

**ПОЛНОМОЧИЯ БАНКА РОССИИ В КОНТЕКСТЕ ТЕОРИИ ПРЕДПОЧТЕНИЯ  
ЛИКВИДНОСТИ ДЖ.М. КЕЙНСА\*****Доримендон Шотаевич ГОГОХИЯ**

доктор экономических наук, ведущий научный сотрудник,  
Институт экономики РАН, Москва, Российская Федерация  
gogohia.dorik@yandex.ru  
ORCID: отсутствует  
SPIN-код: 3788-9856

**История статьи:**

Получена 01.06.2018  
Получена в доработанном  
виде 15.06.2018  
Одобрена 29.06.2018  
Доступна онлайн 28.09.2018

УДК 336.7

JEL: F31, F41, L52

**Аннотация**

**Предмет.** Полномочия Банка России, их обоснование и недостатки этих обоснований.

**Цели.** Обоснование необходимости расширения полномочий Банка России не только как кредитора, но и как заемщика последней инстанции.

**Методология.** Используются историко-логический и функциональные методы, методы сравнительного экономического анализа.

**Результаты.** Выявлены основания, позволяющие разграничивать спрос на деньги как на средство накопления и как на средство платежа за производственные ресурсы и другие капитальные активы. Показано, что теория предпочтения ликвидности Дж.М. Кейнса, как она сформулирована в «Общей теории занятости, процента и денег», дает главные ориентиры для поиска таких оснований и, соответственно, путей совершенствования современной денежно-кредитной системы как центрально-банковской системы с частичным резервированием депозитов.

**Область применения.** Полученные результаты могут использоваться при обсуждении и выборе вариантов денежно-кредитной политики.

**Выводы.** Проведенный анализ позволяет выявить специфические особенности спроса и предложения на денежном рынке, а также потенциальные возможности Банка России обеспечивать посредством дифференцированной процентной политики безусловную сохранность стоимости денежных активов. Банковское сообщество вынужденно будет считаться с тем, что специфические банковские риски, связанные с отбором достаточно надежных индивидуальных заемщиков, не передаваемы другим финансовым институтам без ущерба для качества управления этими рисками.

**Ключевые слова:** спрос на деньги, предложение денег, центральный банк, ликвидность, издержки содержания

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2018

**Для цитирования:** Гогохия Д.Ш. Полномочия Банка России в контексте теории предпочтения ликвидности Дж.М. Кейнса // *Финансы и кредит*. — 2018. — Т. 24, № 9. — С. 2201 — 2213.  
<https://doi.org/10.24891/fc.24.9.2201>

**Введение**

Нет сомнения, что дискуссии вокруг полномочий, задач и политики Банка России во многом определяются представлением, согласно которому денежную инфляцию намного легче развязать, чем усмирить, ибо деньгам как социальному институту свойственна инерция. Вместе с тем деньги — это не просто социальный институт.

Современные деньги исторически и логически представляют собой сочетание неформальных и формальных институтов. Чтобы разобраться в их структуре и путях совершенствования, следует прежде всего поставить вопрос: почему денежно-кредитная система во всех странах развивается как центрально-банковская система с частичным резервированием депозитов?

Как ни странно, теория предпочтения ликвидности Дж.М. Кейнса позволяет прояснить ключевые аспекты этой темы.

\* Настоящая статья представляет собой доработанный, с учетом обсуждения, вариант научного доклада Д.Ш. Гогохия «Деньги, кредит и банки» на теоретическом семинаре в Институте экономики РАН [1].

## Учение Дж.М. Кейнса в ретроспективе

Следует отметить, что до Дж.М. Кейнса мало кто из экономистов сомневался в том, что в капиталистическом обществе все свободные от расходования на потребительские нужды деньги либо непосредственно, либо посредством тех или иных форм кредита находят дорогу на рынки капитальных активов. Никто не отрицал и не отрицает, конечно, что при товарно-рыночной организации общественного производства, когда хозяйствующие субъекты принимают решения самостоятельно и независимо друг от друга, суммарная стоимость планируемых денежных сбережений может не совпадать с суммарной стоимостью планируемых инвестиций, то есть денег, расходуемых на покупку капитальных активов. Но считалось, что само это несовпадение должно воздействовать на рыночную норму процента, которая, достигнув определенного уровня, непременно сбалансирует инвестиции и сбережения, ибо изменение нормы процента в равной мере воздействует как на сбережения, так и на инвестиции. Одной из несомненных заслуг Дж.М. Кейнса является внесение большой доли сомнения в возможность такого простого решения проблемы инвестиций и сбережений.

Итак, согласно теории Кейнса норму процента нельзя отделять от денег как ликвидного актива, ибо во всяком обществе люди воспринимают и используют деньги как форму богатства, накопление которого снижает беспокойство относительно неопределенного будущего. Сам Дж.М. Кейнс (в отличие от современных авторов) указывал в связи с этим не только на ликвидность денег, то есть возможность использования их для достижения различных (неопределенных заранее) целей, но и на минимальные издержки хранения. Ведь вместо денег можно было бы отчасти накапливать товары, увеличивая разнообразие и величину их запасов. Но, как справедливо подчеркивает Кейнс (в 17 главе «Общей теории занятости, процента и денег»), деньги — это такая форма

богатства, накопление которой и, соответственно, растущий спрос не встречают противодействия со стороны растущих издержек хранения. Хотя, как считал Дж.М. Кейнс, все блага длительного пользования также отличаются той или иной степенью ликвидности и издержками хранения, расходование денег на капитальные активы (по определению менее ликвидных, чем деньги) чревато риском убытков. С учетом особенностей товарно-рыночной организации общественного производства этот вывод выглядит достаточно убедительным, и, если мы его принимаем, следует признать, что процент — это не вознаграждение за сбережения, а плата за расставание с ликвидностью, за преодоление страха перед риском возможных убытков, когда деньги так или иначе инвестируются или отдаются в долг другому лицу.

Вместе с тем без кредита невозможно обойтись как раз потому, что в капиталистическом обществе покупка и продажа за деньги распространяется на капитальные активы. Согласно теории Кейнса, спрос на деньги в этом случае порождается планами на будущее. Но если спрос на деньги порождается планами на будущее, причем в разных местах, в разное время и у разных людей, и все это не совпадает с распределением наличного денежного запаса, то равновесие на денежном рынке предполагает возможность заимствовать деньги и в связи с этим концентрацию свободных денежных средств, что предполагает использование достаточно надежных долговых обязательств. Иначе автономные денежные сбережения останутся большей частью не задействованы. Обычно при этом отмечается особая роль государственных долговых обязательств в становлении всеохватывающей (внутренне единой) денежно-кредитной системы, обеспечивающей стабильность национальной валюты [2, 3]. Но дело здесь не только и не столько в том, что часть спроса на деньги как на средство накопления переключается на долговые обязательства. Дело в том, что

процент по долговым обязательствам, более надежным, чем частные, приобретает особое значение. Согласно учению Кейнса, он не может не влиять и одновременно не реагировать на процессы ценообразования на всех рынках.

Отметим, что Дж.М. Кейнс совершенно правильно указывал, что любое хозяйственное благо длительного пользования воспринимается и оценивается людьми не только с точки зрения его непосредственного назначения (предмет потребления и/или средство производства), но и как актив, характеризующийся той или иной степенью ликвидности и издержками. Общие поступления или доходность, ожидаемая от собственности на любое хозяйственное благо в течение некоторого периода, равна  $(q + L - c)$ , где  $q$  — специфическая услуга, польза или доход, присущий данному благу как средству производства или предмету потребления;  $L$  — премия за ликвидность,  $c$  — издержки содержания [4]. Нетрудно заметить, однако, что поскольку поведение цен зависит от ожидаемой доходности капитальных благ, универсальная формула доходности  $(q + L - c)$  должна проливать свет на процессы ценообразования, в том числе, что особенно важно, при заключении срочных (фьючерсных) контрактов. Дж.М. Кейнс с этим не спорит, напротив, развивает эту мысль, но особо подчеркивает, что формула  $(q + L - c)$  может быть использована для исчисления норм доходности независимо от того, измеряется эта доходность в деньгах или товарах.

Вместе с тем, поскольку деньги ценятся из-за высокого ( $L$ ), норма процента на деньги, измеренная в них самих, не может принимать отрицательное или нулевое значение<sup>1</sup>. Поэтому есть смысл и по меньшей мере формальные основания исчислять и сравнивать другие нормы процента исходя из нормы процента на деньги. Так, например, если норма процента на деньги составляет,

<sup>1</sup> Хотя, как предполагается, деньги, в отличие от товаров, не приносят дохода в форме ( $q$ ), издержки ( $c$ ) для денег также практически равняются нулю.

допустим, 5%, а денежная цена, скажем, пшеницы, установленная при заключении срочной сделки (с доставкой товара через год), на 4% превышает ее текущую денежную цену, сегодняшняя единица пшеницы обменивается на 105/104 единицы пшеницы, которые должны быть доставлены покупателю через год. Иначе говоря, ставка процента на пшеницу составит примерно 1% в единицах пшеницы. Понятно, если бы норма процента на деньги составляла не 5, а 3%, и при такой ставке цена пшеницы по срочной сделке отличалась от текущей не на 4, а на 6%, ставка процента на пшеницу составила бы примерно –2% [4–6]. При любом заданном уровне нормы процента на деньги средневзвешенная величина товарных ставок процента, то есть ставок процента на различные товары, выраженные в единицах этих же товаров, составит либо положительную, либо отрицательную, либо нулевую величину. Нулевая средневзвешенная ставка процента означает, что в совокупности товары оцениваются рынком не выше и не ниже, чем деньги, что проливает свет на механизм установления стабильных товарных цен и, соответственно, меновой стоимости денежной единицы в любой момент времени<sup>2</sup>.

Следует отметить, что Дж.М. Кейнс не проявил должного интереса к равновесным свойствам нулевой средневзвешенной ставки процента. Сопоставление товарных и денежной ставок процента нужно было ему, чтобы разъяснить, почему объем выпуска продукции и занятость связаны с деньгами и нормой процента на деньги более тесно, чем с

<sup>2</sup> При формировании уровня равновесной нормы процента на деньги большое значение имеет степень разрыва между фактической ценой товара в будущем и той предполагаемой (прогнозируемой) ценой, которая формируется на фьючерсных рынках. Если бы ценовые ожидания были абсолютно определены (полностью оправдывались), что означало бы полное отсутствие риска возможных убытков, норма процента на деньги как и средневзвешенная ставка процента могла быть сколь угодно близкой к нулю. (См. подробно Дж.Хикс [6]). Должно быть ясно, однако, что, поскольку люди не обладают полнотой знаний о будущем, положительная норма процента на деньги, обеспечивающая нулевую средневзвешенную ставку процента по товарным активам, играет, во всяком случае, должна играть, исключительно важную роль.

нормой процента на пшеницу или на капитальное оборудование, или на дома и т.д.

Относительная редкость товаров длительного пользования, по мнению Дж.М. Кейнса, находит непосредственное выражение именно в различных нормах процента, причем для фиксации этих различий пригоден любой стандарт стоимости. Вместе с тем поскольку хозяйственные блага существенно различаются по степени ликвидности и издержкам хранения, привлекательность для накопления актива с наивысшим ( $L - c$ ) может воспрепятствовать достаточно масштабным частным инвестициям в другие активы, в результате чего угнетается производство и занятость, в частности потому, что эластичность производства денег для частного сектора практически равняется нулю [5]. В посткейнсианской литературе этот последний вывод поставлен под сомнение, поскольку в последние десятилетия стало более или менее очевидно, что в периоды экономических подъемов контроль за денежной массой ускользает от денежных властей, чему, впрочем, не стоит удивляться, если принять во внимание всегдашнюю заинтересованность коммерческих банков и теневых банковских структур «размывать» нормы резервирования депозитов, устанавливаемые Банком России.

Как известно, основная характеристика банковской деятельности заключается в том, что этот институт гарантирует (обещает) беспрепятственный доступ к деньгам тем, в чей собственности они находятся, даже если большая часть этих денег инвестирована в активы, которые нельзя оперативно перевести в звонкую монету. Все дело в том, однако, что, обещая беспрепятственный доступ к деньгам для широких слоев бизнеса и публики, коммерческий банк, несмотря на свою «финансовую хрупкость», является доминирующим институтом среди всех других, призванных аккумулировать деньги как форму богатства, снижающую беспокойство относительно неопределенного будущего. Никакое развитие производства и

финансовых рынков не способно отменить эту роль коммерческого банка в частности потому, что капиталистически организованное производство отчасти само порождает или усиливает то, что беспокоит людей, когда они пытаются строить планы на будущее.

Как метко заметил Дж. Хикс, экономика, использующая в больших масштабах капитальные блага длительного пользования, не могла бы возникнуть, если бы не нашла в более или менее готовом виде то, что мы называем банковским (денежным) кредитом [6]. Об этом, кстати сказать, свидетельствует, сам того не ведая, и А. Смит, описывая хитроумные «вексельные уловки» предпринимателей (которых он называет «прожекторами»), пролонгирующих краткосрочные банковские ссуды для финансирования долгосрочных инвестиционных проектов.

Неодобрительно высказываясь об уловках «прожекторов», А. Смит, в частности, исходил из того, что в отличие от оборотного капитала, который непрерывно возвращается к владельцу для повторного вложения, основной капитал характеризуется невозвратностью, долгосрочной закрепленностью в одной и той же форме. Но отсюда можно вывести, что банки должны ограничиться финансированием оборотного капитала (хотя согласно логике рассуждений А. Смита в этом нет особой нужды), так и то, что люди в этом полном неопределенности мире будут «омертвлять» немалый основной капитал только при определенных гарантиях свободного доступа к ликвидному капиталу, на что указывал Дж. Хикс.

Вместе с тем поскольку спрос на более ликвидный капитал возрастает с повышением ставки банковского процента, при повышении ставки возникают трудности с финансированием долгосрочных инвестиционных проектов, что, очевидно, чревато тем большими негативными последствиями для рыночной экономики, чем больше таких проектов уже запущено. Поскольку вопрос о нормальном уровне или уровне нормального процента является

камнем преткновения для экономической теории, особенно после Кейнса, последователи его учения в основном придерживаются мнения, что главная причина финансово-экономических кризисов состоит все же в недостаточной гибкости предложения денег. При этом часто высказывается мысль о том, что кредитная природа современных (банковских) денег имеет мало общего с прежним взглядом на деньги, согласно которому необходимое количество денег определяется их функцией как средства обращения.

Во всяком обществе деньги приобретаются как в обмен на товары, так и в обмен на долговые обязательства, то есть в кредит. Но когда масштабы кредитования не ограничиваются ранее накопленными суммами денег, как это имеет место при частичном резервировании банковских депозитов, кредит выступает как особый и самостоятельный источник предложения денег. Согласно некоторым сильным версиям кредитно-ориентированных концепций денег, назначение центрально-банковской системы с частичным резервированием депозитов состоит как раз в том, чтобы сделать предложение денег полностью эндогенным, то есть определяемым в рамках самой экономической системы спросом на деньги со стороны фирм и домашних хозяйств<sup>3</sup>. Тот факт, что деньги приобретаются в обмен на долговые обязательства, не делает предложение денег менее гибким при том условии, что ставка процента по банковским кредитам остается достаточно низкой и устойчивой во времени, что опять же вполне согласуется с устройством и возможностями современной денежно-кредитной системы. Нельзя не отметить в связи с этим, что в периоды финансовых кризисов центральные банки склонны наращивать банковские резервы, щедро кредитуя по чрезвычайно низким процентным ставкам крупные коммерческие банки. Правда, коммерческие банки обычно не спешат распространять

льготное кредитование на своих заемщиков, ограничивая тем самым предложение денег. Это сказывается, конечно, на положении людей, привыкших пользоваться дешевым кредитом при покупке товаров. Данное обстоятельство приобретает существенное значение для экономики в целом, когда речь идет о таких товарах, как производственные ресурсы.

Заметное место в аргументации в пользу кредитной природы денег принадлежит Й. Шумпетеру. Из его «Теории экономического развития» [10] следует, что основной причиной создания денег банками является спрос на них со стороны предпринимателей-новаторов. Й. Шумпетер прав, конечно, подчеркивая, что в рыночной экономике (в условиях господства частной собственности) новое, более производительное применение производственных ресурсов осуществимо лишь через сдвиги в покупательной силе хозяйственных субъектов. Вместе с тем в модернизации рыночной экономики участвуют, как отмечает сам Й. Шумпетер, не только предприниматели-новаторы, но и их последователи и конкуренты, перенимающие удачные инновации, то есть такие, которые способны более или менее заметно снижать совокупные затраты в расчете на единицу полезного эффекта, будь то в отраслях обрабатывающей или добывающей промышленности, транспорта, торговли или сельского хозяйства. По-видимому, именно массовый спрос на деньги, связанный с внедрением таких инноваций, порождает практику частичного резервирования банковских депозитов, во всяком случае тогда, когда она заметно расширяется и становится общераспространенной.

Главное видится в том, что банковский (денежный) кредит эффективен как средство размещения производственных ресурсов в той мере, в какой владельцы производственных ресурсов воспринимают и используют деньги не только как средство приобретения товаров. Й. Шумпетер затратил немало усилий,

<sup>3</sup> Анализ существующих версий эндогенного предложения денег подробно см. в работах [8, 9].

пытаясь доказать, что денежная форма капитала имеет самостоятельное значение, что запас денег как фонд покупательной силы не сводим к запасам каких бы то ни было товаров [10]. Но достаточно строгое обоснование данного положения возможно только на основе признания чистого денежного дохода (как источника денежных накоплений) в качестве универсального стимула для всех хозяйствующих субъектов. Иначе говоря, в ходе товарно-денежных обменов каждый хозяйствующий субъект должен стремиться (посредством планируемых продаж и покупок) получать чистый денежный доход. Только в этом случае предприниматели смогут получать в свое распоряжение достаточные для их целей объемы ресурсов, принадлежащих другим<sup>4</sup>.

Отметим, что специфика предпринимательской прибыли не отменяет того факта, что любая прибыль есть форма чистого денежного дохода, который образуется во всяком хозяйстве, если люди желают сберегать и накапливать плоды своей деятельности в денежной форме и готовы платить за это товарами, расширяя по мере возможности их предложение. Дж.М. Кейнс на обширном историческом материале показал, что такое желание свойственно людям во все исторические эпохи.

### Спрос на деньги

В современном обществе накопленный запас денег включает не только те формы денег (наличные и банковские вклады до востребования), которые используются для покупки товаров и других расчетов, но и деньги на сберегательных и срочных банковских депозитах (денежный агрегат М2)

<sup>4</sup> Можно повысить цену требуемого товара (скажем, трудовых услуг), но это не приведет к расширению его предложения, если товары выносятся на рынок только ради приобретения других товаров. Более того, повышение цены позволяет за меньшее, чем прежде, количество продаваемого товара получать прежний доход, то есть доход, вполне достаточный для удовлетворения привычных потребностей. Как отмечает М. Вебер, до промышленной революции подобная реакция на повышение цены была вполне естественной, поскольку она обуславливалась «определенным стилем жизни, тем более устойчивым, что он обычно выступал в этическом обличье» [1].

и, кроме того, денежные суммы, вложенные в надежные государственные ценные бумаги (денежный агрегат М3). Разумеется, денежные сбережения могут частично или полностью расходоваться теми, кто берет деньги в займы. Вместе с тем само существование банковских депозитов означает, что если бы их не было, вложенные в них деньги оставались бы по большей части неизрасходованными. Ведь деньги, находящиеся на банковских счетах, передаются банкам на хранение. Другой вопрос, что делают с ними банкиры и почему развитие банковского бизнеса привело к практике частичного резервирования депозитов, что позволило банкам не требовать, как прежде, некоторой платы за хранение денег, а, напротив, выплачивать процент. Это другой вопрос, поскольку следует четко различать спрос на деньги как средство накопления и спрос на деньги как средство платежа за товары, который предъявляется заемщиками. Не случайно спрос на деньги как средство накопления занимает центральное место в системе Дж.М. Кейнса. В этой системе, как мы видели, можно обнаружить много бесспорных положений и, в частности, положение о том, что само существование ликвидных активов в мире неопределенности и риска позволяет отказаться от держания физических активов и, соответственно, от производства, создающего занятость.

Следует несколько уточнить позицию Дж.М. Кейнса: можно сказать, что для современной экономики первостепенное значение имеют два факта. Стимулы к накоплению денег всегда и везде сильны в своем постоянстве, и современная экономика в этом отношении не является исключением. Но стимулы к накоплению физических активов тем слабее, чем они специфичнее по своему назначению, и чем выше характерные для них издержки содержания. Ведь чем ниже оценивается ( $L$ ) и выше ( $c$ ), тем накладнее (убыточнее) и хранить физические активы и продать за деньги (наименее специфичный актив) в случае неблагоприятного изменения рыночной конъюнктуры. Как отмечал Дж.М. Кейнс, в известных ситуациях

хозяйствующие субъекты некоторое время продолжают использовать физические активы, несмотря на то, что они приносят убытки, ибо чистые убытки от простого хранения, не принося никакого дохода, выше, чем убытки использования. Вместе с тем помимо физических активов и денег существуют финансовые активы, а среди них ценные бумаги, приносящие положительный процентный доход на свою номинальную денежную стоимость. В связи с этим, естественно, возникает вопрос: имеются ли достаточные основания для хранения (накопления) денег сверх преходящего запаса, диктуемого транзакционным мотивом, когда на рынке предлагаются такие ценные бумаги?

На этот вопрос Дж.М. Кейнс отвечает положительно, ибо всякий, кто приобретает ценную бумагу, должен принимать во внимание, что он может пожелать или быть вынужденным использовать свои средства до наступления срока погашения ценной бумаги. Если бы это случилось, потребовалось бы продать ценную бумагу на открытом рынке. Но если в период между первоначальным вложением средств в приобретение ценной бумаги и датой ее продажи рыночная ставка процента по ценным бумагам возросла, держатель ценной бумаги рискует не найти покупателя, который даст ему хотя бы первоначальную цену, не говоря уже о цене выше той, по которой ценная бумага была приобретена. Отсюда важная роль ожиданий по поводу изменений ставок процента в будущем (ожиданий, влияющих на формирование текущих ставок процента), и мотива предосторожности, и особенно спекулятивного мотива в формировании спроса на деньги. Но можно ли считать, что вся величина процента сводится к факторам риска, то есть к риску, связанному с возможностью неуплаты долга, и риску, связанному с возможностью потери части стоимости из-за неопределенности будущих процентных ставок?

В этом направлении разные экономисты пытались развить теорию спроса на деньги, и

в известном отношении с ними трудно не согласиться. Допустим, существует настолько краткосрочная ценная бумага и настолько надежная (выпущенная, например, центральным банком), что оба вида риска составляют практически неразличимую величину. Можно ли считать, что процент по такой бумаге во всех случаях также будет практически равняться нулю? По-видимому, нет.

Если бы люди могли безо всяких хлопот и издержек приобретать надежные ценные бумаги и столь же легко превращать их обратно в деньги, они пожелали бы обращать все свои деньги в ценные бумаги, пока существует хоть какой-то процентный доход. Но трудности и издержки, связанные с совершением отдельных сделок, имеют для них значение; они и объясняют, почему неопределенность будущих процентных ставок не в состоянии поглотить всю величину процента, особенно когда речь идет о норме процента по достаточно надежным активам.

Вместе с тем если решения, принимаемые людьми по поводу приобретения, держания и продажи надежных ценных бумаг, не сопряжены ни с каким видом риска, а ограничиваются только издержками транзакций, почему люди в целях снижения издержек не расплачиваются за товары наряду с деньгами ценными бумагами? Очень просто закрыть этот вопрос, если указать, что даже самые надежные ценные бумаги в отличие от денег (средства обращения) не являются общепринятым средством платежа. Если бы это было не так, люди, конечно же, расплачивались за товары наряду с деньгами ценными бумагами, сокращая тем самым издержки транзакций. Но для того чтобы деньги принимались всеми хозяйствующими субъектами в качестве платы за товары, им вовсе не обязательно быть посредником при обмене [1]. Люди не используют ценные бумаги, о которых идет речь, для приобретения товаров по той простой причине, что они предпочитают использовать их в качестве средства накопления. Возьмем

утрированный случай. Допустим, центральный банк наряду с деньгами выпускает вексель, причем обязуется принимать (покупать) этот вексель каждый день по номинальной или нарастающей цене вплоть до срока погашения. Иначе говоря, при выпуске векселя центральный банк доводит до сведения потенциальных держателей цену или стоимость этого векселя в любой день до срока погашения. Спрашивается, будет ли такой абсолютно надежный вексель обращаться наравне с деньгами? Скорее всего нет, но не потому, что кто-то из хозяйствующих субъектов не пожелает принимать такой вексель в качестве платы за товары, а потому, что многие не захотят расставаться с ним ради приобретения товаров. В самом начале XX в. американское казначейство выпустило билеты достоинством в два доллара, обещав изъять их через три года с выплатой процента. Но эти билеты практически сразу же исчезли из обращения, хотя выпускались с целью расширить массу денег, обращающуюся на товарных рынках.

Таким образом, хорошо видно, что положительный спрос на деньги сверх запаса, диктуемого транзакционным мотивом, легко объясним, если на рынке обращаются или предлагаются активы, которые в качестве средства сохранения стоимости практически ни в чем не уступают наличным деньгам. Краткосрочные государственные долговые обязательства или еще лучше — сберегательные, приносящие процент банковские депозиты — суть деньги, ибо риск потери части стоимости этих активов не выше, чем риск потери части стоимости наличных денег. Само существование таких активов, как отмечалось, означает, что если бы их не было, вложенные в них деньги оставались бы по большей части неизрасходованными. Банковские депозиты являются деньгами независимо от того, приносят они процентный доход или нет, также по той причине, что любые банковские депозиты могут быть востребованы в любой момент. А это важная черта с точки зрения свойств денег как предпочтительной для

накопления формы богатства, минимизирующей риски, порождаемые неопределенностью будущего. Ведь страх или беспокойство, связанные с возможностью возникновения каких-то непредвиденных обстоятельств в будущем, не придают какой-либо форме денег большую ценность, если любая форма денег по желанию в любой момент может быть превращена в другую. При этом ставка процента по денежным активам может корректироваться достаточно часто без особого влияния на спрос на деньги как средство накопления, чего никак нельзя сказать о ставке процента по кредитам заемщикам, которые используют деньги как средство приобретения производственных ресурсов. Рыночная экономика, несомненно, обрела бы большую устойчивость, если бы колебания ставки процента по кредитам каким-то образом сгладить посредством более частых корректировок ставки процента по денежным активам. Это означало бы, что предложение денег приобрело бы большую гибкость при стабильном спросе на деньги как средство накопления.

### **Центральный банк как кредитор и заемщик последней инстанции**

Создание (учреждение) центральных банков никогда и нигде не обходилось без участия государства (правительства и законодательных органов). Но это не отменяет того факта, что иерархическая банковская система является вполне закономерным результатом развития банковского бизнеса.

Когда банкиры начали ссужать часть помещенных у них на сохранение денежных средств, они были уверены, что всегда будут в состоянии выполнить свои обязательства, то есть без задержки выкупить предъявленные к оплате требования, даже если они ссудят часть вкладов (депозитов) под проценты. В частности, они полагали, что при нужде всегда можно будет продать часть активов или обеспечений, полученных от заемщиков. Опыт, однако, вскоре убедил их в том, что единственный достаточно быстрый способ пополнения резервов — это займы у других,



более крупных банков, расположение (доверие) которых нужно было завоевывать, держа какую-то часть денежных резервов на их счетах. Зарождающиеся банковские системы конца XVIII в. (в Англии и Шотландии) в этом отношении мало чем отличаются от современных [7].

Вместе с тем поскольку современные центральные банки не ограничены резервными требованиями по выпуску национальной валюты, они в состоянии проводить несравненно более гибкую процентную политику в целях стимулирования товарного производства, с одной стороны, и стабилизации уровня цен (меновой стоимости денег) — с другой. Как мы видели, посредством пересмотра процента по денежным активам (банковским депозитам) можно в известной мере нейтрализовать колебания товарных ставок процента и, соответственно, товарных стоимостей. Никакая норма процента, конечно, не в состоянии учитывать и/или воздействовать на все факторы, обуславливающие изменчивость товарных стоимостей. Но норма процента по денежным активам может подстраиваться под товарные нормы процента (товарные стоимости) таким образом, чтобы средневзвешенная норма процента товарных активов не отклонялась заметно от нулевого уровня. Вместе с тем в той мере, в какой изменчивость товарных стоимостей порождается модернизацией рыночной экономики, требующей подчас (в зависимости от глубины и масштабов модернизации) вовлечения в хозяйственный оборот крупных сумм новых денег, нет достаточных оснований считать, что равновесная норма процента по денежным активам, обеспечивающая стабильность покупательной силы денег, не превысит норму процента по банковским кредитам, необходимым для финансирования нововведений. Понятно, такое соотношение процентных ставок означало бы разорение частных банков, но этого никак нельзя сказать о центральном банке.

Для решения задач, стоящих перед правительством в области обеспечения устойчивого экономического развития в длительной перспективе, следует наделить Банк России полномочиями не только кредитора, но и заемщика последней инстанции. Проще всего это сделать, если в области аккумуляции денежных средств на банковских депозитах коммерческие банки будут выступать как простые филиалы центрального банка. Это нисколько не подорвет ресурсную базу коммерческих банков, если Банк России, помимо обычных кредитов, будет устанавливать лимит кредитования коммерческих банков по весьма низкой ставке процента в зависимости от размеров денежных средств, собранных банком посредством открытия по поручению Банка России депозита, гарантирующего безусловную защиту от инфляции. Пересматривая ставку процента по данному депозиту (назовем его стабилизационным счетом центрального банка — ССЦБ) и кредитам по отдельности, Банк России в короткий срок способен погасить инфляционные ожидания, улучшив вместе с тем перспективы развития отраслей и производств, независимо от их ориентации на внешние или внутренние рынки. Для двойного решения по ставкам процента нет никаких препятствий. Нужно только исключить возможность появления денег, выданных в кредит по льготной ставке одному банку, на ССЦБ в других банках. Сделать это нетрудно путем фиксации разницы в сроках предоставления кредитов и выплаты процентов по этому счету. Коммерческий банк ничего не выиграет, а напротив потеряет, если, взяв сравнительно дешевый кредит у Банка России, разместит его на ССЦБ в других банках. Ведь ему нужно будет вернуть одолженную сумму в строго оговоренные сроки. Но если держатель ССЦБ сможет претендовать на процентные выплаты только по истечении большего срока (хотя бы на один день), спекулировать на дешевых кредитах окажется себе в убыток.

Впрочем, открытие по поручению Банка России постоянного счета (ССЦБ) вовсе не будет означать, что ставка процента по этому счету будет постоянно находиться на более высоком уровне, чем ставка процента по кредитам, на которую ориентируются коммерческие банки как на цену централизованных резервов. Ставка по депозиту (ССЦБ) будет чаще пересматриваться (корректироваться), но как раз поэтому, темпы инфляции редко будут достигать такого уровня, при котором для ее умирения необходимо будет превышение ставки по депозиту (ССЦБ) над ставкой процента по кредитам. Вместе с тем равенство ставок будет вполне нормальным явлением при ускорении темпов экономического роста.

В заключение следует отметить, что главное достоинство концепции ССЦБ состоит в том, что в случае ее осуществления произойдет стагнация рыночных стимулов в области управления банковскими пассивами. На смену конкуренции и инновациям в этой области

придут стандартизированные процедуры, что в данном случае отнюдь не является признаком регресса.

Во-первых, банковское сообщество вынуждено будет считаться с тем, что специфические банковские риски, связанные с отбором достаточно надежных индивидуальных заемщиков, непередаваемы другим финансовым институтам, без ущерба для качества управления этими рисками.

Во-вторых, участники товарного производства наконец получат то, что им в действительности нужно: безусловную сохранность стоимости денежных сбережений при прозрачных и привычных процедурах управления неизменным по своим параметрам и условиям персональным банковским счетом. Эта сохранность обеспечит условия для более плодотворной конкуренции в сфере банковского кредитования именно благодаря тому, что ценовая конкуренция за привлечение свободных денежных средств на банковские счета будет устранена.

## Список литературы

1. Вебер М. Протестантская этика и дух капитализма. М.: Ист-Вью, 2002. 352 с.
2. Вымятина Ю. Теория денег. Уроки кризиса. СПб.: Издательство Европейского университета в Санкт-Петербурге, 2013. 272 с.
3. Гогохия Д.Ш. Деньги, кредит и банки. М.: Институт экономики РАН, 2016. 45 с.
4. Марчелло де Чекко. Золотой стандарт // *New Palgrave. Экономическая теория* / под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгейта, П. Ньюмена. М.: ИНФРА-М, 2004. С. 394—412.
5. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег // *Избранные произведения*. М.: Экономика, 1993. 543 с.
6. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. М.: Эксмо, 2016. 1056 с.
7. Хикс Дж. Стоимость и капитал. М.: Прогресс, 1993. 191 с.
8. Хикс Дж. Теория экономической истории. М.: Журнал «Вопросы экономики», 2006. 224 с.
9. Трунин П., Ващелюк Н. Анализ эндогенности предложения денег в России // *Журнал Новой экономической ассоциации*. 2015. № 1. С. 103—131.  
URL: <http://www.econorus.org/journal/pdf/NEA-25.pdf>
10. Фергюсон Н. Восхождение денег. М.: Corpus, 2015. 448 с.
11. Шумпетер Й. Теория экономического развития. М.: Директмедиа Паблишинг, 2008. 401 с.

## Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

**POWERS OF THE CENTRAL BANK IN THE CONTEXT OF THE LIQUIDITY PREFERENCE THEORY OF J.M. KEYNES****Dorimendon Sh. GOGOKHIYA**Institute of Economics of RAS, Moscow, Russian Federation  
gogohia.dorik@yandex.ru  
ORCID: not available**Article history:**Received 1 June 2018  
Received in revised form  
15 June 2018  
Accepted 29 June 2018  
Available online  
28 September 2018**JEL classification:** F31, F41,  
L52**Keywords:** money supply,  
demand for money, Central  
Bank, liquidity, maintenance  
costs**Abstract****Subject** This article considers the powers of the Central Bank, their justification and the shortcomings of this justification.**Objectives** The article aims to discuss the expansion of the powers of the Central Bank not as a lender only, but also as a borrower of last resort.**Methods** For the study, I used the historical-logical and functional methods. These methods helped J.M. Keynes develop a macroeconomic theory of liquidity preference and refine the theory of interest and money demand. I also used the methods of comparative economic analysis to study the theoretical constructions of Keynes.**Results** The article identifies the grounds that allow to differentiate the demand for money as a store of value and demand for money as a medium of payment for production resources and other capital assets. The article says that the liquidity preference theory by J.M. Keynes, as it is formulated in *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Chapter 17, gives the basic guidelines for search of such bases and accordingly, ways of improvement of the modern monetary system as a central bank system with deposit fractional-reserve banking.**Conclusions and Relevance** The analysis reveals specific features of supply and demand in the money market and the potential of the Central Bank to provide through a differentiated interest policy the unconditional safety of the value of monetary assets. The results obtained can be used for discussion and choice of monetary policy options.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2018

**Please cite this article as:** Gogokhia D.Sh. Powers of the Central Bank in the Context of the Liquidity Preference Theory of J.M. Keynes. *Finance and Credit*, 2018, vol. 24, iss. 9, pp. 2201–2213.  
<https://doi.org/10.24891/fc.24.9.2201>**References**

1. Weber M. *Protestantskaya etika i dukh kapitalizma* [Die protestantische Ethik und der Geist des Kapitalismus]. Moscow, East View Publ., 2002, 352 p.
2. Vymyatnina Yu. *Teoriya deneg. Uroki krizisa* [Money theory. Crisis lessons]. St. Petersburg, EUSP Press Publ., 2013, 272 p.
3. Gogokhiya D.Sh. *Den'gi, kredit i banki* [Money, credit and banks]. Moscow, Institute of Economics RAS Publ., 2016, 45 p.
4. De Cecco M. *Zolotoi standart. New Palgrave. Ekonomicheskaya teoriya* [The Gold Standard. In: The New Palgrave: The World of Economics]. Moscow, INFRA-M Publ., 2004, pp. 394–412.
5. Keynes J.M. *Obshchaya teoriya zanyatosti, protsenta i deneg* [The General Theory of Employment, Interest and Money]. Moscow, Ekonomika Publ., 1993, 543 p.
6. Smith A. *Issledovanie o prirode i prichinakh bogatstva narodov* [An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations]. Moscow, Eksmo Publ., 2016, 1056 p.

7. Hicks J.R. *Stoimost' i kapital* [Value and Capital]. Moscow, Progress Publ., 1993, 191 p.
8. Hicks J.R. *Teoriya ekonomicheskoi istorii* [A Theory of Economic History]. Moscow, NP Zhurnal Voprosy Ekonomiki Publ., 2006, 224 p.
9. Trunin P., Vashchelyuk N. [The analysis of money supply endogeneity in Russia]. *Zhurnal Novoi Ekonomicheskoi Assotsiatsii* = *Journal of the New Economic Association*, 2015, no. 1, pp. 103–131. URL: <http://www.econorus.org/journal/pdf/NEA-25.pdf> (In Russ.)
10. Ferguson N.C.D. *Voskhozhdenie deneg* [The Ascent of Money]. Moscow, Corpus Publ., 2015, 448 p.
11. Schumpeter J.A. *Teoriya ekonomicheskogo razvitiya* [Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung]. Moscow, Direktmedia Publishing Publ., 2008, 401 p.

### **Conflict-of-interest notification**

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.