



КРИПТОМИР И ЦИФРОВЫЕ ФИНАНСЫ / CRYPTO-WORLD AND DIGITAL FINANCE

Редактор рубрики С. А. Андрияшин / Rubric editor S. A. Andryushin

УДК 330.1:336.741:004

DOI: <http://dx.doi.org/10.21202/2782-2923.2021.3.473-484>

JEL: E40, E42, E52, E58, G21, L86

Научная статья

А. В. КОВАЛЁВ¹

¹ Белорусский национальный технический университет, г. Минск, Республика Беларусь

НЕКОТОРЫЕ МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ВОПРОСЫ СОВРЕМЕННОЙ ТЕОРИИ ДЕНЕГ

Ковалёв Александр Васильевич, кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры менеджмента, Белорусский национальный технический университет
Адрес: 220013, Республика Беларусь, г. Минск, пр. Независимости, 65/9, тел.: +375-17-331-7125
E-mail: kavaliou.aliaksandr@gmail.com
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0172-6447>
Web of Science Researcher ID: <http://www.researcherid.com/rid/P-4596-2018>
eLIBRARY ID: SPIN-код: 3829-8946, AuthorID: 916283

Цель: представление современных тенденций развития денежной системы в контексте ключевых методологических вопросов теории денег.

Методы: системно-функциональный подход к познанию современной денежно-кредитной системы и монетарной политики. Конкретными методами исследования выступили контент-анализ, сочетание исторического и логического методов, компаративный анализ, статистические методы.

Результаты: в статье рассмотрены методологические вопросы теории денег: происхождения и сущности денег; функций денег; природы их ценности; причин колебания ценности и оснований монетарной политики, на основе анализа которых показаны возможные перспективы развития денежных систем. Развитие рынка криптовалют является стандартным путем поиска эффективного средства обращения, возможность же функционирования криптовалют в качестве денег зависит от готовности государств отказаться от монопольного права на выпуск денег. Придание цифровым валютам центральных банков полноценных денежных функций позволит эффективнее конкурировать с иными цифровыми активами. Сосредоточение на снижении субъектами хозяйства ощущения неопределенности создаст условия для роста инвестиционной активности.

Научная новизна: в статье впервые представлены тенденции развития денежной системы в свете теории институтов как основы методологии теории денег.

Практическая значимость: представленные в статье идеи и выводы могут быть использованы в научной и педагогической сферах при анализе генезиса и сущности денег, а также тенденций развития современных денежных систем.

Ключевые слова: теория денег; происхождение денег; ценность денег; инструменты денежно-кредитной политики; неопределенность; биткоин; цифровая валюта



Благодарность: автор выражает благодарность участникам научно-методологического семинара «Цифровые финансы» Института экономики РАН за комментарии и замечания, позволившие улучшить текст статьи.

Конфликт интересов: автором не заявлен.

Статья находится в открытом доступе в соответствии с Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>), предусматривающем некоммерческое использование, распространение и воспроизводство на любом носителе при условии упоминания оригинала статьи.

Как цитировать статью: Ковалёв А. В. Некоторые методологические вопросы современной теории денег // Russian Journal of Economics and Law. 2021. Т. 15, № 3. С. 473–484. DOI: <http://dx.doi.org/10.21202/2782-2923.2021.3.473-484>

The scientific article

A. V. KAVALIYOU

¹ *Belarusian National Technical University, Minsk, Republic of Belarus*

SOME METHODOLOGICAL ISSUES OF THE MODERN THEORY OF MONEY

Aliaksandr V. Kavaliou, PhD (Economics), Associate Professor, Associate Professor of the Department of Management, Belarusian National Technical University

Address: 65/9 Nezavisimosti prospect, 220013 Minsk, Republic of Belarus, tel.: +375-17-331-7125

E-mail: kavaliou.aliaksandr@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0172-6447>

Web of Science Researcher ID: <http://www.researcherid.com/rid/P-4596-2018>

eLIBRARY ID: SPIN-code: 3829-8946, AuthorID: 916283

Objective: to present the current trends in the development of the monetary system in the context of key methodological issues of the theory of money.

Methods: a system-functional approach to the cognition of the modern monetary system and monetary policy. The specific research methods were content analysis, a combination of historical and logical methods, comparative analysis, and statistical methods.

Results: the article considers methodological issues of the theory of money: the origin and essence of money; the functions of money; the nature of their value; the causes of fluctuations in value and the foundations of monetary policy, on the basis of which the possible prospects for the development of monetary systems are shown. The development of the cryptocurrency market is a standard way of searching an effective means of exchange, while the possibility of cryptocurrencies functioning as money depends on the willingness of states to give up the monopoly right to issue money. Attributing full-fledged monetary functions to the central banks digital currencies will allow them to compete more effectively with other digital assets. Focusing on reducing the sense of uncertainty by economic entities will create conditions for the growth of investment activity.

Scientific novelty: for the first time, the article presents the trends in the development of the monetary system in the light of the theory of institutions as the basis of the methodology of the theory of money.

Practical significance: the ideas and conclusions presented in the article can be used in the scientific and pedagogical spheres when analyzing the genesis and essence of money, as well as trends in the development of modern monetary systems.

Keywords: Theory of money; Origin of money; Value of money; Monetary policy tools; Uncertainty; Bitcoin; Digital currency

Acknowledgement: The author is grateful to the participants of the scientific-methodological seminar "Digital finance" of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences for their comments which helped to improve the article.

Conflict of Interest: No conflict of interest is declared by the author.

The article is in Open Access in compliance with Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>), stipulating non-commercial use, distribution and reproduction on any media, on condition of mentioning the article original.



For citation: Kavaliou A. V. Some methodological issues of the modern theory of money, *Russian Journal of Economics and Law*, 2021, Vol. 15, No. 3, pp. 473–484 (in Russ.). DOI: <http://dx.doi.org/10.21202/2782-2923.2021.3.473-484>

Введение

Современные тенденции развития денежной сферы характеризуются стремительными изменениями. С одной стороны, произошла потеря регуляторами эффективного сочетания целей и инструментов денежно-кредитного регулирования, что привело к перманентному поиску новых способов воздействия на экономическую систему через монетарные передаточные механизмы – от кредитного и количественного смягчения до отрицательных процентных ставок. С другой стороны, мировое хозяйство XXI в. как никогда подвержено появлению новых форм и видов самих денег: возникновение биткойна, а позже и его блокчейновых аналогов, попытки кооперативной разработки крупными компаниями стейблкоинов, наконец, принятие программ внедрения в оборот цифровой валюты центральных банков.

Подобные изменения требуют научного осмысления. Необходимо обращение к базовым методологическим вопросам теории денег для выработки адекватного терминологического инструментария, который позволит анализировать возможные новые формы институционального воздействия политики на экономическую систему.

Целью статьи является представление современных явлений монетарной сферы в контексте ключевых методологических вопросов теории денег: происхождения и сущности денег; функций денег; природы их ценности; причин колебания ценности и оснований монетарной политики.

Проблемы происхождения и сущности денег

В последние годы наблюдается всплеск интереса к происхождению денег. На первый взгляд, столь пристальное внимание к давно произошедшему в истории хозяйства явлению вызывает удивление, но в действительности правильный ответ на данный вопрос позволит избежать иллюзии относительно возможностей создания новых искусственных субстанций, выполняющих денежные функции.

Методологическая проблема данного аспекта сформулирована К. Менгером в ходе *Methodenstreith*:

по какому пути – прагматическому или органическому – возникали деньги и иные социальные институты? Являются ли институты результатом сознательного замысла разума или возникли эволюционно в результате непреднамеренных человеческих действий? Как следствие – какая из функций денег превалирующая? В отношении денег Менгер однозначно выбирает «эволюционный» ответ: их возникновение не требовало никакого общественного договора, никакого законодательного признания; процесс появления денег опирался на обусловленную субъективными интересами деятельность экономических агентов: «...деньги не установлены государством, они не продукт законодательного акта, и санкционирование их государственной властью вообще чуждо... понятию денег» [1. С. 263].

Такой подход сочетается с предельно ясным и исключающим двойное толкование пониманием сущности денег – деньги представляют собой средство обращения, все остальные функции либо производны, либо необязательны: «...на рынках меновой торговли известные товары выделяются из круга всех остальных и становятся орудиями обмена, “деньгами” в самом широком значении этого слова» [2. С. 410].

Процесс происхождения денег у Менгера включает три важнейших элемента: в нем нет места государству, он эволюционный, конкурентный и требует распространения знания и подражания по мере осознания участниками рыночного процесса выгоды обладания денежным товаром [3]. Отметим также *свободу* выбора экономическими агентами такого товара из обладающих наибольшей способностью к сбыту. Среди факторов способности к сбыту, обусловленных внешними обстоятельствами (количество потенциальных потребителей, транспортабельность и развитость средств доставки товара, степень развития рынков, делимость товара и пр.), Менгер выделяет возможность спекуляции, т. е. поглощения избытков товара в настоящем с возможностью продажи в будущем, что косвенно указывает на важность возможности накопления данного товара без потери ценности. Это позволило некоторым авторам обозначить именно эту функцию в качестве определяющей, сущностной [4].



Против подобной трактовки можно выдвинуть сразу три аргумента:

– во-первых, значимость служить средством накопления важна на стадии отбора товара на роль денег, накопление же в деньгах как активе, не приносящем доход, нелогично;

– во-вторых, сберегать можно в любом другом товаре, делать это в деньгах просто удобнее, поскольку в следующем временном периоде не придется прикладывать усилий по обмену накапливаемого товара на тот, которым удобно пользоваться для обмена;

– в-третьих, наличие запаса денег представляет собой трансакционный спрос, т. е. обеспечивает выполнение именно функции средства обращения: «Как только товар или ряд таких товаров стали широко используемыми средствами обмена... в дополнение к существующему спросу на эти товары для целей потребления и технического производства возникает еще спрос для посреднических целей...» [5. Р. 107]. Деньги выполняют функцию средства обращения не только в момент заключения сделки и перехода от одного владельца к другому, а перманентно, будучи просто в запасе у своего владельца, обеспечивая ему возможность обмена в любой момент времени.

Точно так же вторичной является функция масштаба меновой ценности (Менгер не говорит о «мере ценности», потому что ценность в его концепции – субъективное суждение о значимости благ и измерять его просто невозможно. Измерять меновую ценность товаров можно в любом товаре, но в деньгах делать это практически проще [1. С. 278], а потому «*деньгам как таковым не следует приписывать функции „масштаба“ или „хранителя ценностей“; потому что это свойства акцидентальные и в понятии денег они не содержатся*» [1. С. 281].

Описанное понимание сущности и происхождения денег позволяет выстроить систему аргументации в отношении альтернативных подходов, наиболее распространенными из которых являются государственная теория денег/теория общественного договора и кредитно-долговая теория.

Государственная теория берет начало от Аристотеля, который разделяет идею «рационалистичности» происхождения денег, считает их порождением человеческого разума, результатом соглашения между людьми. Подобный подход не выдерживает критики как с исторических, так и с логических позиций:

– многие социальные институты и хозяйственные явления появились в «такие эпохи истории, когда, конечно, еще не могло быть, собственно, и речи о целесообразной, направленной на установление их деятельности обществ как таковых, или их властителей» [2. С. 404];

– разнообразие конкретных товарных форм денег в разные эпохи и у разных народов подчеркивает естественный характер их происхождения;

– невозможно объяснить, *каким именно образом* произошло заключение *общего* соглашения между всеми людьми.

Будучи не в силах преодолеть логическое противоречие, рационалистическая традиция трансформировалась в хартальную теорию Г. Кнаппа с возвеличиванием роли государства (см. ее анализ в [6]). Однако даже в таком виде теория не способна объяснить логический парадокс: как изобрести никогда не существовавший ранее социальный институт? Что именно должно было придумывать государство? И если Человеку Действующему понятно, что обмен на товар с большей способностью к сбыту приблизит его к конечной цели, разве будет он ожидать изобретения государством какого-либо инструмента для упрощения обмена?

Речь идет не об отрицании какого бы то ни было воздействия государства на монетарную сферу – история человечества продемонстрировала как позитивные, так и негативные моменты такого влияния, речь – о возникновении денег, что позволяет понять их сущность. Конечно же, государство может назначить на роль денег какой-либо товар, хотя «не следует упускать из виду, что в большинстве подобных случаев... законодательное постановление имело целью не столько введение известных товаров в качестве денег, сколько признание деньгами товаров, уже ставших таковыми» [2. С. 411].

Законодательное узаконивание определенного платежного средства с установленной государством сначала монополией на чекан, а позже, на этапе имплементации денежных заместителей (бумажных денег, банкнот, чековых счетов и пр.), предоставлением этого монопольного права производства денег банковской системе скрыло изначальную сущность денег. В рамках кредитно-долговой теории это выразилось в трактовке денег просто как «знака стоимости», создаваемого как долг перед банковской системой, IOU-money – «*I owe you*» (интересный взгляд на проблему см. в [7]). Но при сведении денег к долгу пред-



ставляется важным ответить на вопросы: а стали бы брать в долг тем активом, который не принимается в качестве всеобщего средства платежа? А давали бы в долг тем активом, который может за период нахождения в долге потерять свойство быть легко обмениваемым на любой другой товар? В конечном итоге централизованная банковская система с частичным резервированием превратилась в источник перманентно нарастающей денежной массы, провоцирующей кризисы, а понимание этого привело к трансформации глобальной финансовой системы [8]. Трансформация может стать радикальной ввиду возникновения децентрализованных денежных систем [9, 10].

Из представленных теоретико-методологических размышлений следуют интересные наблюдения для современности. Первое касается определения статуса биткоина. В некоторых исследованиях на основании анализа выполнения им денежных функций ему определена роль денег: «биткоин – цифровой аналог золота» [11]; в других отмечается «решающая роль государства», определяющего денежный товар и не допускающего конкуренции [12], а значит, и биткоин деньгами не является; в третьих роль биткоина сводится к инструменту отмывания денег и финансовой пирамиде. Представляется, что для корректного понимания очень важно сделать акцент на отсутствие конкуренции. В условиях государственной монополии на использование какого бы то ни было актива в качестве платежного средства мы не можем положительно определить, стал бы биткоин деньгами. И речь не столько о том, смог бы вытеснить биткоин из обращения фиатные деньги. Вопрос в том, какой из товаров был бы выбран экономическими агентами на роль денег в условиях свободного конкурентного выбора? До этого момента можно констатировать, что по природе и выполняемым функциям биткоин может рассматриваться как один из претендентов на роль денег. Но готовы ли правительства ведущих стран мира отказаться от *legal tender law* и позволить хозяйственным субъектам выбирать не только чем пользоваться в качестве средства обращения, но и в каких активах вести бухгалтерию? А вопрос о предпочтении в осях «доллар – биткоин» можно будет наблюдать в Сальвадоре, который признал оба актива законным платежным средством.

Вторым важным моментом является вопрос о наборе функций цифровых валют центральных банков. Определяемая как «электронное обязательство центрального

банка, выраженное в национальной счетной единице и выступающее как средство обмена и сохранения стоимости» [13], цифровая валюта представляет собой «форму фиатной валюты», «третью форму денег государства после наличных и электронных денег» [14]. Проект внедрения активно реализуется на настоящий момент в КНР в тестовом режиме, в России одобрена Концепция создания. И в том и в другом случае существуют заявленные центробанками ограничения: в Китае – возможность ограничения срока действия в целях создания возможности стимулирования потребительского спроса, в России – невозможность осуществления в цифровом рубле депозитно-кредитных операций. Процесс искусственного построения денег требует значительной осторожности – любое ограничение функций цифровых валют, по сравнению с альтернативными формами денег, будет вызывать в глазах экономических агентов рост издержек хранения активов в цифровых деньгах и, соответственно, сокращать спрос на них.

Вопросы ценности денег

Вторая методологическая проблема связана со стремлением достичь устойчивой ценности денежной единицы. Проекты «твердых денег» известны экономической науке давно, возможно, один из самых популярных был предложен И. Фишером на заре XX в. Все они опирались на исчисление индекса цен и регулирование предложения денег в сторону, противодействующую ценовым тенденциям. Казалось бы, постоянное возникновение теоретических попыток и практическая экономическая политика устойчивых денег основаны на благородной цели обеспечить межвременную сравнимость цен товаров, что только и обеспечивает возможность экономического расчета, предпринимательской деятельности и хозяйственного прогресса. Кроме того, устойчивые деньги позволяют сохранить в реальном исчислении зафиксированные в номинале количественные отношения в осях «должник – кредитор» и способствуют снижению издержек «исследования» рынка. Однако в действительности подобные проекты неизбежно наталкиваются на серьезные ограничения, делающие их невозможными.

Методологический вопрос: имеют ли социальные институты конечную цель в Аристотелевском духе? В соответствии с учением Аристотеля об изменениях в мире существуют четыре причины изменения вещей, природы или процессов:



- материальная – из чего сделана вещь;
- эффективная (действующая) – кто это сделал;
- формальная – что есть вещь;
- конечная цель – для чего сделана вещь.

И если в материальном производстве конечная цель практически всегда предшествует деятельности (цель – удобство ходьбы, вещь – туфли, сделаны обувщиком, материал – кожа), то в отношении социальных явлений все не так однозначно. Никто не задумывал создание всеобщего средства обращения, целью каждого отдельного человека было уменьшение издержек обмена – и в итоге цель достигалась. Формой денег стали слитки и монеты (позже – банкноты), материалом – золото и серебро как субстанции, в наибольшей степени соответствующие техническим требованиям к деньгам. Сущность денег – средство обращения, но, как продемонстрировано выше, никакой конечной цели обществом или его представителями до возникновения денег не ставилось. На уме у общества, как и у природы, ничего нет: получившиеся результаты – итог стихийных (спонтанных) процессов. Представляется, что попытки придать деньгам конечную цель в виде обеспечения ими стабильного уровня цен излишни.

Какие же проблемы возникают перед проектами создания стабильных денег? Во-первых, необходимо ответить на вопрос, что является источником ценности денег. Во-вторых, необходимо измерить ценность денег. В-третьих, необходимо отделить факторы, влияющие на ценность денег, лежащие на стороне товаров и лежащие на стороне самих денег. Наконец, в-четвертых, необходимо определить те инструменты монетарной политики, которые с точностью будут воздействовать в намеченном проектантами направлении, т. е. стабилизировать ценность денег.

Рассуждать о ценности денег в духе субстанционального подхода в эпоху бумажных и электронных денег представляется наивным – конечно же, их ценность не может сводиться к ценности субстанции, материала их изготовления. Точно так же следует отвергнуть номиналистическую теорию и в ее абстрактном, и в государственно-хартальном виде. Представление денег лишь условной счетной единицей, ценность которой основана на придании покупательной силы государством, противоречит очевидно наблюдаемому факту регулярной потери этой самой ценности вопреки пожеланиям государства. Функциональный подход к трактовке источника ценности денег основан, как

и для любого иного блага, на феноменах полезности и редкости и позволяет объяснить природу ценности денег в рамках любого типа обращения – металлического, бумажного, записей на счетах и иных. Полезность основана на выполнении деньгами важнейшей народнохозяйственной функции средства обращения, редкость определяется на разных стадиях развития денежных систем либо количеством металла в обращении, либо регулированием банковской системой (подробнее о классификации теорий ценности денег см. в [15]).

Что касается измерения ценности денег, то она интуитивно, с точки зрения практического опыта, представляется как их покупательная способность по отношению к товарам. Хорошо или плохо выполняет выпущенное в обращение количество денег свою основную функцию, мы наблюдаем через изменение цен товаров. Как отмечалось выше, деньги выполняют функцию средства обращения, даже находясь в запасах экономических агентов. Как только у последних возникают сомнения относительно качества выполнения функции, ценность денег в их глазах падает, они начинают сокращать количество денег в запасах, выталкивая их в оборот и тем самым подталкивая товарные цены к росту. Изменение ценности денег теперь доступно взгляду исследователя.

Измерение покупательной ценности денег в качестве базовых задач имеет определение набора товаров, через цены которых мы будем проводить данное измерение, сбор информации об их ценах (проблема дополняется отсутствием некой единой цены товара, разным качеством товаров и пр.) и придание веса/значимости каждому из товаров. Только вторая из задач является технической, статистической, остальные несут в себе серьезные проблемы.

У каждого домашнего хозяйства – уникальные набор и структура потребительской корзины, пропорции которой постоянно меняются, т. е. изменение покупательной способности различно для домашних хозяйств с различными составами потребления: «не существует меры внешнего движения ценности денег» [16, Р. 250]. Конечно, придание неких усредненных весов различным благам позволит рассчитать изменение некой «средней» покупательной способности денег, но в действительности субъективный характер ее оценок у разных людей не отменить.

Положение дел усугубляется тем, что рассчитанные «средние» изменения становятся основой для



принятия решений в области экономической политики – с помощью индекса рассчитывается темп роста реального ВВП, определяются размеры индексации зарплат, пенсий и прочих социальных трансфертов.

Вопрос о необходимости пересмотра состава корзины для расчета индекса роста цен остроумно поднят в работе [17]. Авторы обнаружили несоответствие между воспринимаемым экономическими агентами уровнем инфляции и гармонизированным индексом роста цен (*HISP*) в зоне евро. Объясняется подобный парадокс не только постоянными корректировками правил расчетов индекса *HISP*, но и фактическим оставлением за бортом товарной корзины благ, являющихся важной частью текущего и будущего потребления. Во-первых, речь идет об общественных благах (образование и здравоохранение включены в *HISP* только в части услуг за пределами госсектора и составляют незначительные по сравнению с фактическими 0,93 и 5,38 % корзины соответственно). Но, что еще важнее, индекс учитывает только цены текущих потребительских благ, а человек не ограничен заботой только о сегодняшнем дне – он является «человеком сберегающим», и для него огромное значение имеет динамика цен долгосрочных активов – недвижимости или фондового рынка! Включение неучтенных в корзине благ позволило авторам рассчитать альтернативные показатели инфляции, которые в среднем с момента введения евро оказались для Германии выше на 1,1 процентного пункта ежегодно, а с 2010 – на 2,5 %! Реальный экономический рост оказывается гораздо более медленным, как и рост реальных доходов. При этом больше всего страдают те домашние хозяйства, основой доходов которых являются текущие трудовые.

Важно также отделить влияние факторов роста цен, обусловленных изменениями в производстве и технологиях, от влияния изменения денежной массы. Менгер называет первую «внешней» (*Outer*), а вторую – «внутренней» (*Inner*) ценностью денег, и никакой «**постоянной** внутренней ценности» у денег нет [16] – она также подвержена изменениям, как и ценность иных благ. Предрассудок, в соответствии с которым деньги обладают «неизменяющейся внутренней ценностью», Менгер считал окончательно устранимым из науки [18. С. 39].

Идея «эталонной стоимости» денег [19] представляется ввиду вышеописанных неразрешимых противоречий построения *index number* бессодержа-

тельной. И уж тем более не имеет смысла «уточнять позицию Менгера и делать далеко идущие выводы». Приписывать Менгеру функцию меры ценности (масштаба цен) как первичную абсолютно неверно – о ее акцидентальности он говорит прямо. Кроме того, вполне возможен «разрыв» функций, когда измеряется ценность товаров в одном благе, например скоте, а расчеты производятся в другом – серебре [18].

Конечно же, государство может регулировать объем денег, но однозначно утверждать, как это будет воздействовать на уровень цен, невозможно, потому что неизвестно, в чьих руках и в какую очередь окажется прирост денежной массы, каковы предпочтения этих людей относительно хранения богатства в денежной и неденежной форме, все ли деньги вступят в циркуляцию или будут находиться в запасах, какова эластичность спроса на разные товары по доходу, эластичность предложения и т. д., и т. п. Концепт «сбалансированная инфляция» – бессмысленная и вредная выдумка учебников по экономике.

Устойчивая ценность денег никогда не наблюдалась, она иллюзорна, а постоянные попытки регуляторов достичь стабильности «общего уровня цен» выглядят как гонка за призраком.

Инструменты денежно-кредитной политики

Изменившееся состояние денежно-кредитной политики также требует переоценки с теоретико-методологических позиций. Проявившиеся тренды на снижение процентных ставок при замедлении инфляционных процессов привели центральные банки к ситуации невозможности осуществления экономической политики стандартными инструментами [20], которые включали норму минимального обязательного резервирования, ставку дисконта (иногда называемую учетной или базовой) и операции открытого рынка. Регулируя с их помощью объем денежной массы и банковские процентные ставки, регуляторы воздействовали на ставки денежного рынка и инвестиционный спрос. В 2000-х средний ежегодный темп роста денежной массы составлял 7–8 %, что приводило к инфляции около 2,5 % годовых и достаточно высоким темпам экономического роста.

После глобального финансового кризиса инструменты монетарной политики претерпели изменения. К примеру, норма обязательных резервов перестала



играть сколь-либо значимую роль, поскольку коммерческие банки находили альтернативные деньгам центрального банка способы формирования резервов. Контроль за устойчивостью банковской системы реализуется на основе Базельских нормативов, когда динамика денежной массы основана на выполнении норматива соотношения капитала и активов банка [20. С. 13]. Тем не менее базовая ставка центрального банка сохранила свое значение как ориентир при формировании депозитно-кредитных ставок коммерческих банков.

Традиционные инструменты стали дополняться нестандартными, в первую очередь прямой скупкой центральными банками долгосрочных казначейских и корпоративных облигаций, а также иных финансовых активов. Такое прямое предоставление средств, минуя механизм процентной ставки, получило название «программ количественного смягчения». Объяснение логики программ количественного смягчения базируется на следующем постулате: они начали применяться потому, что старые методы оказались неэффективными против снижения экономической активности. Однако применение новых методов взамен старых не делает их автоматически эффективными – они также могут быть ошибочны, а никаких теоретических изысканий относительно передаточных механизмов, которые должны были стимулировать экономическую (читай – инвестиционную) активность и экономический рост, до начала реализации программ количественного смягчения не было! Центральные банки проводили новую политику методом «научного тыка» – были испробованы отрицательные процентные ставки [21–24] по депозитам коммерческих банков в центральных, скупка государственных долгов стран-должников – и, конечно же, ставки денежного рынка получили тенденцию к удешевлению. Тем не менее снижение процентных ставок практически до нулевого уровня не привело к желаемому инвестиционному оживлению, и экономисты заговорили про «новую нормальность» нулевых и отрицательных процентных ставок, в которой необходимо привыкать жить. Десятилетие активных экспериментов не только продемонстрировало их низкую эффективность, но и подорвало доверие к центральным банкам [25. С. 39].

Объяснение низкой активности инвесторов при радикальном снижении процентных ставок было дано в теории ликвидной и инвестиционной ловушек Дж. М. Кейнса, а еще раньше и К. Менгером при

анализе роли неопределенности [26]. Эффективность монетарной политики в значительной степени зависит от спроса на деньги со стороны субъектов хозяйствования. Спрос на деньги формируется под влиянием трех основных мотивов: транзакционного (для сделок), из предосторожности и спекулятивного. Все они зависят от базовых переменных – дохода и ставки процента. Так, транзакционный спрос является положительной функцией от дохода и отрицательной от ставки процента – чем легче возможности заимствования, тем меньший смысл имеет хранение в денежной форме неких накопленных активов. Однако влияние ставки процента, по мнению Кейнса, на данный мотив является незначительным – и на уровне учебников для объяснения факторов спроса для сделок остается одна объясняющая переменная – доход. И мотив спекулятивный, и мотив предосторожности подвержены влиянию дохода, потому анализ степени влияния каждой из переменных на спрос на деньги представляется чрезвычайно важным для принятия решений об экономической политике. Считается, что спекулятивный спрос в наибольшей степени подвержен влиянию процентной ставки, и по конвенциональному взгляду именно разработка данного мотива и передаточного механизма влияния денег на процентную ставку и инвестиционный спрос является основным вкладом Кейнса в теорию денег.

Вместе с тем незаслуженно обойдено вниманием значение, которое отводится при влиянии на спрос на деньги такому фактору, как неопределенность мира [27]. С. Г. Кирдина отмечает: «Как и любой институт, институт денег сформировался с целью уменьшить неопределенность совместной (в данном случае экономической) деятельности и создавать определенные ожидания у ее участников...» [28. С. 10].

Как подчеркивал Менгер, деньги, вовлеченные в обслуживание товарных сделок, составляют только небольшую часть спроса на деньги; другая часть находится в запасах фирм и домашних хозяйств по причинам неопределенности, для гарантии совершения выгодной сделки в случае ее возникновения: «...в интересах бесперебойного функционирования экономики запасы должны быть доступны в любой момент времени, даже если неопределенные платежи, по которым они сформированы, фактически не имеют места» [5. Р. 110]. Аналогичным образом рассуждает Кейнс, который объясняет мотив спроса на деньги из предосторожности желанием создать резерв денег для



внезапных расходов, возможности в любой момент совершить выгодные покупки, а также стремлением «сохранить имущество, ценность которого фиксирована в деньгах, для покрытия в последующем денежных обязательств» [29. С. 376].

Активное вмешательство монетарного регулятора в процессы стимулирования инвестиционного спроса через канал спекулятивного спроса на деньги способно привести к обратному эффекту: низкие ставки по займам действительно уменьшают предпочтение ликвидности для неожиданных расходов, но сохранение ценности долговых активов, наоборот, ставится под угрозу: «перегрев» фондового рынка создает неопределенность в отношении перспектив поддержания ценности акций и облигаций и неспособность предсказания в терминах вероятностных распределений. Снижение процентных ставок через нарастание неопределенности способно увеличить спрос на деньги из предосторожности.

Практика активного использования неконвенциональных методов монетарной политики привела к искусственному завышению фондовых индексов, неверно информируя инвесторов о потенциальной эффективности вложений средств в финансовые инструменты. Высокие риски потерять средства при неудачном вложении в переоцененную компанию сокращают инвестиционную активность [30. С. 41]. Парадоксальным образом низкие процентные ставки сочетались с низким инвестиционным спросом, потому что при росте неопределенности инвесторы взяли паузу. Именно недооценка роли неопределенности в хозяйственной системе привела к непредвиденным последствиям снижения инвестиций.

Неопределенность может проявиться и в отказе от пользования суверенными деньгами и замещении активов на суррогатные [27]. В Республике Беларусь политические процессы лета 2020 г. сформировали негативные экономические ожидания через опасения инфляционного и девальвационного взрыва. Логичным поведением хозяйственных субъектов стал пересмотр структуры своих активов. Произошло значительное (более 12 %) сокращение рублевой денежной массы, причем наиболее радикальным оказался отзыв депозитов физическими лицами (см. табл.). Подобная динамика рублевых депозитов неоднократно встречалась в новейшей истории Беларуси, однако во всех предыдущих случаях наблюдался переток акти-

вов в валютные депозиты – происходила страховка от риска девальвации. В этот раз объем валютных депозитов сокращался еще быстрее, чем рублевая денежная масса, – на 17,5 %, демонстрируя рост недоверия субъектов хозяйствования к банковской системе в целом (а точнее, к возможности непредсказуемого вмешательства в ее деятельность правительства с негативными для владельцев депозитов последствиями).

Широкая денежная масса в Беларуси в 2020 г. (млн руб.) Broad money supply in Belarus in 2020 (mln rubles)

Показатель / Indicator	На 01.07	На 01.08	На 01.09	На 01.10	На 01.11
Наличные деньги M0 / Cash M0	4 113,7	4 192,7	4 082,1	4 009,3	4 021,4
Переводные депозиты / Transferable deposits	6 473,3	6 243,8	5 476,8	5 613,1	5 296,5
В том числе физических лиц / Including those of physical persons	3 376,2	3 370,7	2 666,1	2 757,3	2 731,5
Другие депозиты / Other deposits	9 683,6	9 105,9	8 287,3	8 813,6	8 448,8
В том числе физических лиц / Including those of physical persons	5 032,2	4 924,1	4 653,3	4 576,3	4 542,4
Денежная масса в национальном определении M2 / Money supply in the national definition M2	20 270,5	19 542,4	17 846,1	18 436,0	17 766,7
Валютные депозиты физических лиц (млн долл.) / Foreign currency deposits of physical persons (mln dollars)	7 157,2	7 101,9	6 477,6	6 008,0	5 907,5

Источник: [31].

Source: [31].

Сокращение денежной массы не являлось целью Национального банка, наоборот, планировался ее рост. Определенные усилия регулятора по сокращению ожиданий инфляции (вербальные интервенции и аукционное распределение ресурсов) вряд ли могли привести к сокращению предложения денег. Собственно, плановые установки по уровню темпов роста цен также не были выдержаны. Справедливо воспринимая инфляцию как налог на владельцев денег, последние в поисках альтернатив хранения активов в условиях абсолютной неразвитости фондового рынка прибегли к «суррогатным» средствам накопления – в нашем случае к приобретению наличной иностранной валюты. Подобное поведение не способствовало росту сбережений, и, как результат, не только увеличились номинальные процентные ставки по кредитам, но и изменилась структура выданных кредитов в сторону краткосрочных: если в январе 2020 г. было выдано краткосрочных кредитов



на сумму 5 458,3 млн бел. рублей, а долгосрочных – на 1 396,3 млн, то в январе 2021 г. эти показатели составили соответственно 5 421,9 млн и 765,6 млн бел. рублей.

Означает ли вышесказанное, что центральные банки утратили возможность осуществления эффективной политики? Думается, нет. Если конечной целью выступает стимулирование инвестиционной активности, то необходимо учитывать, что процентную ставку инвесторы сравнивают с ожидаемой предельной эффективностью инвестиций. Именно неверие инвесторов в перспективы обусловило падение инвестиционного спроса. При невозможности дальнейшего снижения процентных ставок центральным банкам следует изменить целевой ориентир политики и сконцентрироваться на снижении уровня неопределенности.

Выводы

Современная денежная система находится в состоянии значительных пертурбаций. Появление новых форм денег, поиск эффективных инструментов монетарной политики неизбежно требуют возвращения к теоретическому осмыслению сущности денег.

Корректное понимание процесса происхождения денег как органического социального института позволяет правильно трактовать современные процессы появления новых феноменов – криптовалюты и цифровой валюты центральных банков. Поиск хозяйственными агентами более предпочтительного по сравнению с фиатными деньгами инструмента привел к возникновению различных криптовалют, получивших в различных государствах статус от запрещенного

актива до законного платежного средства. Тем не менее говорить о превращении криптовалюты в полноценные деньги можно только в случае отказа государства от денежной монополии, т. е. в ситуации, когда криптовалюта выигрывает у других возможных претендентов на роль денег конкуренцию. Создание цифровых валют центральными банками требует отказа от любых ограничений их функций, поскольку это вызовет рост издержек хранения их по сравнению с иными деньгами и соответствующее сокращение спроса на них.

Задача достижения посредством монетарной политики устойчивой ценности денежной единицы в свете теории ценности денег представляется неразрешимой и бессмысленной. Уникальность набора и структуры потребительской корзины, в соответствии с которой рассчитывается ценовой индекс, для каждого домашнего хозяйства обуславливают субъективное восприятие ими покупательной ценности денег. Невозможность достичь одинакового движения всех цен при осуществлении монетарной политики требует подходить к ней с большой осторожностью.

Использование в качестве инструментов монетарной политики неконвенциональных мер в виде программ количественного смягчения и отрицательных процентных ставок уменьшило процентные ставки денежного рынка, но не привело к стимулированию инвестиционной активности. Представляется, что это произошло вследствие нарастания неопределенности. Для достижения намеченных целей регуляторы должны изменить «мишень» экономической политики и сконцентрироваться на снижении неопределенности.

Список литературы

1. Менгер К. Основания политической экономии // Избранные работы. М.: Территория будущего, 2005. С. 59–286.
2. Менгер К. Исследование о методах социальных наук и политической экономии в особенности // Избранные работы. М.: Территория будущего, 2005. С. 287–495.
3. Ковалёв А. В. К вопросу о теории происхождения денег К. Менгера // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2020. № 4. С. 137–151.
4. Гогохия Д. Ш. Теория денег: от К. Менгера до Дж. М. Кейнса // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2016. № 6. С. 76–90.
5. Menger C. Geld // F. A. Hayek (ed.) The collected works of Carl Menger. Vol. IV. London: Percy Lund, Humphries & Co. Ltd., 1936. Pp. 1–124.
6. Дубянский А. Н. Государственная теория денег Г. Кнаппа: история и современные перспективы // Вопросы экономики. 2015. № 3. С. 109–125.
7. Ефимов В. М. О двух типах социальных порядков (часть 1) // Вопросы теоретической экономики. 2018. № 1. С. 7–25.
8. Головнин М. Ю. Трансформация глобальной финансовой системы в первые два десятилетия XXI века // Контуры глобальных трансформаций: политика, экономика, право. 2020. Т. 13. № 4. С. 74–96.



9. Андрияшин С. А. Денежно-кредитные системы: от истоков до криптовалюты: монография. М.: ООО «Сам Полиграфист», 2019. 452 с.
10. Андрияшин С. А. Смена парадигмы денежной системы: от централизации к децентрализации // Актуальные проблемы экономики и права. 2018. Т. 12. № 2. С. 204–220. DOI: <http://dx.doi.org/10.21202/1993-047X.12.2018.2.204-220>
11. Андрияшин С. А. Криптовалюты: выпуск, обращение и проблемы регулирования // Актуальные проблемы экономики и права. 2020. Т. 14. № 3. С. 455–468. DOI: <http://dx.doi.org/10.21202/1993-047X.14.2020.3.455-468>
12. Дубянский А. Н. Теории происхождения денег и криптовалюты // Деньги и кредит. 2017. № 12. С. 97–100.
13. Кочергин Д. А., Янгирова А. И. Центробанковские цифровые валюты: ключевые характеристики и направления влияния на денежно-кредитную и платежную системы // Финансы: теория и практика. 2019. № 23 (4). С. 80–98.
14. Андрияшин С. А. Цифровая валюта центрального банка как третья форма денег государства // Актуальные проблемы экономики и права. 2021. Т. 15. № 1. С. 54–76.
15. Ковалёв А. В. Теория ценности денег Карла Менгера // Экономическая теория. 2020. № 3. С. 107–119.
16. Menger C. Carl Menger's "Money as Measure of Value" // History of Political Economy. 2005. Vol. 37, № 2. Pp. 245–261.
17. Israel K.-F., Schnabl G. Alternative Measures of Price Inflation and the Perception of Real Income in Germany // CESifo Working Paper. 2020. № 8583. 32 p.
18. Каценеленбаум З. С. Учение о деньгах и кредите. 4-е изд. М.: Экономическая жизнь, 1928. 520 с.
19. Юсим В. Н. Первопричина возникновения и развития института денег // Вопросы теоретической экономики. 2021. № 1. С. 7–21.
20. Тенденции развития денежно-кредитной сферы и монетарная политика центральных банков ведущих стран / М. Ю. Головнин, В. К. Бурлачков, А. О. Тихонов // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2017. № 1. С. 8–21.
21. Ковалёв А. В. Отрицательные ставки процента: неудавшийся эксперимент или долгосрочный тренд? // Банковский вестник. 2019. № 6. С. 14–21.
22. Буренин А. Н. Отрицательные процентные ставки: центральные банки пошли на эксперимент // Вестник МГИМО Университета. 2016. № 4. С. 262–273.
23. Бурлачков В. К. Современная процентная политика центральных банков и феномен отрицательных ставок процента // Финансы и кредит. 2016. № 47 (719). С. 2–14.
24. Моисеев С. Р. Деньги с отрицательной процентной ставкой // Деньги и кредит. 2017. № 10. С. 16–26.
25. Андрияшин С. А., Рубинштейн А. А. Денежно-кредитная политика Банка России в условиях новых финансовых технологий // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2018. № 5. С. 37–50.
26. Ковалёв А. В. К. Менгер и Дж. М. Кейнс о неопределенности и спросе на деньги: неожиданные параллели // Вопросы экономики. 2021. № 2. С. 85–101.
27. Розмаинский И. В. Роль мотива предосторожности в теории Кейнса и концепция суррогатных средств накопления // Terra Economicus. 2013. т. 11. № 1. С. 30–38.
28. Кирдина-Чэндлер С. Г. Механизм денежного обращения как объект мезоэкономического анализа // Journal of Institutional Studies. 2019. № 11 (3). С. 7–20. DOI: [10.17835/2076-6297.2019.11.3.007-020](https://doi.org/10.17835/2076-6297.2019.11.3.007-020)
29. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег // Избранные произведения. М.: Экономика, 1993. С. 224–518.
30. Вишневецкий В. П., Квилински А. Монетарные механизмы стимулирования экономики в развитых странах: аналитический обзор // Экономика промышленности. 2019. № 1. С. 30–50 (на украинском языке).
31. Национальный банк Республики Беларусь. URL: <https://www.nbrb.by/statistics/monetarystat/broadmoney> (дата обращения: 10.06.2021).

References

1. Menger C. Principles of Economics, *Selected works*, Moscow, Territoriya budushchego, 2005, pp. 59–286 (in Russ.).
2. Menger C. *Investigations into the Method of the Social Sciences with Special Reference to Economics, Selected works*, Moscow, Territoriya budushchego, 2005, pp. 287–495 (in Russ.).
3. Kavaliou A. V. To the Issue of the Carl Menger's Theory of the Origin of Money, *The Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences*, 2020, No. 4, pp. 137–151 (in Russ.).
4. Gogokhiya D. Sh. Theory of money: from K. Menger to J. M. Keynes, *The Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences*, 2016, No. 6, pp. 76–90 (in Russ.).
5. Menger C. Geld, In: F. A. Hayek (ed.) *The collected works of Carl Menger*, Vol. IV, London, Percy Lund, Humphries & Co. Ltd., 1936. Pp. 1–124.



6. Dubyansky A. G. Knapp's state theory of money: history and current Perspectives, *Voprosy Ekonomiki*, 2015, No. 3, pp. 109–125 (in Russ.).
7. Yefimov V. On two types of social orders. Part 1, *Voprosy teoreticheskoy ekonomiki*, 2018, No. 1, pp. 7–25 (in Russ.).
8. Golovnin M. Yu. Transformation of the Global Financial System in the First Two Decades of the Twenty-first Century, *Outlines of Global Transformations: Politics, Economics, Law*, 2020, No. 13 (4), pp. 74–96 (in Russ.).
9. Andryushin S. A. *Monetary-credit systems: from the sources to cryptocurrency*, monograph, Moscow, OOO "Sam Poligrafist", 2019, 452 p. (in Russ.).
10. Andryushin S. A. Change paradigm of money system: from centralization to decentralization, *Actual Problems of Economics and Law*, 2018, Vol. 12, No. 2, pp. 204–220 (in Russ.). DOI: <http://dx.doi.org/10.21202/1993-047X.12.2018.2.204-220>
11. Andryushin S. A. Cryptocurrencies: issue, circulation and problems of regulation, *Actual Problems of Economics and Law*, 2020, Vol. 14, No. 3, pp. 455–468 (in Russ.). DOI: <http://dx.doi.org/10.21202/1993-047X.14.2020.3.455-468>
12. Dubyansky A. Theory of money origin and cryptocurrencies, *Money and Finance*, 2017, No. 12, pp. 97–100 (in Russ.).
13. Kochergin D. A., Yangirova A. I. Central bank Digital Currencies: Key Characteristics and Directions of Influence on Monetary and Credit and Payment Systems, *Finance: Theory and Practice*, 2019, No. 23 (4), pp. 80–98 (in Russ.).
14. Andryushin S. A. Digital currency of the central bank as the third form of money of the state, *Actual Problems of Economics and Law*, 2021, Vol. 15, No. 1, pp. 54–76 (in Russ.). DOI: <http://dx.doi.org/10.21202/1993-047X.15.2021.1.54-76>
15. Kavaliou A. V. Menger's theory of the value of money, *Ekonomicheskaya teoriya*, 2020, No. 3, pp. 107–119.
16. Menger C. Carl Menger's "Money as Measure of Value", *History of Political Economy*, 2005, Vol. 37, No. 2, pp. 245–261.
17. Israel K.-F., Schnabl G. Alternative Measures of Price Inflation and the Perception of Real Income in Germany, *CESifo Working Paper*, 2020, No. 8583, 32 p.
18. Katsenelenbaum Z. S. *Doctrine of money and credit*, Moscow, Ekonomicheskaya zhizn', 1928, 520 p. (in Russ.).
19. Yusim V. The root cause of the emergence and development of the institution of money money, *Voprosy teoreticheskoy ekonomiki*, 2021, No. 1, pp. 7–21 (in Russ.).
20. Golovnin M. Yu., Burlachkov V. K., Tikhonov A. O. Tendencies of monetary sphere development and monetary policy of the central banks of leading countries, *Vestnik Instituta ekonomiki Rossiiskoi akademii nauk*, 2017, No. 1, pp. 8–21 (in Russ.).
21. Kavaliou A. Negative interest rate: failed experiment or long-run trend?, *Bankovskii vestnik*, 2019, No. 6, pp. 14–21 (in Russ.).
22. Burenin A. N. Negative interest rates: central banks initiated an experiment, *MGIMO Review of International Relations*, 2016, No. 4, pp. 262–273 (in Russ.).
23. Burlachkov V. K. Modern interest rate policy of central banks and a phenomenon of negative interest rates, *Finance and Credit*, 2016, No. 47 (719), pp. 2–14 (in Russ.).
24. Moiseev S. Money with a negative interest rate, *Den'gi i Kredit*, 2017, No. 10, pp. 16–26 (in Russ.).
25. Andryushin S. A., Rubinstein A. A. Monetary policy of the Bank of Russia in the context of new financial technologies, *Vestnik Instituta ekonomiki Rossiiskoi akademii nauk*, 2018, No. 5, pp. 37–50 (in Russ.).
26. Kavaliou A. V. Menger and Keynes: On the demand for money and uncertainty, *Voprosy Ekonomiki*, 2021, No. 2, pp. 85–101 (in Russ.).
27. Rozmainsky I. V. The role of precautionary motive in Keynes's theory and conception of surrogate stores of value, *Terra Economicus*, 2013, Vol. 11, No. 1, pp. 30–38 (in Russ.).
28. Kirdina-Chandler S. G. Mechanism of money circulation as a subject of mesoeconomic analysis, *Journal of Institutional Studies*, 2019, Vol. 11 (3), pp. 007–020 (in Russ.). DOI: [10.17835/2076-6297.2019.11.3.007-020](https://doi.org/10.17835/2076-6297.2019.11.3.007-020)
29. Keynes J. M. The general theory of employment, interest and money, *Selected works*, Moscow, Ekonomika, 1993, pp. 224–518 (in Russ.).
30. Vishnevskii V. P., Kvilinski A. Monetary mechanisms of economy stimulation in developed countries: analytical review, *Ekonomika promyshlennosti*, 2019, No. 1, pp. 30–50 (in Ukraine).
31. *National bank of the Republic of Belarus*. URL: <https://www.nbrb.by/statistics/monetarystat/broadmoney> (дата обращения: 10.06.2021) (in Russ.).

Дата поступления / Received 14.06.2021

Дата принятия в печать / Accepted 12.08.2021

Дата онлайн-размещения / Available online 25.09.2021

© Ковалёв А. В., 2021

© Kavaliou A. V., 2021