

## К ВОПРОСУ ОБ ИЗМЕРЕНИИ СПРОСА НА ДЕНЬГИ

М.А. Лобанова,

Министерство финансов Российской Федерации

Развитие различных теорий спроса на деньги можно объяснить эволюционным многообразием их функций, а также существованием различных мотивов спроса на деньги в обществе, изменением этих мотивов с течением времени. В своей нобелевской лекции, произнесенной в декабре 1995 г., Роберт Э. Лукас заметил, что с момента появления современной кредитно-денежной теории, изложенной, в частности, в трудах Д. Юма, выводы относительно воздействия изменений, происходящих в денежной системе, обуславливались в значительной мере способом осуществления этих изменений [2, с. 101].

Это замечание, возможно, соответствует научным представлениям об эволюции теорий спроса на деньги, повышению роли денег в экономике с ходом истории. Так, если еще в начале XX века основной ролью денег можно было считать обслуживание системы товарно-денежных отношений, то сейчас, и мировой финансово-экономический кризис это продемонстрировал, деньги все больше рассматриваются как актив, позволяющий хозяйствующему субъекту оптимизировать структуру своих инвестиций. Итак, в соответствии с эволюцией мотивов спроса на деньги в обществе аналитический интерес представляют три основные группы моделей спроса на деньги:

1. **Транзакционные модели спроса на деньги** (в том числе количественная теория денег, модели спроса на деньги как запаса и моделей спроса на деньги по мотивам предосторожности [9, с. 9]). Основой развития таких моделей стало выполнение деньгами функции средства обращения и платежа.

2. **Портфельные модели спроса на деньги**, основой развития которых стало выполнение деньгами функции средства накопления.

3. **Спрос на деньги** также анализировался с позиции теории общего потребительского спроса и с позиции теории полезности.

Далее будут рассмотрены вышеперечисленные модели, затем более подробно описаны портфельные модели спроса на деньги.

Для транзакционных целей хозяйствующие субъекты могут использовать лишь наиболее ликвидные фор-

мы денег. Это могут быть либо наличные деньги, либо депозиты до востребования.

До 1930-х годов все ведущие экономисты придерживались одной из трех концептуально схожих, но в тонкостях различных версий количественной теории денег: одной из них была транзакционная теория, описанная в работе И. Фишера «Покупательная сила денег», другой была теория, основанная на категории кассовых остатков, развитая Л. Вальрасом, А. Маршаллом и К. Викселлем; также существовала версия, основывавшаяся на категории дохода, которую развивали Дж. Робертсон и Дж.М. Кейнс.

Одним из условий количественной теории денег является то, что уровень цен изменяется прямо пропорционально изменению предложения денег. Это условие исключает все функции денег, кроме транзакционной<sup>1</sup>, и предполагает, что люди озабочены исключительно текущей покупательной способностью своих денежных остатков.

В работах И. Фишера и А. Маршалла термин «спрос на деньги» как таковой отсутствует. Вместо этого используется термин «скорость обращения денег», которая представляет собой «среднее число оборотов денег в их обмене на блага» [4, с. 44]. Согласно уравнению обмена И. Фишера, изменение скорости обращения денег позволяет обеспечить равновесие на товарно-денежном рынке, при котором масса денег в обращении соответствует данному объему производства и уровню цен.

В уравнении А. Маршалла фактором равновесия на товарно-денежном рынке выступает коэффициент  $k$ . Резкое изменение в желании публики хранить ликвидные активы, отражаемое в изменении коэффициента  $k$ , может привести к значительному изменению уровня дохода и цен, даже если денежные власти поддерживают стабильный уровень денежного предложения. В данной ситуации коэффициент  $k$  уравнивает предложение денег ( $M$ ) и спрос на них ( $P \cdot Q$ ).

Если в обществе увеличивается предпочтение ликвидности, то спрос переходит от товаров к деньгам, доход снижается, и в результате цены и выпуск

<sup>1</sup> Хотя Дж.С. Милль в своей книге «Принципы политической экономии» говорил о запасе наличных денег как о резерве на случай непредвиденных обстоятельств в будущем. Эта особенность денег дает возможность говорить о спросе на них с точки зрения мотива предосторожности.

продукции также снижаются, пока не установится желаемая пропорция между доходом ( $Y$ ) и количеством денег  $M$ .

У Дж.М. Кейнса спрос на деньги, выполняющие функцию средства обращения и платежа, сформулирован в виде транзакционного мотива спроса на деньги. В основе транзакционного спроса на деньги у Кейнса лежат два фактора: необходимость уравновесить получение дохода и его расходование, которые разделены во времени, и потребность в деньгах для коммерческих операций. Данный спрос на деньги зависит от изменений в уровне экономической активности и величины дохода экономического агента.

В «Общей теории занятости, процента и денег» Кейнс рассматривает транзакционный спрос на деньги лишь со стороны домохозяйств, игнорируя частный бизнес. Соответственно можно было сделать вывод, что транзакционный спрос на деньги определяется уровнем дохода домохозяйств в отчетном периоде [8, с. 135].

В 1937 г. Кейнс дополнил ранее описанный в «Общей теории занятости, процента и денег» транзакционный спрос на деньги еще одним компонентом - финансовым. Одним из факторов, влияющих на спрос на деньги, стала необходимость обеспечить определенный объем будущих инвестиций.

Кейнс писал, что если запланированные инвестиции в отчетном периоде не меняются, то есть не меняются контракты на покупку капитального оборудования, то спрос на деньги для целей финансирования инвестиционных проектов остается стабильным и будет являться субкатегорией транзакционного мотива. Но если желание инвестировать растет, то дополнительные заимствования под эти цели будут означать рост спроса на деньги [8, с. 136].

Кейнс показал, что предприятиям не требуются дополнительные сбережения для финансирования инвестиций - они могут взять кредит в банке.

Транзакционный спрос на деньги у ученого не зависит от ставки процента. Однако как пишет Харрис, Кейнс не выдвигал каких-либо четких аргументов, почему хозяйствующие субъекты вообще должны иметь желание хранить транзакционную наличность. Желая максимизировать прибыль (или полезность) от решений по распределению своего богатства, хозяйствующий субъект может обменивать все деньги, полученные в виде дохода, в более прибыльные активы (в представлении Кейнса это могут быть облигации). Однако если для хозяйствующего субъекта инвестирование денег в другие активы и обратный процесс превращения этих активов в деньги связаны с определенными издержками, он предпочтет хранить у себя некоторое

количество денег для осуществления транзакций. Эти издержки могут быть выражены в форме вознаграждения финансовому посреднику или в форме затрат времени и хлопот, связанных с инвестиционными операциями. При этом транзакционный спрос на деньги со стороны хозяйствующего субъекта будет зависеть от таких издержек. Следовательно, допущение Кейнса о том, что транзакционный спрос на деньги не зависит от ставки процента, является спорным.

Спрос на деньги как запас, необходимый для осуществления сделок, исследовали В. Баумоль и Дж. Тобин. В трактовке В. Баумоля и Дж. Тобина запас денег, необходимых для осуществления текущих платежей, аналогичен запасу производственных ресурсов. Альтернативой хранения запаса денег являются ценные бумаги, приносящие процент, поэтому на размеры запаса денег влияют затраты на приобретение и продажу ценных бумаг, то есть брокерская комиссия. Большой запас денег позволяет минимизировать затраты на операции с ценными бумагами, однако хозяйствующий субъект не получает доход, который мог бы получить, владея ценными бумагами.

Важно отметить, что в модели В. Баумоля и Дж. Тобина рассматривается спрос на реальные денежные остатки. Хозяйствующего субъекта интересует покупательная способность денег, а не их номинальная стоимость<sup>2</sup>.

Результатом исследований В. Баумоля является формула:

$$C = \nu(2 bT / i),$$

где  $C$  - запас наличности, необходимой для осуществления этих платежей;

$b$  - размер брокерской комиссии при получении средств;

$T$  - объем предстоящих платежей по сделкам в течение периода (например, года), равный уровню дохода в течение данного периода;

$i$  - ставка процента.

В соответствии с этой формулой, увеличение объема предстоящих платежей по сделкам (то есть уровня дохода) и размера брокерской комиссии при получении денег ведет к росту спроса на деньги, причем меньшему, чем увеличение объясняющих факторов. Из этого следует важный вывод: рост уровня дохода влечет за собой изменение отношения денег к доходу в сторону уменьшения.

Рост ставки процента снижает спрос на деньги (в той же пропорции, что и рост дохода), тем самым хозяйствующий субъект минимизирует размер упущенного дохода от владения ценными бумагами; при этом он вынужден делать больше походов в банк.

А. Серлетис [7, с. 103] обращает внимание, что модель Баумоля-Тобина существенно отличается от классической количественной теории денег, так как в спро-

<sup>2</sup> Д. Патинкин определяет номинальный спрос на деньги как результат действия двух факторов: уровня цен и реального спроса на деньги [3, с. 39].

се на деньги она предполагает экономию от масштаба и ненулевую эластичность спроса на деньги по ставке процента.

Среди транзакционных моделей спроса на деньги также можно выделить модели «с предоплатой» (Р. Клауэр) [7, с. 107]. Эти модели предполагают, наряду с существованием бюджетного ограничения для покупателя, наличие ограничения, связанного с необходимостью иметь наличные деньги для предварительной оплаты товара. С такими ограничениями может быть связана покупка потребительских или инвестиционных товаров.

Для описания роли денег как средства обращения Б. МакКаллум и М. Голдфрэнд, а также К. Додд предложили модель «время для осуществления покупок» [7, с. 104]. В модели определяется, сколько времени необходимо для осуществления покупок при заданном уровне потребления и объеме денежных запасов. Высокий объем денежных запасов снижает время, необходимое для осуществления покупок, при этом увеличивая время досуга индивида.

Потребитель, принимая решение о комбинации времени и денег при покупке потребительских товаров, должен сбалансировать издержки упущенных возможностей при хранении денег и ценность досуга.

Экономические агенты также предпочитают хранить деньги в силу неопределенности в отношении необходимых и желаемых будущих платежей. Этот мотив при формировании спроса на деньги исследован Дж.М. Кейнсом как мотив предосторожности. По мнению Дж.М. Кейнса, индивид получает некоторый стимул хранить деньги, так как хотя они и не приносят прибыли, но их хранение не связано также с риском понести убытки.

По мнению Кейнса, это и есть мотив предосторожности, то есть желание обеспечить в будущем возможность распоряжаться определенной частью ресурсов в форме денежной наличности, причем этот продиктованный мотивом предосторожности спрос на деньги зависит от уровня процентной ставки. Этот стимул к хранению денег будет зависеть от текущей процентной ставки, поскольку чем она выше, тем больше доход от облигаций, который способен частично компенсировать риск от их хранения.

Однако далее Дж.М. Кейнс утверждал, что это все может быть и второстепенными факторами, за исключением тех случаев, когда речь идет о значительных изменениях в издержках хранения наличных денег (то есть о прибыльности облигаций). Далее он делал вывод, что диктуемый мотивом предосторожности спрос на деньги можно считать зависимым не от процентной ставки, а от уровня дохода.

Основное различие между транзакционным спросом и спросом по мотиву предосторожности заключается в том, что первый подразумевает запланирован-

ные контрактные обязательства, в то время как последний - незапланированные, возможные.

В 1980-е годы результатом исследований спроса на деньги по мотиву предосторожности стали модели «буферного запаса денег» [9, с. 33]. Эти модели исходят из предположения, что хозяйствующие субъекты не только имеют необходимые им кассовые остатки, но и вынуждены держать неожиданно возникающие дополнительные (буферные) кассовые остатки.

В основе моделей лежит следующее равенство:

$$M_n = M_c + M_o,$$

где  $M_n$  - денежное предложение;

$M_c$  - денежный спрос;

$M_o$  - буферный запас денег.

Наиболее популярная модель «буферного запаса денег» была предложена в 1981 г. Дж. Карром и М. Дербби. Буферный запас денег не нужен хозяйствующим субъектам для обеспечения сделок, но их не удастся сразу перевести в альтернативные активы из-за высоких издержек данных операций. Источником буферных запасов может быть увеличение денежного предложения за счет государственных расходов или роста банковского кредитования: возросшие расходы одних участников экономических отношений приводят к увеличению поступлений у других участников. Если буферный запас денег окажется устойчивым, то он может превратиться в часть необходимых кассовых остатков.

Здесь важно не то, что поведение хозяйствующих субъектов объясняет расхождение между значениями их фактических и необходимых для осуществления сделок запасов денежных средств, а то, что подобное расхождение объясняется поведением хозяйствующих субъектов.

Данный подход не опровергает роль процентных ставок в обеспечении сбалансированности спроса и предложения денег, но он акцентирует внимание на лагах между изменениями кассовых остатков и процентных ставок.

В.К. Бурлачков [1, с. 141] обращает внимание, что в моделях буферного запаса денег денежное предложение является экзогенной переменной. Это считается главным недостатком моделей данного типа.

Функция денег как средства накопления лежит в основе портфельных моделей спроса на деньги. Принципы портфельного анализа аналогичны принципам теории потребительского выбора [5, с. 92]. Согласно последней, потребитель располагает доходом, который требуется распределить на потребление альтернативных видов товаров, причем распределить таким образом, чтобы максимизировать полезность, получаемую от потребления этого дохода. В случае портфельного анализа лицо распределяет не доход, а богатство в рамках портфеля активов (а не набора потребительских благ), но руководствуется теми же принципами.

В портфельных моделях спроса на деньги рассматривается проблема распределения богатства в портфеле активов, включающем деньги. Основной акцент сделан на риск и на доходность актива. Портфельные модели спроса на деньги объединяют различные исследования, в том числе:

- 1) теорию спекулятивного спроса на деньги Дж. Кейнса;
- 2) теорию Дж. Тобина;
- 3) теорию М. Фридмана;
- 4) теорию Т. Саржента и Н. Уолласа.

В кейнсианской модели индивиды могут держать свое богатство (свои индивидуальные портфели) в форме либо денег, либо облигаций (или того и другого); считается, что нет никаких других активов, точнее другие активы рассматриваются как совершенные субституты облигаций, и поэтому их не следует учитывать отдельно.

Факторами спроса на деньги у Кейнса являются две переменные - доход и норма процента. «Деньги» определяются как актив, который принимается всеми в качестве средства обращения и который не приносит денежной процентной ставки. «Облигации» определяются как бессрочные правительственные долговые обязательства, чья «купонная ставка» фиксирована, но цена за единицу может изменяться и фактически изменяется, вследствие чего и их рыночная процентная ставка также колеблется.

Теория спроса на деньги Дж.М. Кейнса ставит своей целью объяснить, какие переменные величины определяют долю портфеля активов в денежной форме (а не в облигациях) в течение периода, на который распространяется решение держателя портфеля. Согласно теории Кейнса, желаемый размер денежных остатков, а следовательно, и скорость обращения всей денежной массы зависят от процентной ставки на облигации. Это утверждение раскрывает суть спекулятивного спроса на деньги.

Определение самим Кейнсом спекулятивного мотива получило обобщение в его утверждении о том, что спекулятивный мотив основывается на желании получить прибыль благодаря лучшему по сравнению с рынком знанию того, что принесет будущее. Индивид, в зависимости от ожидаемого им уровня процентной ставки, захочет хранить только наличные деньги, когда процентная ставка низка, и только облигации, когда ставка высока.

Теория предпочтения ликвидности негласно предполагает, что деньги, хранимые вследствие спекулятивного мотива, выпадают из общей величины кредитных ресурсов, используемых банковской системой. Наличные средства, аккумулируемые для будущих спекулятивных операций, позволяют центральным банкам проводить операции на открытом рынке для регулирования денежной массы.

Л. Харрис так излагает кейнсианскую теорию спекулятивного спроса на деньги. Существует критическая величина ставки процента, при которой ожидаемый чистый доход от облигаций равен нулю. Когда фактическая ставка процента выше критического уровня, доля богатства, хранимая в форме денег, равна нулю; когда ниже - эта доля равна единице; а когда равна, человек волен хранить любую долю своего богатства в форме наличных денег [5, с. 324].

На определенном низком уровне ставки процента кривая спекулятивного спроса на деньги может стать полностью эластичной, принять горизонтальную форму. В такой ситуации увеличение количества денег в обращении не приведет к дальнейшему снижению процентной ставки, так как в условиях, когда процентная ставка уже считается всеми достаточно низкой, возросший денежный запас станут охотно хранить при этом уровне процентной ставки в ожидании его повышения.

Среди исследователей портфельной теории спроса на деньги также можно выделить Дж.Тобина. В 1958 г. он опубликовал исследование, посвященное разработке портфельного подхода к спросу на деньги. В этом случае в центре внимания оказался спрос на инвестиционные денежные остатки, то есть свободные денежные средства, которые их владельцы могут вкладывать в ценные бумаги на срок более года.

Тобин видел причину устойчивости инвестиционных остатков в следующем:

- неэластичность ожиданий относительно будущей нормы процента;
- неопределенность относительно будущей нормы процента.

Ученый предположил, что индивид формирует инвестиционный портфель из запаса денег и некоторого рискового актива. Тобин так определил оптимальную долю рискового актива в портфеле [7, с. 115]:

$$w_2^* = (E_2 - R_f) / \gamma \delta_2^2,$$

где  $E_2$  - ожидаемая доходность рискового актива;

$R_f$  - безрисковая доходность денег;

$\gamma$  - константа, характеризующая степень неприятия риска;

$\delta_2^2$  - вариация доходности рискового актива.

Согласно этой формуле, рост процентной ставки приведет к снижению спроса на деньги и росту доли рискового актива в портфеле. Рассматривая возможность увеличения риска инвестирования в данный актив ( $\delta_2^2$ ), приходим к заключению, что доля актива в портфеле обратно пропорциональна риску вложения в этот актив.

Изучив модель Тобина, А. Серлетис приходит к выводу, что в то время как у Кейнса фактором обратной зависимости спроса на деньги и процентной ставки были различные ожидания индивидов, у Тобина та же зависимость была связана с неопределенностью этих ожиданий и желанием избежать риска.

Подход к анализу портфельного выбора в российской экономике, разработанный В. Маневичем [6, с. 24-39], несколько отличается от подхода Тобина. Уточнения российского ученого заключаются в следующем:

во-первых, спрос каждого из институциональных секторов на прирост активов ограничен не его богатством, а собственными и привлеченными ресурсами (сбережениями, заимствованиями, полученными трансфертами и др.). Здесь необходимо обратить внимание, что спрос институциональных секторов на прирост активов, ограниченный показателем богатства секторов, является по своей природе более стабильным, чем спрос, основанный на собственных и привлеченных ресурсах. По нашему мнению, именно привлеченные ресурсы придают данному спросу нестабильность;

во-вторых, в системе Тобина предложение правительством финансовых активов и его спрос на активы рассматриваются как экзогенные параметры, корректирующие накопление капитала частным сектором. В российской экономике дело обстоит иначе: формирование ресурсов и прирост активов частного сектора - процесс спонтанный, практически не регулируемый и, следовательно, первичный относительно прироста ресурсов и активов правительства. Соответственно формирование ресурсов и прирост активов правительства не столько регулируют процессы в частном секторе, сколько приспособляются к ним.

Определенное сходство с портфельным подходом к спросу на деньги имеют модели, в которых спрос на деньги анализируется в рамках теории общего потребительского спроса; при этом другие мотивы спроса на деньги игнорируются [9, с. 10]. В этих моделях спрос на деньги рассматривается как спрос на любой другой потребительский товар, имеющий определенную полезность для потребителя.

Анализ спроса на деньги с точки зрения общего потребительского спроса часто ассоциируется с Чикагской экономической школой и ее основным представителем М. Фридменом. По мнению М. Фридмена, спрос на деньги может быть формально отождествлен со спросом на потребительские товары. Из этого следует, что основными факторами спроса на деньги являются:

- общая сумма богатства;
- издержки, связанные с получением дохода от владения альтернативными формами богатства;
- цели и предпочтения собственников богатства.

Фридмен изменил вопрос с «почему люди хранят деньги» на «учитывая то, что люди хранят деньги, факторами, это определяющими, являются». В отличие от Кейнса, Фридмен не считал, что ожидаемая доходность денег будет постоянной [7, с. 98]. Предполагая, что спрос на деньги зависит от желания индивидов хранить активы, альтернативные деньгам, он

утверждал, что спрос на деньги нечувствителен к изменению процентных ставок. С точки зрения Фридмена, когда процентные ставки в экономике растут, ожидаемая доходность денег в форме банковских депозитов также растет, следовательно, нет изменений в предпочтениях индивидов, а также в функции спроса на деньги.

Таким образом, в отличие от кейнсианской теории предпочтения ликвидности, в которой процентные ставки являются важным фактором, определяющим спрос на деньги, теория Фридмена предполагает, что хотя спрос на деньги и чувствителен к изменениям предпочтений в отношении активов, которые являются альтернативой денег, при росте процентных ставок эти предпочтения остаются относительно неизменными, что предполагает нечувствительность спроса на деньги к изменению процентных ставок. Таким образом, как пишет А. Серлетис [7, с. 98], основным фактором функции реального спроса на деньги у Фридмена является перманентный доход индивида.

Портфельные теории спроса на деньги разрабатывались и экономистами-некейнсианцами. В частности, неоклассики Т. Саржент и Н. Уоллас разработали «модель пересекающихся поколений». В модели при различных допущениях (время дискретно; индивиды живут в течение двух периодов; у индивидов, родившихся в одно и то же время, предпочтения одинаковы) рассматривается соотношение уровня цен, предложения реальных денежных остатков, спроса на деньги, а также темпов роста населения.

А. Серлетис [7, с. 119-120], проанализировав логику модели Саржента и Уолласа, приводит основные выводы модели:

1. Предельная норма замещения между первым и вторым периодами потребления в модели равна доходности вложения в деньги как актив;
2. В экономике, где увеличивается численность населения, с постоянным запасом бумажных денег цены на потребительские товары должны снижаться таким же темпом, каким увеличивается реальное предложение денежных остатков и совокупный спрос на деньги, который в свою очередь растет в соответствии с темпом роста населения;
3. В экономике, где сокращается численность населения и где также запас бумажных денег фиксирован, уровень цен будет расти при снижении спроса на деньги;
4. В экономике с неизменной численностью населения уровень цен и уровень спроса на деньги будут оставаться неизменными во времени.

Интересно рассмотрение спроса на деньги с позиции теории полезности. Д. Патинкин [3, с. 91] рассматривает полезность денег не с точки зрения полезности денежного товара, он также не предполагает, что полезность денег обозначает предельную полезность

благ, на которые деньги могут быть обменены. Для него имеет значение полезность запаса денег (реальная стоимость денежных остатков), а не полезность их расходования. Именно такой подход используется в исследованиях количественной теории денег.

### Литература

1. Бурлачков В.К. Денежная теория и денежная экономика: выводы для России. М.: Эдиториал УРСС, 2003.
2. Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т. / Сопред. научно-ред. совета Г.Г. Фетисов, А.Г. Худокормов. Т. V. В 2 кн. Всемирное признание: Лекции нобелевских лауреатов / Отв. ред. Г.Г. Фетисов. Кн. 2. - М.: Мысль, 2005.
3. Патинкин Д. Деньги, процент и цены. Соединение теории денег и теории стоимости / Пер. с англ.; под ред. Н.Я. Пет-

ракова. - М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2004.

4. Фишер И. Покупательная сила денег / Сост., вступ. статья М.К. Бункина, А.М. Семенов. - М.: Дело, 2001.
5. Харрис Л. Денежная теория: Пер. с англ. / Общ. ред. и вступ. ст. В.М. Усоскина. - М.: Прогресс, 1990.
6. Маневич В. Портфельный выбор в российской экономике и политика денежных властей в 2007-2009 годах // Вопросы экономики. 2010. № 3.
7. Serletis Apostolos. The demand for money. Theoretical and empirical approach. Second edition. Printed in the United States of America, 2007, Springer Science+Business Media, LLC.
8. Davidson Paul. Financial markets, money, and the real world // Edward Elgar Publishing Ltd. - Cheltenham, UK, 2002.
9. Sriram S.S. Survey of literature on demand for money: theoretical and empirical work with special reference to error-correction models / IMF working paper / WP/99/64, May 1999.

## ПРОБЛЕМЫ РАСЧЕТА ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ

**М.П. Цховребов**, канд. экон. наук,  
ОАО «Банк Петрокоммерц»

В качестве показателей денежной массы в большинстве стран используются агрегаты M1, M2, M3 и т. д. Различные виды активов группируются в зависимости от степени их ликвидности. Активы с меньшей ликвидностью включаются в более широкие агрегаты. Границы между денежными агрегатами во многом условны, а большую часть этих показателей составляют уже не деньги, а «квазиденьги».

Мы считаем, что при анализе денежной массы, а также возможных последствий ее изменения для российской экономики использование денежного агрегата M2 (по методологии расчета, принятой Банком России) не всегда корректно, а в некоторых случаях может приводить даже к определенной путанице.

Банк России эмитирует наличную валюту, которой все мы широко пользуемся в обращении, и некоторую сумму безналичных рублей, которые представлены в виде средств на корреспондентских и депозитных счетах кредитных организаций в Банке России, остатков на счетах обязательных резервов, вложений в облигации Банка России. По сути, все это обязательства Банка России, определяемые в совокупности как «денежная база».

На этом «реальные деньги» заканчиваются и начинаются «квазиденьги». На тех же расчетных счетах «реальных денег» уже нет, они присутствуют там но-

минально. Счет до востребования - это такой титул собственности, который дает право его владельцу владеть и распоряжаться определенной суммой денег. Для проведения платежей этот актив необходимо предварительно конвертировать в «реальные деньги», задействовав корсчет банка<sup>1</sup>. Для обеспечения возможности проведения операций по расчетным счетам банкам приходится держать определенную сумму «реальных денег» на корсчетах. К примеру, 100 млн. рублей на корсчетах банка могут обслуживать расчетные счета с общей суммой остатков на 1 млрд. рублей. Если денег на корсчете банка нет, то платеж по требованию клиента невозможно провести, какой бы суммой средств на расчетном счету ни располагал клиент.

Срочные счета являются «деньгами» в еще меньшей степени. Их отличие от расчетных счетов состоит в том, что если в первом случае их владелец может владеть и распоряжаться деньгами по первому требованию, причем делает это часто, то во втором случае, как правило, лишь после окончания срока депозита, когда он по своему усмотрению может осуществить платеж, снять в виде наличных и т. д.<sup>2</sup>. Поэтому срочные депозиты задействуются в качестве денег реже.

Различные финансовые активы предоставляют право их владельцам на владение и распоряжение определенной суммой «реальных денег», но являются день-

<sup>1</sup> При внутрибанковских расчетах движения средств по корсчету не происходит, то есть фактически не требуется предварительной конвертации расчетного счета в «реальные деньги». Тем не менее на общий ход рассуждений и конечные выводы это не влияет.

<sup>2</sup> Хотя в соответствии с действующим российским законодательством все срочные депозиты практически являются отзывными, их досрочное закрытие, как правило, связано с потерей процентных доходов.

гами лишь номинально. Всякий раз при проведении платежей владельцы этих активов предварительно конвертируют их в «реальные деньги» для дальнейшего совершения операций.

Это очень важный момент для понимания современного денежного обращения. Вместо «реальных денег» можно хранить какой-либо актив, а в случае необходимости, скажем проведения платежей, просто конвертировать этот актив в деньги и совершить операцию. Чем больше таких операций, тем более активно «работают» в экономике «реальные деньги». Чем больший объем операций «обслуживает» денежная база или «реальные деньги», тем активнее задействуются в обращении эти самые «реальные деньги». В этом случае говорят, что тем выше значение денежного мультипликатора. Повышение «интенсивности работы» «реальных денег» равносильно их увеличению в экономике. Эффект банковской мультипликации, кстати, не столь безобиден в плане инфляционных последствий, как считает ряд экономистов [1, с. 11].

Более ликвидные активы, такие, как остатки на расчетных и депозитных счетах, чаще конвертируются в деньги с целью проведения платежей, поэтому они являются деньгами в большей степени. Вполне оправданно, что они включаются в состав денежного агрегата М2, одного из важнейших денежных агрегатов, который используется при разработке экономической политики и установлении количественных ориентиров макроэкономических пропорций. От его достоверности зависит правильность выводов, которые будут впоследствии получены.

**Денежная масса (М2)** - это сумма наличных денег в обращении и безналичных средств. В показатель денежной массы в национальном определении включаются все средства нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций и физических лиц, являющихся резидентами Российской Федерации, в наличной и безналичной форме в рублях.

Как видим, высоколиквидные ценные бумаги, в том числе гособлигации, векселя и облигации первоклассных эмитентов, не включаются ни в состав денежного агрегата М2, ни в состав широкой денежной массы. Но являются ли они деньгами в меньшей степени, чем срочные депозиты? Какой из этих активов чаще конвертируется в деньги для проведения платежей? Ответ далеко не столь однозначен. На наш взгляд, высоколиквидные облигации - не меньшие «деньги», чем срочные депозиты. Общеизвестно, что высоколиквидные ценные бумаги хранятся в портфелях как актив, который в случае нехватки ликвидности может быть оперативно продан на рынке для получения кэша и проведения платежей.

Рынок облигаций в отдельные периоды достигал существенных объемов. К примеру, по данным ЦБ, на текущий момент только объем ГКО-ОФЗ составляет

порядка 1,5 трлн. рублей. Тот факт, что существенное расширение или сужение рынка долговых инструментов никак не отражается на значении показателя М2, является явным искажением действительности.

В Мексике в М2 включаются как ценные бумаги федерального правительства и ЦБ, так и высоколиквидные частные ценные бумаги. Евросоюз включает в М3 долговые обязательства до трех лет. Япония в «широкое определение ликвидности», помимо составляющих М3, включает коммерческие бумаги, соглашения РЕПО, гособлигации, иностранные долговые ценные бумаги. Примерно такой же порядок расчета в Коре. Исландия включает в М4 долговые ценные бумаги, эмитированные коммерческими банками, кредитными кооперативами, сберегательными банками.

То же самое касается наличности и средств на счетах (как текущих, так и срочных) в иностранной валюте. Даже если у нас внутренние расчеты в инвалюте запрещены, частота и легкость конвертации этих активов в рубли, думаем, ни для кого не секрет. Средства на счетах в инвалюте включаются в так называемую «денежную массу в широком определении». Однако экономисты оперируют преимущественно денежным агрегатом М2. И это может приводить к весьма спорным выводам. К примеру, в октябре 2008 г. по сравнению с сентябрем 2008 г. денежный агрегат М2, исходя из статистики ЦБ, сократился на 5,94% (с 14,4 трлн. рублей на 1 октября 2008 г. до 13,5 трлн. рублей на 1 ноября 2008 г.). Многие эксперты называли снижение темпов роста денежной массы в октябре 2008 г. «очень существенным», не сомневаясь, что рано или поздно это приведет к снижению инфляции. Перевод рублевых активов в инвалютные и, как следствие, снижение М2 еще не означает дефляционных последствий для экономики. Валютные счета, как и рублевые, являются, по сути, квазиденьгами и способствуют повышению «интенсивности работы» денежной базы.

Наличная СКВ вообще не учитывается при расчете денежных агрегатов. Учитывая объем наличных долларов и евро на руках у населения, получается существенная недооценка денежной массы. Объем наличных долларов на руках у населения может возрасти на 30-40 млрд. долларов (порядка 1 трлн. рублевого эквивалента), а денежные агрегаты этого не отражают. Спецификой России является большой объем наличных долларов в обращении. Считаем, что их следует учитывать при расчете денежных агрегатов.

Целый ряд стран включают депозиты, номинированные в иностранной валюте, во все агрегаты. В Норвегии (как и Россия избыточный приток валюты от экспорта накапливает в суверенных фондах) наличные деньги и вклады (номинированные как в национальной, так и в иностранной валюте) включаются в М1 и М2. Япония включает в М2 депозиты в иностранной

валюте. В Мексике долларové депозиты включают-ся во все денежные агрегаты.

В идеале можно рассчитывать комбинированный денежный агрегат, в который различные активы вклю-чались бы с учетом весовых коэффициентов, показы-вающих, насколько тот или иной актив выполняет роль средства платежа. Менее ликвидные активы в мень-шей степени являются средством платежа и в боль-шей степени средством сохранения стоимости. И на-оборот. Тогда формула расчета денежной массы будет выглядеть следующим образом:

$$DM = HD + \sum A_i \times K_i,$$

где  $DM$  - денежная масса;  
 $HD$  - наличные деньги в обращении;  
 $A_i$  - стоимость финансового актива;  
 $K_i$  - коэффициент взвешивания, который зависит от частоты кон-вертации того или иного актива в деньги с целью проведения плате-жей.

Если коэффициент взвешивания для расчетных сче-тов принять за 1, то для валютных счетов до востребо-вания его значение составит порядка 0,9, для высоко-ликвидных долговых инструментов - порядка 0,8, для срочных рублевых и валютных счетов - примерно 0,75 и т. д.

«Комбинированный денежный агрегат» по своему экономическому смыслу аналогичен показателю «Money Divisia»<sup>3</sup>. Однако в отличие от предлагаемого нами экспертного метода расчета коэффициентов взве-

шивания в зависимости от частоты конвертации дан-ного актива в «реальные деньги» для совершения пла-тежей по транзакциям его разработчики используют более формальный подход. Финансовый актив счита-ется более ликвидным в зависимости от того, чем мень-ше процентная ставка, начисляемая по данному фи-нансовому активу, по сравнению с неким бенчмаркин-гом, принятым в данной стране.

Показатель «Money Divisia» с 1993 г. регулярно рас-считывается, в частности, Банком Англии [2, с. 184]. Широкое распространение денежные агрегаты, рассчи-тываемые как сумма взвешенных активов, до сих пор не получили лишь в силу определенных сложностей их расчета.

Достоинство денежных агрегатов  $M1$ ,  $M2$ ,  $M3$  - в простоте их расчета. Тем не менее даже если Банк Рос-сии откажется от комбинированного денежного агре-гата в силу сложности его расчета, как минимум, су-ществует необходимость корректировки методоло-гии расчета денежного агрегата  $M2$  - наиболее распро-страненного показателя денежной массы в России.

### Литература

1. Илларионов А. Природа российской инфляции // Вопро-сы экономики. 1995. № 3.
2. Monetary and financial statistics: compilation guide - Washing- ton, D.C. // International Monetary Fund, 2008.
3. Yueh-Yun C. O'Brien. Measurement of Monetary Aggregates Across Countries // Federal Reserve Board, Washington, D.C., 2007.

<sup>3</sup> По имени французского экономиста Francois Divisia (1925), первым предложившего расчет данного показателя.

### ТРЕБОВАНИЯ К ОФОРМЛЕНИЮ ТЕКСТА ДЛЯ АВТОРОВ

Редакция принимает к рассмотрению материалы общим объемом до 0,5 авторского листа на электрон- ном носителе (в формате Word MS Office любой версии) с приложением распечатанного текста в одном экземпляре или полученные по электронной почте (в заархивированном виде).

**При печати статьи в текстовом редакторе Word следует соблюдать общепринятые стандарты набо- ра текста.** Ни в коем случае не делать красную строку у абзацев несколькими пробелами - только абзачными отступами. Необходимые смысловые выделения текста делать полужирным и курсивным начертаниями.

Оформляя **таблицы**, нужно стремиться к тому, чтобы в одной ячейке не было разных по смыслу строк, то есть каждому «пункту» таблицы должна соответствовать своя строка ячеек. Все видимые границы ячеек в таблицах следует делать сплошной черной линией толщиной 0,5 пункта. Выравнивание текста и цифр внутри ячеек необходимо выполнять только стандартными способами, а не с помощью пробелов или пустых строк. На Enter внутри ячеек не нажимать! За исключением «шапок» у таблиц.

Для **графиков и диаграмм** обязательно представлять таблицы цифровых данных (часто диаграммы при- ходится перестраивать заново) в исходном формате (MS Excel, MS Graf...). Вставлять в документ формата Word свои диаграммы из Excel нужно как объекты (Правка - Специальная вставка). Для иллюстративного ма- териала нужно применять обычную сквозную нумерацию (Таблица 1, Таблица 2 или Рис. 1, Рис. 2, Рис. 3 и т. п.).

Электронную версию фотографий следует передавать в формате TIFF максимально возможного разре- шения и глубины цветопередачи (не менее 300 dpi). Только если фотографии посылаются по электронной почте, допускается формат JPEG для уменьшения объема.

Вместе со статьей обязательно должны быть представлены аннотация, раскрывающая содержание статьи (на русском и английском языках), ключевые слова. Статья должна содержать пристатейный би- блиографический список.

К статье должны быть приложены краткая справка об авторах с указанием места работы, должности, ученого звания и степени, адреса постоянного места жительства и контактного телефона и e-mail.