

Деньги

ПРОБЛЕМЫ РАСЧЕТА ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ

М. П. ЦХОВРЕБОВ,
кандидат экономических наук,
аналитик ОАО «Банк Петрокоммерц»
E-mail: tshovrebov.m.p@pkb.ru

В статье показана необходимость корректировки методологии расчета денежного агрегата М2, наиболее распространенного показателя денежной массы в России.

Ключевые слова: расчет, методология, финансовые рынки, анализ, денежное предложение, денежная масса, денежные агрегаты, М2.

В качестве показателей денежной массы в большинстве стран используются агрегаты М1, М2, М3 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».

Автор считает, что при анализе денежной массы, а также возможных последствий ее изменения для экономики использование денежного агрегата М2 не всегда корректно, а в некоторых случаях может приводить даже к некоторой путанице.

Банк России эмитирует наличную валюту, которая используется 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 номинально. 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 банка¹. Для обеспечения возможности проведения операций по расчетным счетам банкам приходится держать определенную сумму «реальных денег» на корсчетах. К примеру, 50 млн руб. на корсчетах банка могут обслуживать расчетные счета с общей суммой остатков на 1 млрд руб. Если денег на корсчете банка нет, 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 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 деньги в виде наличных и т.д.². Поэтому срочные депозиты задействуются в качестве денег гораздо реже.

Различные финансовые активы предоставляют право их владельцам на владение и распоряжение определенной суммой «реальных денег», но являются деньгами лишь номинально. Всякий раз при проведении платежей владельцы этих активов предварительно конвертируют их в «реальные деньги» для дальнейшего совершения операций.

¹ При внутрибанковских расчетах движение средств по корсчету не происходит, т.е. фактически не требуется предварительной конвертации расчетного счета в «реальные деньги». Тем не менее, на общий ход рассуждений и конечные выводы это не влияет.

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

Это очень важный момент для понимания современного денежного обращения. Вместо «реальных денег» можно хранить какой-либо актив, а в случае необходимости, скажем при проведении 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». 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].

Более ликвидные активы, такие как остатки на расчетных и депозитных счетах, чаще конвертируются в деньги в целях 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 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.

Таким образом, 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. По соображениям автора, высоколиквидные облигации — это 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 РФ, на текущий момент только объем ГКО-

ОФЗ составляет порядка 1,5 трлн руб. К этой сумме следует добавить ОБР (облигации Банка России), муниципальные облигации, а также облигации первоклассных эмитентов, преимущественно госкомпаний. 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 центрального банка, 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 существует в Корее. 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 расчеты в инвалюте запрещены, частота и легкость конвертации этих активов в рубли, думается, 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 от этого, надо сказать, случаются немалые казусы. К примеру, в октябре 2008 г. по сравнению с сентябрем 2008 г. денежный агрегат М2, исходя из статистики ЦБ РФ, сократился на 5,94 % (с 14,4 трлн руб. на 01.10.2008 до 13,5 трлн руб. на 01.11.2008). 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, так же 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. Отчего возникает немалая путаница. Объем наличных долларов на руках у населения может возрасти на 30–40 млрд долл. (это порядка 1 трлн в рублевом эквиваленте), а денежные агрегаты

этого не отражают. Спецификой России является большой объем наличных долларов в обращении. Автор считает, что их следует учитывать при расчете денежных агрегатов.

Целый ряд стран включает депозиты, номинированные в иностранной валюте, во все агрегаты. В Норвегии 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 долларовые депозиты включаются во все денежные агрегаты.

В идеале следует рассчитывать комбинированный денежный агрегат, в который различные активы включались бы с учетом весовых коэффициентов, показывающих, насколько тот или иной актив выполняет роль средства платежа. Менее ликвидные активы в меньшей степени являются средством платежа и в большей степени средством сохранения стоимости, и наоборот. Тогда формула расчета денежной массы будет выглядеть следующим образом:

$$ДМ = НД + \sum A_i \cdot K_i,$$

где $НД$ — наличные деньги в обращении,
 A_i — стоимость финансового актива,
 K_i — коэффициент взвешивания, который зависит от частоты конвертации того или иного актива в деньги в целях проведения платежей.

Если коэффициент взвешивания для расчетных счетов принять за 1, то для валютных счетов до востребования его значение составит порядка 0,9, для высоколиквидных долговых инструментов — порядка 0,8, срочных рублевых и валютных счетов — порядка 0,75 и т. д.

«Комбинированный денежный агрегат» по своему экономическому смыслу аналогичен по-

казателю «Money Divisia»³. Однако в отличие от предлагаемого в статье расчета коэффициентов взвешивания экспертным путем в зависимости от частоты конвертации данного актива в «реальные деньги» для совершения платежей по транзакциям его разработчики используют более формальный подход. Финансовый актив считается более ликвидным при меньшей процентной ставке, начисляемой по данному финансовому активу (по сравнению с неким бенчмаркингом, принятым в данной стране).

Показатель «Money Divisia» с 1993 г. регулярно рассчитывается, в частности, Банком Англии [1]. Денежные агрегаты, рассчитываемые как сумма взвешенных активов, до сих пор не получили широкого распространения лишь в силу определенных сложностей их расчета.

Достоинство денежных агрегатов М1, М2, М3 в простоте их расчета. Тем не менее, даже если Банк России откажется от комбинированного денежного агрегата в силу сложности его расчета, как минимум, существует необходимость корректировки методологии расчета денежного агрегата М2 — наиболее распространенного показателя денежной массы в России.

Список литературы

1. Денежная и финансовая статистика: сборник. Вашингтон / Международный валютный фонд. 2008. С. 184.
2. Илларионов А. Природа российской инфляции // Вопросы экономики. 1995. № 3. С. 11.

³ Назван по имени французского экономиста Francois Divisia (1925), первым предложившего расчет данного показателя.



УВАЖАЕМЫЕ ЧИТАТЕЛИ !

Журналы Издательского дома «ФИНАНСЫ и КРЕДИТ» стали доступны в электронном виде в Научной Электронной Библиотеке (eLIBRARY.RU).

На сайте **eLIBRARY.RU** можно оформить годовую подписку на текущие и архивные выпуски журналов, приобрести отдельные номера изданий или статьи.