските банки, фирмите и техните платени служители. Ролята на Централната банка е много малка, поради което на практика в модела функционират трима агента⁴⁴. Паричната динамика стартира с решението на банките да предоставят кредити на фирмите, като им дават възможност по този начин

⁴⁰ Tobin, J., *Commercial Banks as Creators of „Money“*, in *Essays in Economics* (Vol. I Macroeconomics), Chapter 16, Cambridge (Massachusetts): MIT Press, 1987, p. 275. [Reprinted from D. Carson (ed.) (1963), *Banking and Monetary Studies*, Homewood (Illinois): Richard D. Irwin, pp. 408-419].

⁴¹ Wray, L. R., *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*, Aldershot and Brookfield: Edward Elgar, 1995, p. 274.

⁴² Goodhart, C. A. E., *Money, Information and Uncertainty*, London and Basingstoke: Macmillan, second edition (first published 1975), p. 111.

⁴³ Крайният вариант на теорията е моделът на Б. Шмит за икономика, в която парите са дематериализирани, продуктите имат монетарен произход, а плащанията се извършват по безличен път. Парите се възприемат като средство за размяна и приемат форма на депозитни трансфери. Циркулацията на парите е с различна форма от потока на доходите. Паричните потоци се връщат незабавно към своя източник (банката) в същия момент, в който са създадени, тъй като всяко плащане включва както създаване, така и разрушаване на банков пари. Като средство на размяната парите първоначално нямат съдържание („празни“ са по съдържание), но го придобиват, когато се интегрират в реалната икономика. Моделът на Б. Шмит разглежда ситуация, в която всяка банка има два отдела. „Паричният отдел“ създава кредитни пари едновременно като пасив (задължение на банката) и актив (вземане на банката). Парите не преминават в този отдел. „Финансовият отдел“ изпълнява посредническа функция по прехвърляне на част от създадените пари в паричния отдел от кредиторите (домакинства, които спестяват и депозират) към заемополучателите (фирми, които се нуждаят от пари за реални инвестиции). В случая всяко спестяване има единствено формата на финансов актив и може да бъде посрещнато от съответна сума на кредитирането на финансовия пазар. (Cavaliere, D., *On some equilibrium and disequilibrium theories of endogenous money: a structural view*, Paper delivered for the Benevento Conference on Monetary Theory of Production, December 2003, p. 5.)

⁴⁴ Graziani, A., *The Monetary Theory of Production*, Cambridge: Cambridge University Press, 2003, p. 27.

да реализират производствена дейност. Създават се кредитни пари и дълг на фирмите към банките. Кредитът се отпуска по сметка (депозит) на фирмата клиент в банката, което отразява пряката зависимост, че „кредитите създават депозити“ в концепцията за ендегенните пари⁴⁵. Предоставянето на заеми поражда задължението да се плаща лихва на кредитора, а създаването на депозита – задължението на банката да плати лихва на вложителя (като лихвеният процент по кредита е традиционно по-висок от този по депозита).

Търсената сума на кредита от фирмите (и предлагана от банките) се равнява на сумата на разходите, които фирмите правят за заплащане заплатите на техните служители. Интерпретацията на тази операция при вземане предвид на двустранната структура на баланса на банките е показана в таблица 2. Кредитните потоци (активи на банките) се появяват като депозити в пасивната страна на техния баланс, когато фирмите използват получените заеми, за да заплатят използваните фактори за производство⁴⁶. Това определя каузалната връзка от кредитите към депозитите, а оттук и базисната функция на банковата система – да създава нови парични единици, които правят възможно производството (и в по-малка степен потреблението)⁴⁷.

Впоследствие произведените блага са обект на продажба, като потребителските стоки се закупуват от персонала, а инвестиционните стоки – от фирми предприемачи. Разходите на персонала за потребителски стоки (и покупки на корпоративни облигации) връщат финансови средства във фирмите, които на свой ред ги използват за погасяване на своите дългове към банките. С погасяването на дълговете се затваря кръгът (циркулацията приключва), но това се случва единствено, когато персоналът изразходва целия си доход за потребление (и придобиване на корпоративни облигации). Според К. Каменов потреблението като израз на реализирани потребности се свързва с обема на паричната маса. Стремжът към по-голямо потребление спрямо наличните пари поражда проблемите, при които най-често се прибъгва към кредитирането, като: **„Логиката на пазара се измества от фокусирането върху производството на блага към придобиването на пари като всеобщ еквивалент на потреблението“**⁴⁸. Нарушаването на изискването за пазарното поведение предпоставя рецесията в единство с алчността на пазарните агенти за печалба чрез поемането на излишни рискове. Възможно е обаче работниците и служителите да заделят част от дохода си под формата на спестявания⁴⁹. В този случай те ще притежават

Таблица 2. Синтезиран баланс на търговска банка

Баланс на търговска банка	
Актив	Пасив
Фирми – отпуснати кредити от банките на стопанските единици	Персонал – депозити на клиенти – служители на фирмите

⁴⁵ Keen, S., The Circuit Theory of Endogenous Money, University of Western Sydney, 2007, p. 8.
⁴⁶ Lavoie, M., The Endogenous Flow of Credit and the Post Keynesian Theory of Money, Journal of Economic Issues, Vol. 18, No. 3, September 1984, p. 774.
⁴⁷ Пак там, с. 775.
⁴⁸ Каменов, К., цит. съч., 2009.
⁴⁹ Това на свой ред поражда дилема дали фирмите ще успеят да погасят своите задължения към банките.

финансов капитал за по-късно използване във Времето⁵⁰.

Следващият цикъл изисква нови парични ресурси, поради което паричното предлагане трябва да се увеличи, за да финансира обема на производството (приет за константен в сравнение с този в предходния случай). Новото количество пари в този втори цикъл е равно на направените от стопанските единици разходи и новите ликвидни баланси, оставени настрана като спестявания от работниците в края на предходния цикъл⁵¹. По този начин в модела парите първоначално се разглеждат под формата на поток, а в края на циркулацията се трансформират в запас⁵². В крайна сметка парите са поток, който резултира в запас под формата на банков депозит.

Като цяло се констатира, че обемът на банковото кредитиране може да детерминира и да бъде детерминиран от банковото заемане. Видно е, че съгласно модела за циркулацията заплащането на трудовете възнаграждения на персонала в корпоративните организации е операцията, която дава тласък на формирането на нови банков депозити. Според М. Лавоа процесът, който генерира доход, приключва с формирането на паричния запас⁵³. На практика резултатът от банковото кредитиране е определено количество банков депозити, чиято сума формира паричното предлагане. Възможно е изследване на потока, който резултира от взаимодействието

между търсенето на кредити и търсенето на производни депозити, при което се прилагат принципите на физиката по отношение на концепцията за икономическите потоци⁵⁴. Дефинира се, че по подобие на движението на автомобил в определено пространство (през даден период, който позволява да се измери скоростта на движение) паричният поток – или потокът на парите – може да се възприеме като наблюдавано движение на съответстващия запас, т.е. на депозитната циркулация от кредиторите към заемополучателите чрез балансовото равенство за банковата система.

Посткейнсианската парична школа постулира, че всяка банка, която изпитва липса на депозити, може да се обърне към местната централна банка, за да заеме ликвидни ресурси, което в крайна сметка гарантира нормалното функциониране на платежната система. Това изключително свойство на банковата система е в съответствие с добре познатата теза, че „кредитите създават депозити“ – отличителна черта на неортодоксалната парична теория⁵⁵. Това обаче контрастира на традиционния възглед, че банковото заемане е причината за банковото кредитиране (т.е. депозитите създават кредити). В това отношение А. Ченчини отбелязва, че **„реалността на модерните парични системи е основана на двата принципа – „кредитите правят депозити“ и „депозитите правят кредити“, като съгласно първия депозитите са**

⁵⁰ Schmitt, B., *Inflation, chômage et malformations du capital: macroéconomie quantique*, Paris and Albeuve: Economica and Castella, 1984, pp. 484-492.

⁵¹ Graziani, A., op.cit., 2003, p. 30.

⁵² Lavoie, M., *Monnaie et production: une synthèse de la théorie du circuit*, Économies et Sociétés, ("Série Monnaie et Production", 4), Vol. 21, No. 9, September 1987, p. 71-72.

⁵³ Lavoie, M., *The Endogenous Flow of Credit and the Post Keynesian Theory of Money*, Journal of Economic Issues, Vol. 18, No. 3, September 1984, pp. 774-775.

⁵⁴ Arestis, P. and P. G. A. Howells, *Theoretical Reflections on Endogenous Money: The Problem with 'Convenience Lending'*, Cambridge Journal of Economics, Vol. 20, No. 5, September 1996, p. 550.

⁵⁵ Realforzo, R., *Money and Banking: Theory and Debate (1900-1940)*, Chapter 6, Cheltenham and Northampton: Edward Elgar, 1998.

създадени чрез предоставените кредити от банките на фирмите, докато съгласно втория депозитите на персонала са незабавно отгадени като кредити за финансово покритие на производствените разходи⁵⁶. Това е резултат от анализа на паричните потоци на базата на двойното счетоводно записване (таблица 2), макар че на пръв поглед той изглежда противоречив.

Съгласно становището на Н. Калдор и Дж. Тревитник **„В система, където паричното предлагане е основано от депозити на частни банки, дадено увеличение на банковото кредитиране непременно ще се отрази в съответстващо нарастване на банковите депозити, тъй като нараналото изразходване автоматично ще увеличи депозитите на получателите**⁵⁷.

При така създалите се обстоятелства техниката на двойното счетоводно записване осигурява аналитичен поглед към процесите посредством проучването на базисните балансови равенства. Проблемът е, че изследването на тези равенства и на банковите баланси в статика или динамика за даден период не може да осигури задоволително обяснение на въпроса защо кредитите създават депозити. Освен това не става ясна посоката на причинно-следствената връзка между кредитите и депозитите, които на практика са двете страни на едно и също нещо – съществуващия паричен доход. Според П. Дейвидсън това е „процес на създаване на доход“ (който на практика е процесът на текущото производство)⁵⁸. Представителите на неокейнсианската доктрина изразяват мнение, че банковата система създава

необходимия кредит за финансиране на процеса в качеството му на източник на доход. За банките единствен източник на печалба е ефективното портфейлно управление, посредством което се максимизира банковият лихвен спрег. Така че банките сами по себе си не създават доход при монетизирането на производствената активност. Тяхната роля е съществена за макроикономиката, но няма нищо общо със „спонтанното създаване“ на покупателна способност. Ю. Фама отбелязва, че **„платежният механизъм, създаден от банките, е просто счетоводна система на размяна, в която трансферите на богатство се извършват чрез дебити и кредити**⁵⁹.

Въпросът за дискусията „екзогенни срещу ендогенни пари“ е силно обусловен от степента на развитие на банковата и финансовата система, в рамките на която са емитирани парите. Във връзка с това се разграничават два случая, първият от които е свързан със запаса на тесни пари, а вторият се отнася до запаса от широки пари (съвкупното парично предлагане). Установено е, че връзката между тесните пари (паричната база) и широките пари (паричната маса) е функция на политиката на финансиране на бюджетния дефицит и структурата на лихвените проценти. Оттук запасът от тесни пари може да бъде екзогенен и предпоставен от паричната политика на управляващите, докато запасът от широките пари може да бъде ендогенен⁶⁰.

Във връзка с това някои автори като М. де Кеко установяват, че понастоящем

⁵⁶ Cencini, A., Review of A. Graziani (1994), *Structural Change and Economic Dynamics*, Vol. 8, No. 2, June, 1997, p. 275.

⁵⁷ Kaldor, N. and J. Trevithick, A Keynesian Perspective on Money, *Lloyds Bank Review*, No. 139, January 1981, p. 7.

⁵⁸ Davidson, P., *Endogenous Money, the Production Process, and Inflation Analysis*, *Économie appliquée*, Vol. 41, No. 1, 1988, pp. 151-169.

⁵⁹ Fama, E. F., *Banking in the Theory of Finance*, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 6, No. 1, January, 1980, p. 47.

⁶⁰ Desai, M., *Endogenous and exogenous money*, in: *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Newman, P., M. Milgate and J. Eatwell (eds.), Vol. 1 (A- E), Palgrave Macmillan, 1992, p. 764.

ключовата детерминанта на този процес е финансовата революция, която се наблюдава през последните десетилетия на миналия век⁶¹. За целта авторът изследва финансовите иновации в развитите държави и отчита, че голямото разнообразие от финансови инструменти – кредитни и дебитни карти, фондове на паричния пазар, лихвоносни депозити до поискване, електронни разплащания и други, водят до (макар и бавно) низходящо изменение на пропорцията на наличните пари спрямо обема на финансовите трансакции. Финансовите иновации също водят до увеличаване броя на субститутите на парите и оттук до понижаване на цената на ликвидността. В съвременните условия небанковият финансов сектор вече може да създава ликвидност чрез осъществяване на все повече трансакции със стопанските единици, като предоставя търговски кредити, услуги по факторинг и други подобни. Тази тенденция води до значително увеличаване на потребителските задължения в икономиката.

В резултат на тези тенденции скоростта на обръщение на наличните пари нараства, което способства за разпространето на схващането за ендегенността не само върху широките пари, но и върху тесните пари. Основната детерминанта е рентабилността на финансовите посредници в процеса на създаването на ликвидност. Това обаче не е задължително да се разглежда само на ниво национално стопанство, а да се разпростре и върху международните финансови пазари. Факт е, че финансовата революция от последните години води до все по-силна степен на интеграция на финансовите пазари в международен мащаб и все по-голяма отвореност на националните икономики. Поради

това движението на капиталовите потоци на международните пазари е много бързо с почти незабавно реагиране на неравновесията в лихвените паритети между страните. Това дава основание на М. Десай да формулира, че **„В такъв свят парите в най-добрия случай са слабо екзогенни, но те обикновено са ендегенни“**⁶².

В заключение може да се обобщи, че съществува тясна взаимовръзка между финансовото посредничество и в частност кредитните институции и концепцията за ендегенния характер на парите в макроикономическата теория. Както бе посочено в анализа, неокейнсианската икономическа школа разглежда банковите пари в качеството им на ендегенно емитирани средства за заплащане на всяка извършена икономическа трансакция. Доходът се формира на пазара за производствените фактори, трансферира се на финансовите пазари и се разрушава на стоковия пазар чрез банковото посредничество в неговата двойна функция по „доставяне на пари“ и „доставяне на кредити“. Реалният производствен поток е във формата на банкови депозити, които изпълняват функцията на запас на стойността. Банковите депозити са паричната форма, в която съществува производството, преди да се прояви крайното потребление. Това обяснява защо те са „обичайно приемани“ в рамките на националната икономика. Покупателната способност на парите не зависи нито от кредитоспособността на банките, нито от императивите на държавата. Тя резултира от степента на икономическата активност и съществуващото и очакваното равнище на цените в стопанството. Въз основа на това може да се изведе водещата роля на банките в процеса на правене на ендегенни пари. **ИА**

⁶¹ De Cecco, M., *Changing Money: Financial Innovations in Developed Countries*, Oxford: Blackwell, 1987.

⁶² Desai, M., *op.cit.*, 1992, p. 764.