

## СКОРОСТЬ ОБРАЩЕНИЯ ДЕНЕГ: ЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ДИНАМИКИ

*В статье изложены выводы анализа скорости обращения денег внутри российской банковской системы, вычисленной по данным банковских оборотов. При этом акцент сделан не на анализ бухгалтерских (технических) оборотов, а на экономически содержательный смысл изменения скорости обращения денег.*

Уравнение обмена – краеугольный камень теоретического обоснования деятельности центральных банков при регулировании финансовой системы. Считается, что оно дает теоретическое объяснение инфляционных процессов: почему увеличение объема денег в экономике может привести к инфляции вместо роста экономики. Эта связь не очевидна: например, кейнсианство допускает денежную эмиссию как средство стимулирования экономического роста. В результате использования уравнения регуляторы гипотетически могли бы точно управлять количеством денег в обращении, чтобы достичь целевого уровня инфляции или прогнозировать объем денежной массы, необходимой для обеспечения товарного оборота<sup>1</sup>.

Уравнение обмена (Фишера) количественной теории денег утверждает:

$$MV = \sum_i p_i q_i, \quad (1)$$

где  $M$  – масса денег в обращении;  $V$  – скорость обращения денег;  $p_i$  – цена товара в сделке  $i$ ;  $q_i$  – количество товара в сделке  $i$ .

Другая форма записи:

$$MV = PQ, \quad (2)$$

где  $P$  – уровень цен;  $Q$  – объем торгового оборота (см. [1]), встречается в литературе чаще. Вместо  $M$  часто подставляют  $M1$  или  $M2$ , вместо  $Q$  – реальный ВВП, вместо  $PQ$  – номинальный ВВП, ВНП (см., напр., [2-4]).

В современном мире изучаемое на первых курсах институтов уравнение обмена стало корнем конструкции «денежная эмиссия = инфляция» в общественном мнении, влияющей на экономическую политику – как аргумент при столкновении позиций типа: «государство должно помочь экономике», «государство должно не мешать экономике выбраковывать неэффективные предприятия, чтобы остальные предприятия становились эффективнее» и т. д.

Различные экономические школы используют разный набор гипотез и разные подстановки членов уравнения обмена (см., напр., [5-8]), есть проблемы учета качества товаров, бартера, бесплатных услуг, граничных условий (например, на ресурсы), иностранных активов (например, валюты), импорта и экспорта, фактора времени (инерции экономики).

Еще одна важная проблема – что есть  $M$  в уравнении? Обычно подставляются денежные агрегаты –  $M1$ ,  $M2$ ,  $M3$ . Но по логике построения уравнения (1),  $M$  – это «деньги, которыми оплачены сделки», т. е. некоторое подмножество того, что называется деньгами, как-то пересекающееся с  $M2$  и другими денежными агрегатами. Чтобы перейти к форме (2), можно предположить, что:

а) финансовый оборот равен нулю;

<sup>1</sup> Применить уравнение на практике проблематично (об этом ниже). Но то, что вариантов практического применения уравнения два, а не один, важно для понимания логики теорий, связанных с уравнением.

- b)* финансовый оборот пропорционален торговому обороту с постоянным коэффициентом;
- c)* только деньги выбранного денежного агрегата обслуживают торговый оборот;
- d)* финансовый оборот не влияет на торговый, «существует в параллельном пространстве».

На этом шаге и рождается стереотипная трактовка уравнения обмена: «все деньги, что есть в экономике, используются для покупки всех товаров в ней», т. е. делается переход от записанного постфактум итога совершенных за период сделок к уравнению с независимыми переменными в качестве членов, а не заданными значениями. И из уравнения для оценки потребности экономики в денежной массе для проведения сделок получается балансовое уравнение: масса денег в экономике уравнивается товарами в ней. Но приведенные гипотезы вызывают сомнения: *a)* и *b)* опровергаются данными банковских оборотов; *c)* не выполняется – на деньги из агрегатов могут покупаться не только товары; *d)* не обоснована, если (2) – это балансовое уравнение активов и цен; и недостаточна, если это уравнение определяет денежную массу.

**Гипотезы о скорости обращения денег в уравнении обмена.** Скорость обращения денег (СОД), по распространенной точке зрения – скаляр (описывается одним числом) с тривиальной динамикой: СОД – постоянная, линейно растущая и т. д.

В отличие от этого, гипотеза о нетривиальности динамики СОД предполагает, что СОД не постоянна ни в кратко-, ни в средне-, ни в долгосрочной перспективах, и не сводится к зафиксированному раз и навсегда тренду на повышение или понижение. Подробное описание эволюции взглядов на СОД можно найти в [9; 10].

Непосредственно измерить СОД было нельзя – чем и как измерить скорость сделок в экономике было неясно. Обычно СОД либо вычисляют с помощью уравнения (2), подобрав наиболее подходящее определение  $M$  и других членов (и столкнувшись с упомянутыми выше проблемами), либо оценивают с помощью регрессии. В обоих случаях остаются сомнения: то ли СОД неверно оценена (теоретический подход неверен), то ли СОД действительно ведет себя так, как вычислена.

Мы предлагаем последовать по другому пути: исследовать не СОД, определяемую уравнением обмена, а скорость обращения средств внутри банковской системы. Она вычисляется непосредственно на первичных данных, без использования каких-либо уравнений. Для этого потребуется использовать открытые данные по оборотам отдельных банков.

**Как можно измерить скорость обращения денег через данные банковской системы?** Во-первых, можно использовать данные по потоковым характеристикам (оборотам). Высказывались предложения так или иначе связать какие-нибудь обороты банковской системы с уравнением обмена (1). Как описано в [9], еще в начале XX в. А.А. Соколов и С.Г. Струмилин в связи со скоростью обращения анализировали обороты по кассовым остаткам. К. Варбюртон предлагал использовать дебетовые обороты по счетам хозяйствующих субъектов (кроме банков). В [6] предлагается использовать суммарный дебетовый оборот банковской системы. В [9] предлагается использовать дебетовые обороты по текущим и расчетным счетам банковской системы. В [11] предлагается использовать вместо  $MV$  обороты платежной системы России. В [12; 13] вместо  $MV$  в уравнении используются данные по платежному обороту платежной системы Национального банка Республики Беларусь.

Мы придерживаемся данного направления, но считаем, что исследование объема операций (оборотов) следует дополнять исследованием интенсивности операций (оборачиваемости).

$$\text{Оборачиваемость} = \frac{(\text{оборот по дебету счета} + \text{обороты по кредиту счета})}{(\text{входящий остаток по счету} + \text{исходящий остаток по счету})}$$

В рамках статьи примем за  $V$  (скорость обращения денег) оборачиваемость суммарных активов банковской системы. Возникнет неясность – как такая величина соотносится с привычными подстановками значений в уравнение (1), однако, как нам кажется, это все же шаг не в сторону от логики Фишера, а скорее, возврат к ее исходному содержанию.

Поясним почему. Исходя из написанного выше, следующий вид уравнения Фишера будет лишь уточнением:

$$(M_{\text{фин. об.}} + M_{\text{торг. об.}}) \cdot V = \sum_i p_i q_i, \quad (3)$$

где в правой части отражены сделки не только с товарами, но и с финансовыми активами.

Представим, что нет сделок, оплачиваемых вне банковской системы. Тогда, на первый взгляд, оборачиваемость суммарных банковских активов и была бы скоростью обращения денег в уравнении (3), ибо она определяется как отношение суммы операций по счету за месяц к остатку на счете и соответствует смыслу уравнения обмена: «все деньги в системе обслуживают все сделки». Если отметить, что денежная масса в уравнении Фишера – это, как и остатки на счетах в расчете оборачиваемости, переменная запаса (дискретная), а не потоков, то сходство становится наглядным.

Но у такого соответствия есть ограничения:

*Во-первых*, в банковских оборотах есть «бухгалтерские», технические проводки со счета на счет, не несущие экономической нагрузки. В анализе мы старались учитывать их наличие. Большая часть их влияния на скорость обращения нивелируется, так как такие проводки чаще всего «зеркально» отражают реальные операции по другим счетам.

*Во-вторых*, на данных банковской системы товарный и финансовый обороты четко не разделяются.

*В-третьих*, есть наличный оборот. Он сокращается вследствие закона об онлайн-кассах, распространения кредитных карт, рау pass, и стремления предприятий минимизировать оплату закупок наличными во избежание проблем с налоговыми органами. Отметим, что масштабы не учтенной в официальной статистике экономики России неясны, и соответствующий ей наличный оборот может оказаться значительным. Данные онлайн-касс представляют большой интерес и могут дополнить наш подход в части торгового оборота.

*В-четвертых*, есть оборот, не попадающий в данные банковской системы РФ, – например, средства клиентов в зарубежных кредитных организациях (КО).

*В-пятых*, есть вопрос о транзакциях между банками (что значат в смысле уравнения обмена межбанковские кредиты?), и как вообще следует учитывать в уравнении обмена кредиты, если пытаться вычислить инфляцию.

*В-шестых*, не все записи на балансе банков можно назвать деньгами. Например, если банк получил в актив завод в качестве залога по просроченному кредиту, то оборот есть, но можно ли сказать, что в этот период произошла сделка, опосредованная деньгами?

Именно оборачиваемость суммарных активов выбрана как объект анализа, поскольку: во-первых, исследуя оборачиваемость суммарных активов и пассивов и отдельных счетов, входящих в них, можно одновременно не упускать из вида части денежного оборота и, детализируя, выяснять факторы, определяющие его динамику; во-вторых, у ЦБ больше возможностей влиять на оборачиваемость и денежную массу по отдельности, чем в целом на оборот ( $MV$ ). Однако анализ оборачиваемости должен дополняться анализом оборотов (что и было сделано)<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> В статье используется термин «измерить» СОД как оборачиваемость, хотя точнее следует сказать «рассчитать»: по данным отдельных счетов отдельных банков считается частное двух суммарных величин. Но и в уравнении Фишера СОД – это частное суммарных величин. Термин «измерить» подчеркивает, что СОД не оценивается косвенно, а напрямую вычисляется.

Также мы полагаем, что не может быть, чтобы скорость обращения внутри банковской системы менялась, а во всех остальных сегментах экономики была стабильна или компенсировала изменения в банковской системе. Обоснование такой позиции состоит в том, что, как утверждается ниже, изменения скорости обращения внутри банковской системы вызваны экономическими факторами, которые чаще всего влияют на все участки денежного оборота, а не только на банковский оборот.

Остается неясным, по каким именно счетам следует измерять СОД, чтобы встроить такой показатель в уравнение обмена. Сейчас мы не видим другого выхода, кроме как рассматривать оборачиваемость по всем важным строкам активов и пассивов, чтобы составить в итоге общую картину. Проблема не только в ограничениях данного подхода, но и в том, что не ясно, как усложнить уравнение обмена с учетом изложенного выше. Не понятно, что такое СОД, измеренная по оборачиваемости, в контексте уравнения обмена, и что есть уравнение обмена, если СОД непостоянна?

При этом наше исследование охватывает достаточное число участков денежного оборота, чтобы быть уверенными в выводах о СОД. Другими словами, рассматривается показатель (а точнее набор показателей) того же класса, что и СОД из уравнения обмена, и на этом основании выводы из анализа исследованных показателей переносятся на СОД в уравнении обмена, учитывая широкое пересечение и взаимосвязанность участков денежного оборота, по которому они измеряются. Обычно уравнение обмена используется в исследованиях как некая «отправная точка», а здесь «отправной точкой» служит измерение скоростей обращения.

**Анализ динамики СОД.** Проведено исследование оборачиваемости активов и пассивов банковской системы. Идея методики состоит в том, чтобы с высшего уровня агрегации данных отчетности по форме 101 (оборотная сторона баланса, оборот по суммарным активам банковской системы) по необходимости «спускаться» к частным уровням агрегации, рассматривая консолидированные счета банковской системы, отдельные счета банковской системы, распределение показателей по отдельным банкам (концентрация оборотов и остатков), показатели отдельных банков. Такое движение «сверху-вниз» позволяет найти причины, формирующие динамику на макроуровне: действия отдельных банков, групп банков и конъюнктура отдельных направлений банковской деятельности оказывают такое же влияние на динамику макропоказателей, как и факторы макроуровня.

Подчеркнем, при таком подходе содержательность общего показателя скорости обращения денег обосновывается эмпирическим исследованием каждой из ее составляющих, т.е. СОД представляет интерес и сама по себе, вне конкретной формы уравнения обмена<sup>3</sup>.

Здесь на рис 1. дано лишь обобщенное представление ситуации, достаточное, чтобы сделать выводы, касающиеся непосредственно СОД<sup>4</sup>.

Оборачиваемость суммарных активов можно интерпретировать как меру активности деятельности банковского сектора (и остальной экономики, поскольку юридические и физические лица проводят свои операции через банки)<sup>5</sup>. В 2008 г. активность операций уменьшилась в преддверии кризиса. Затем, на пике кризиса она возросла

<sup>3</sup> Далее в разделе СОД и оборачиваемость суммарных активов – синонимы.

<sup>4</sup> Данные рисунков 1-3 рассчитаны с помощью разработанного нами инструментария по методологии ЦБ, приведенной в «Сводной статистической информации по крупнейшим банкам». Использовалась выборка КО, опубликовавших 05.2008 на сайте ЦБ свою отчетность с оборотами (чтобы исключить «скачки» в динамике статистических данных из-за принятия банками технического решения начать публиковать обороты).

На рисунках оборачиваемость отражает экономическую активность за предыдущий месяц. Размерность – обороты за месяц.

<sup>5</sup> Временные периоды могут сравниваться по оборачиваемости суммарных активов только вместе с анализом их компонент: мог измениться не уровень активности, а структура операций (например, стало больше «схем»).

(адаптация к кризису и меры экономических агентов по собственному спасению). Но после пика кризиса снова упала: срочные меры были приняты; произошел спад обычной экономической активности; средства, предоставленные ЦБ, не использовались в полной мере для кредитования экономики и вместо этого использовались как резервы (в основном, валютные: с одной стороны, это было выгодно, с другой – не во что было вкладывать, с третьей – чтобы прикрыть собственные валютные риски банков).

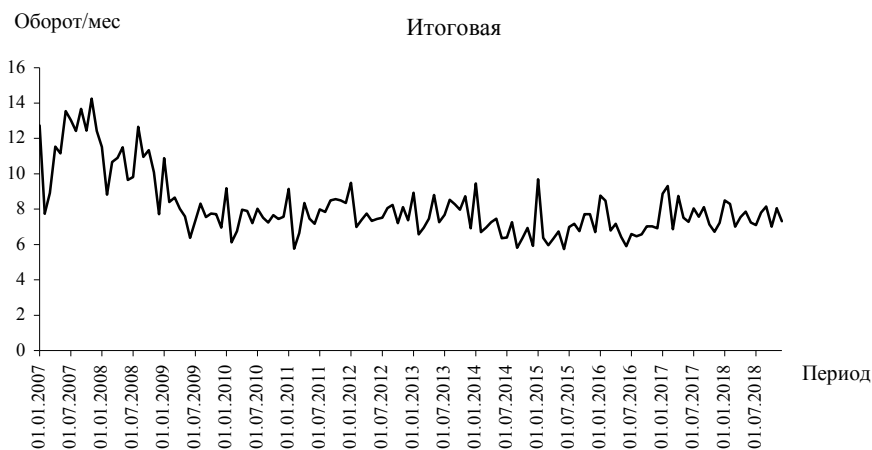


Рис. 1. Оборачиваемость «Суммарных активов», число оборотов за месяц

Источник: расчеты автора по данным ЦБ.

Судя по динамике СОД, кризис не достиг дна в начале 2009 г. (распространенная точка зрения). Вместо этого деньги ЦБ «застряли» в крупнейших банках, что «скрашивало» статистику по остаткам, но средства не работали так же, как до кризиса. В регионах же кризис достиг дна только к середине 2010 г.

После 2010 г. активность операций в экономике так и не восстановилась полностью – началась стагнация, продлившаяся до событий 2014 г., которые с точки зрения динамики оборачиваемости и механизмов кризиса были крайне похожи на события 2008 г.: модель экономики и тип внешнего шока не изменились, разве что усилилось недоверие к ее перспективам у экономических агентов. Фактически, с нашей точки зрения, экономика РФ из кризиса 2008 г. до сих пор не вышла<sup>6</sup>.

Таким образом, в исследованном периоде (2007-2018 гг.) оборачиваемость сыграла роль «градусника» – резкий рост на пике кризиса, падение при спаде экономики и затем рост по мере активизации экономики (который гипотетически может перейти в «перегрев»). Несколько удивляет рост оборачиваемости в 2017 г. Новостной фон, отзывы участников рынка и бытовые наблюдения, скорее, говорили о том, что экономика в лучшем случае близка к стагнации, либо медленно деградирует.

Однако, во-первых, основной рост оборачиваемости вызван ростом оборачиваемости валютных средств (рис. 2).

Во-вторых, оборачиваемость повысилась не из-за закрытия «банков-зомби» (удаления из выборки банков, не ведущих активной деятельности). Значимой разницы в динамике по двум выборкам КО – опубликовавшим данные с оборотами 10.2013 и опубликовавшим их одновременно 10.2013 и 12.2018 («выживших») – нет.

<sup>6</sup> Подробнее о событиях 2008-2015 гг. см. в [14-16].

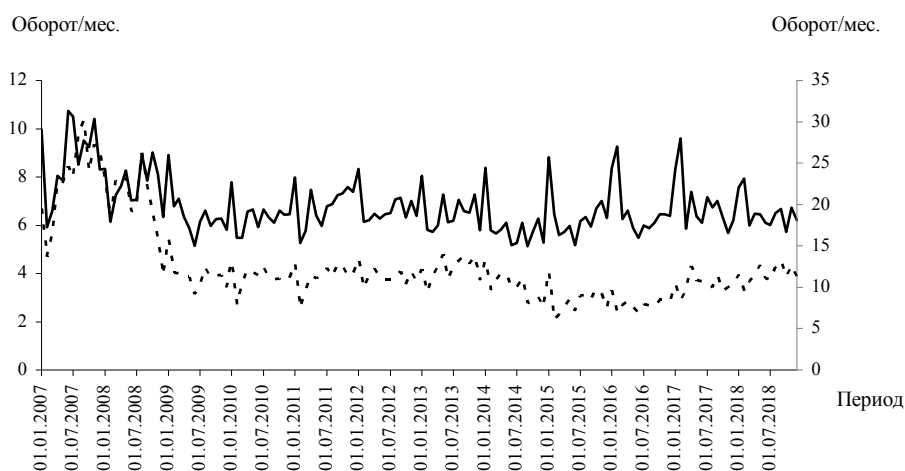


Рис. 2. «Суммарные активы»: оборачиваемость по составляющим:  
— рублевые активы; ---- валютные активы (правая ось)

В-третьих, из анализа отдельных ключевых строк банковских пассивов следует несколько важных обстоятельств:

*а)* Количество валюты в долларовом эквиваленте на счетах клиентов банков и у самих банков уменьшается, а ее обороты сохраняются, т. е. оставшуюся валюту приходится использовать для расчетов интенсивнее (происходит рост оборачиваемости). Другими словами – если в предыдущие витки кризиса деньги «замораживались» в виде валютных резервов, оттягивались из экономики, то сейчас, видимо, эти резервы частично «проедаются»: даже несмотря на накопление госбанками наличной валюты с конца 2017 г. (вероятно, в подготовке к санкциям) и аналогичную мотивацию для других экономических агентов переводить средства внутрь страны.

*б)* Обычно «средства в расчетах» выступают, скорее, как «зеркало» операций по другим счетам, но в 2017 г. повышение объема операций на валютной бирже (в особенности – сделок «своп») оказывало заметное влияние на их оборачиваемость, и через нее на суммарную валютную оборачиваемость. Рабочая гипотеза – заход краткосрочных средств нерезидентов на рынок. Вряд ли этот фактор можно трактовать как долгосрочное оздоровление экономики.

*в)* Рост валютной оборачиваемости депозитов от КО-резидентов в 2016-2017 гг., связанный с операциями банка «Открытие». Возможно, средства использовались для «затыкания дыр» и спешной реструктуризации активов. В активах можно отметить высокую оборачиваемость ценных бумаг, которая, в том числе, может быть связана с фактором реструктуризации активов КО, оказавшихся в тяжелом положении.

*г)* Сохраняется сравнительно низкий уровень просроченной задолженности нефинансовых организаций: порядка 4,5% по выборке во второй половине 2018 г. (рис. 3). Он вызван удивительно низким уровнем валютной просроченной задолженности (около 1%). Динамика оборотов и их концентрация предполагают, что крупнейшие банки (государственные) реструктурировали валютные кредиты в рублевые. При этом в них суммарный уровень просроченной задолженности (рублевой + валютной) заметно ниже, чем в остальных банках. Можно ли ожидать от государственных банков высокой эффективности кредитования, каковы условия реструктуризации и качество реструктурированных кредитов – вопросы для отдельного исследования.

Вероятно, говорить о принципиальном оживлении экономики пока не следует, особенно с учетом рисков новых санкций.

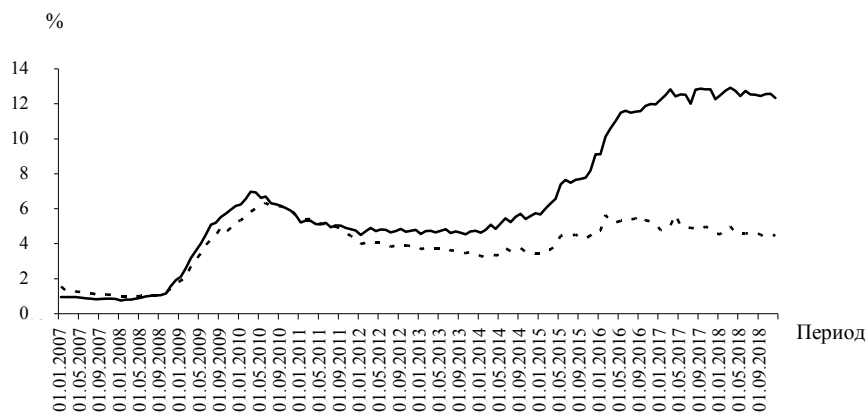


Рис. 3. Доля просроченной задолженности нефинансовых организаций  
 --- по всем КО выборки; — без Сбербанка, ВТБ и ГПБ

**Выводы.** Перейдем к обсуждению СОД как теоретической конструкции и выводам, вытекающим из кратко описанного выше анализа.

*Во-первых*, если учитывать в уравнении обмена финансовые потоки и активы, то СОД, рассчитанная на данных банковской системы РФ 2007-2019 гг., не постоянна. Оборачиваемость суммарных пассивов банковской системы может меняться за месяц на треть. Для отдельных направлений банковской деятельности – в разы. Таким образом, оценивая из уравнения размер денежной массы, СОД нельзя считать постоянной.

*Во-вторых*, у СОД есть содержательная динамика (обусловленная экономическими факторами): при анализе оборачиваемости на уровне трендов почти всегда удавалось понять причины изменений в динамике оборачиваемости. На уровне колебаний месячных значений оборачиваемости объяснения найти сложнее. Но опыт такого анализа склоняет к предположению, что в большинстве случаев причина не в «случайных» колебаниях или технических бухгалтерских проводках (не несущих экономического содержания), а в сложности выявления экономических причин краткосрочных изменений интенсивности деятельности. Необходимо хорошее понимание различных рынков, направлений банковской деятельности.

*В-третьих*, вместо скалярной СОД есть набор различных скоростей обращения, и у каждой из них есть содержательная динамика.

Из сказанного следует, что в разных экономических условиях динамика СОД различается. Более того, в периоды экономических шоков или экономических изменений (поворотных моментов, перестройки структуры экономики) начинается не только изменение абсолютных уровней скоростей обращения, но и их уровней относительно друг друга, т. е. скорости изменяются не пропорционально друг другу. Такое изменение соотношений отражает перестройку структуры банковской системы нагляднее, чем данные по остаткам<sup>7</sup> (так как показывает не только сравнительно инертный объем средств на счетах, но и интенсивность операций с ними).

*В-четвертых*, СОД имеет разные значения на уровне отдельных банков. Мы выявили, что ранкинги (ранги) КО по размеру потоков средств, проходящих через КО (т. е. оборотов), и размерам активов существенно отличаются друг от друга в силу различий в стратегиях КО, а также концентрации потоков и остатков по различным направлениям банковской деятельности [14]. Иными словами, СОД нам

<sup>7</sup> Но всегда первый шаг – анализ остатков.

представляется некоторой матрицей со строками баланса и банками (группами банков) по вертикали и горизонтали, а не единой величиной.

Отметим, что с одной стороны, наши данные показали существенную неравномерность внутри системы, с другой – оборачиваемость активов банковской системы как суммы всех банков демонстрирует неожиданную устойчивость к составу выборки, что гипотетически может до определенной степени компенсировать эффекты этой неравномерности и (гипотеза) свидетельствовать о «фрактальном» строении банковской системы (повторяемости групп банков из наборов по определенным стратегиям).

Из всего этого следует, что разные страны, видимо, имеют разную скорость обращения денег. Если даже внутри одной банковской системы и отдельных банков есть такое экономически содержательное разнообразие скоростей обращения, следует ожидать его и для разных стран. Различия в скорости обращения между странами обусловлены различиями в культуре предпринимательства, цепочках посредников и их длине, различных уровнях развития экономики и технического оснащения расчетов, различным отношением к риску и, конечно, различной оценкой перспектив экономическими агентами («все плохо», «все в порядке» и т. д.).

*В-пятых.* О факторе времени. Возможно, вопрос: «какое влияние окажет изменение денежной массы в долгосрочной перспективе» менее интересен, чем «какое влияние окажет изменение денежной массы через месяц, полгода и год». Возможно, не так важно, что будет, когда влияние изменения денежной массы осуществится полностью, ибо экономика почти никогда не достигает точки, заданной первоначальными значениями переменных уравнения: последующие воздействия накладываются друг на друга. Хотелось бы не «грубо» воздействовать на денежную массу, а оперативно, в соответствии с моментом «подбрасывать дрова в топку» в нужном размере в нужное место. Важно не только, что будет, когда уравнение обмена выполнится, но и в промежутках.

Ситуация, вызвавшая эти рассуждения – предоставление ликвидности крупным банкам в 2008 г. В краткосрочной перспективе (в начале 2009 г.) ликвидность от ЦБ «застряла» в крупных банках и не дошла до регионов. Состояние экономики соответствовало этому. В среднесрочной перспективе (в 2010 г.) – ликвидность более-менее рассредоточилась по экономике. Альтернативный путь (когда перераспределение ликвидности произошло бы эффективнее, и в регионах была бы поддержка ликвидностью) гипотетически мог дать другой сценарий развития экономики и другие темпы роста, т. е. путем различных в краткосрочной перспективе действий можно было получить другую экономическую траекторию. Изучение этих процессов связано с анализом компонент скорости обращения, ибо она показывает, как используются средства и интенсивность их перераспределения по системе.

Все это «выливается» в вопрос нейтральности денег. Ответ на него не кажется ясным. Исходя из анализа, в периоды кризиса экономике требуется больше денег, чем ожидалось (и, возможно, по аналогии, при «перегреве» – меньше). В этом случае увеличение объема денег может не вызвать инфляцию (или, скорее, вызвать не только ее) – в кризис средства используются в качестве резервов, а не потребления. Но отвечать на этот вопрос безотносительно ко времени – бессмысленно. Вполне возможно, что на достаточно длинном периоде (например, полвека) экономика скомпенсирует недостаток денег, вызванный снижением скорости их обращения в ходе кризиса, и придет к тому же значению, к которому могла прийти в результате корректирующих действий, но позже. При этом остается открытым вопрос «как соотносятся риски вариантов действия и бездействия»?

Таким образом, получается, что в некоторых ситуациях предоставление денег и вмешательство государства необходимо (чтобы компенсировать снижение оборачиваемости, «заморозку» денег). В этом смысле деньги не нейтральны, и выводы



нашего исследования поддерживают позицию Дж. М. Кейнса. Подчеркнем, из этого не следует, что вливание денег – само по себе панацея, и что оно не приведет к высокой инфляции. Вероятно, уровень инфляции, вызванной увеличением денежной массы, зависит от некоей «эффективности» экономики: пойдут дополнительные средства на потребительский импорт или инвестиции и т. д.

*В-шестых.* Регуляторные воздействия могут демпфироваться изменениями СОД. Предоставление в 2008 г. ликвидности системе, которая уже не работала с той же интенсивностью (и в том же режиме – структура операций изменилась под кризисные условия), снизило эффект предоставления ликвидности. Предоставление ликвидности произвольному сегменту банковской системы не обязательно приводит к ожидаемому равномерному распределению средств в экономике, и определение ориентиров регуляторной политики по ликвидности должно зависеть от скоростей обращения. «Черный ящик» в виде банковской системы с ликвидностью на входе не обязательно эффективно перераспределяет ее по экономике.

Поэтому следует либо работать над пониманием, на какой «вход» подавать ликвидность, либо над устройством системы, чтобы она самостоятельно эффективнее перераспределяла средства.

Предполагается потенциально важным развитие регуляторной политики в двух направлениях:

а) Связка «ориентиры стратегического развития» – «предоставление ликвидности». Чтобы понять, каким именно кредитным организациям предоставлять ликвидность, необходимо понимать, какие узлы банковской системы, отрасли и проекты государство хочет поддерживать в первую очередь. В кризисы при ограниченных ресурсах особенно важно наличие таких приоритетов (если придерживаться позиции, что государство должно поддерживать бизнес). Без них поддержку могут получать те, кто оказался «громче и ближе» в очереди. Также отметим, что доля малого бизнеса в экономике РФ низка, и его развитие может быть источником роста экономики, обеспечить население работой и повысить низкую «рождаемость» новых крупных бизнесов. Важно понимать, что эффективно кредитовать малый бизнес через крупные банки проблематично (бизнес-процессы и масштабы деятельности крупных банков и малого бизнеса не соответствуют друг другу).

б) Развитие проектного финансирования (предоставление кредитов под конкретные цели, а не под конкретную компанию (подробнее см., напр. [17; 18]). Для этого необходимо развитие аудита, стандартов финансовой экспертизы, прозрачности предприятий и возможностей банков для контроля над целевым использованием средств. Возможно, стоило бы стимулировать отдельные банки (здоровые региональные, подразделения крупных банков) специализироваться на таком кредитовании, а также покрывать часть рисков, предоставляя по отдельным проектам государственные гарантии.

*В-седьмых.* Чтобы определить необходимый объем поддержки ликвидностью или объем изъятия средств из финансовой системы, и точки применения этих инструментов (КО, финансовые инструменты), видимо, требуется выяснить, как средства «перетекают» внутри банковской системы, где они «застывают», и где «крутятся» слишком быстро. Гипотетически отсюда появляются дополнительные возможности для регулирования (за счет адресного регуляторного воздействия на эти сегменты).

Это, в числе прочего, ставит вопрос об алгоритмизованном оперативном анализе со стороны регулятора с алгоритмизированной (или полуалгоритмизированной) системой принятия решений. Технически ЦБ мог бы использовать внутрисдневные данные, данные онлайн касс с разбивкой по отдельным товарам и данные по отдельным транзакциям. Очевидно, такая система уязвима со стороны человеческого фактора и возможности избыточного контроля.

*В-восьмых.* С позиции нашего исследования на качественном уровне получается, что ни СОД, ни ставка процента в случае России не являются первичными (а это один из корней спора между монетаристами и кейнсианцами [10]). Для России на исследуемом периоде, скорее, именно риски и экономические ожидания определяют активность агентов, ставки и реакцию ЦБ. Чем выше риски в экономике, тем выше ставки и рост СОД (происходит адаптация к рискам), а затем СОД снижается, поскольку активы выполняют роль резервов. Резервы повышаются для защиты от возросших рисков ликвидности, так как снижается готовность банков предоставлять средства в кредит из-за возросших рисков контрагентов и из-за сужения спроса на инвестиции (контрагенты не готовы начинать новые проекты). При уменьшении рисков и улучшении ожиданий экономических агентов экономика начинает восстанавливаться (и поддержка деньгами от ЦБ, видимо, может ускорить этот процесс). Видимо, склонность к сбережению – конструкция, связывающая вместе эти элементы.

\* \* \*

Завершим обсуждение следующим вопросом: что первично – денежная масса или скорость обращения денег? В традиционном подходе первична денежная масса, а скорость обращения денег следует из нее. Из нашего же исследования вытекает, что, скорее, скорость обращения первична. Она определяется состоянием экономики (и во многом – оценкой рисков экономическими агентами), а из скорости обращения денег следует потребность экономики в денежной массе<sup>8</sup>.

### Литература

1. Фишер И. Покупательная способность денег. М.: Дело, 2001 (1925). 318 с.
2. Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р. Экономика. М.: Дело, 1995. 864 с.
3. Иванов Б.И., Соколов В.В. Деньги. Кредит. Банки. 2-е изд. М.: Проспект, 2009. 848 с.
4. Мищенко С.В. Эволюция теорий денег и кредитно-денежной политики // Проблемы современной экономики. 2010. № 3. С. 66-70.
5. Бураков Д.В. Крах теории денежного рынка. Эмпирические аномалии и теоретические иллюзии // Вестник института экономики РАН. 2016. № 1. С. 29-47.
6. Абдуразаков Т.К. Сущность уравнения обмена и проблема расчета скорости обращения денег // Финансы и кредит. 2007. № 5. С. 31-39.
7. Бурачков В.К. Современные проблемы теории скорости обращения денег // Банковский вестник. 2005. № 31. С. 35-46.
8. Лиференко Ю.В. Исследование формулы Фишера и возможность ее применения в виртуальной экономике // Финансы и кредит. 2015. № 31. С. 2-14.
9. Бурачков В.К. Денежная теория и динамичная экономика. Эдиториал УРСС, 2003. 352 с.
10. Харрис Л. Денежная теория. М.: Прогресс, 1990. 749 с.
11. Гладковский В.Б. Платежная система как индикатор экономических процессов // Деньги и кредит. 2011. № 11. С. 32-35.
12. Короп В.В. Мониторинг макроэкономической динамики и монетарной стабильности на основе платежного подхода // Деньги и кредит. 2012. № 12. С. 42-46.
13. Короп В.В. Денежные потоки и оптимизация денежного предложения // Деньги и кредит. 2013. № 8. С. 44-49.
14. Ибрагимов Ш.Ш. Аналитический потенциал банковской балансовой отчетности в исследовании концентрации оборотов банковского сектора // Научные труды ИНИП РАН. М.: МАКС Пресс, 2014. С. 133-156.
15. Ибрагимов Ш.Ш. Интенсивность деятельности российского денежно-банковского сектора в условиях воздействия на экономику негативных внешних факторов в 2014-2015 гг. // Проблемы прогнозирования. 2016. № 5. С. 103-118.
16. Ибрагимов Ш.Ш. Перспективы развития кредитования: влияние кризиса 2015 года // сайт ИНИП РАН, Январь 2016. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://ecfor.ru/publication/perspektivy-razvitiya-kreditovaniya-vliyaniye-krizisa-2015-goda/>
17. Говтвань О.Дж. Финансирование инфляции, риски и стабилизация // Проблемы прогнозирования. 2006. № 6. С. 3-18.
18. Панфилов В.С., Говтвань О.Дж. Финансовая политика России в перспективном периоде // Проблемы прогнозирования. 2012. № 6. С. 35-51.

<sup>8</sup> Конечно, если денег драматически не хватает, то это может привести к проблемам в экономике и понижению деловой активности (скорости обращения).