

Развитие трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России в условиях цифровизации



Основной целью денежно-кредитной политики Банка России должна быть не ценовая стабилизация, а обеспечение экономического роста, в том числе за счет увеличения расходной составляющей. Однако отсутствие эффективного механизма перетока финансовых потоков *CFs* из банковского сектора в реальный, четких целей и приоритетов монетарной политики, направленных на рост реальных инвестиций, остается одной из проблем российской экономики.

Внедрение и использование новой финансовой технологии – эмиссии цифровой валюты Банка России позволило бы создать совершенно новый «канал цифровой валюты» трансмиссионного механизма, выделить новые финансовые потоки – «цифровые» финансовые потоки банковского сектора *CF digital* что могло бы повысить эффективность управления финансовыми потоками банковского сектора, национальной платежной системы, увеличить скорость расчетов.

А. А. КОНЯЕВ, кандидат экономических наук, докторант кафедры «Финансовые рынки» Российского экономического университета им. Г. В. Плеханова

Под денежно-кредитной политикой понимается совокупность мероприятий в области денежного обращения и кредита, направленных на сдерживание инфляции, обеспечение занятости и выравнивание платежного баланса [1].

Основополагающими элементами разработки направлений денежно-кредитной политики являются правиль-

ная постановка цели и выбор соответствующих инструментов для ее реализации.

Денежно-кредитная политика Банка России должна создавать условия для повышения эффективности управления финансовыми потоками банковского сектора России. В документе «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2019–2021 гг.» основной

целью денежно-кредитной политики названо поддержание ценовой стабильности, стабильно низкой инфляции на уровне 4% [2].

Специальные цели денежно-кредитной политики Банка России: финансовая стабилизация экономики; поддержание стабильных темпов роста денежной массы; регулирование ставки рефинансирования и нормы обязатель-

Перечень операций Банка России с банковским сектором

Тип операций	Цель	Форма проведения	Срок	Частота проведения
Основные аукционы	Управление объемом ликвидности и уровнем ставок денежного рынка	Аукционы репо / депозитные аукционы	1 неделя	еженедельно
Операции постоянно-го действия на срок 1 день	Ограничение диапазона колебаний ставок денежного рынка границами процентного коридора	Кредиты «овернайт»; валютный своп; ломбардные кредиты; репо; кредиты, обеспеченные нерыночными активами / депозитные операции	1 день	ежедневно
Аукционы «тонкой настройки»	Предотвращение чрезмерных колебаний ставок денежного рынка внутри процентного коридора	Аукционы репо и валютный своп / депозитные аукционы	от 1 до 6 дней	в отдельные дни
Аукционы на длительные сроки	Улучшение условий проведения основных операций:	-	-	-
	абсорбирование среднесрочного избытка ликвидности	Аукционы по размещению облигаций Банка России	3, 6, 12 месяцев	нерегулярно
	удовлетворение среднесрочной потребности в ликвидности	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца	-
Операции постоянно-го действия на длительные сроки	Улучшение условий проведения основных операций, ограничение влияния структурного дефицита ликвидности на срочность пассивов кредитных организаций	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами	от 2 до 549 дней	ежедневно

Источник: Банк России.

ных резервов; регулирование курса национальной валюты; снижение уровня инфляции; развитие денежно-кредитной системы; формирование новых финансовых институтов; контроль за деятельностью банковского сектора.

Реализация денежно-кредитной политики Банка России осуществляется с помощью системы финансовых инструментов денежно-кредитной политики. Банк России управляет процентными

ставками (однодневными), по которым банки совершают операции друг с другом на денежном рынке (табл. 1). Банк России удерживает процентные ставки денежного рынка в границах процентного коридора и стремится приблизить их к уровню ключевой ставки.

Основной инструмент денежно-кредитной политики Банка России – ключевая ставка. Ключевая ставка играет информационную роль и

характеризует вектор направленности ДКП. К ключевой ставке приравниваются минимальная процентная ставка на аукционах репо Банка России на срок одна неделя или максимальная процентная ставка на депозитных аукционах Банка России на срок одна неделя. Изменение ключевой ставки влияет на кредитную активность банковского сектора.

Банк России, изменяя ключевую процентную ставку,

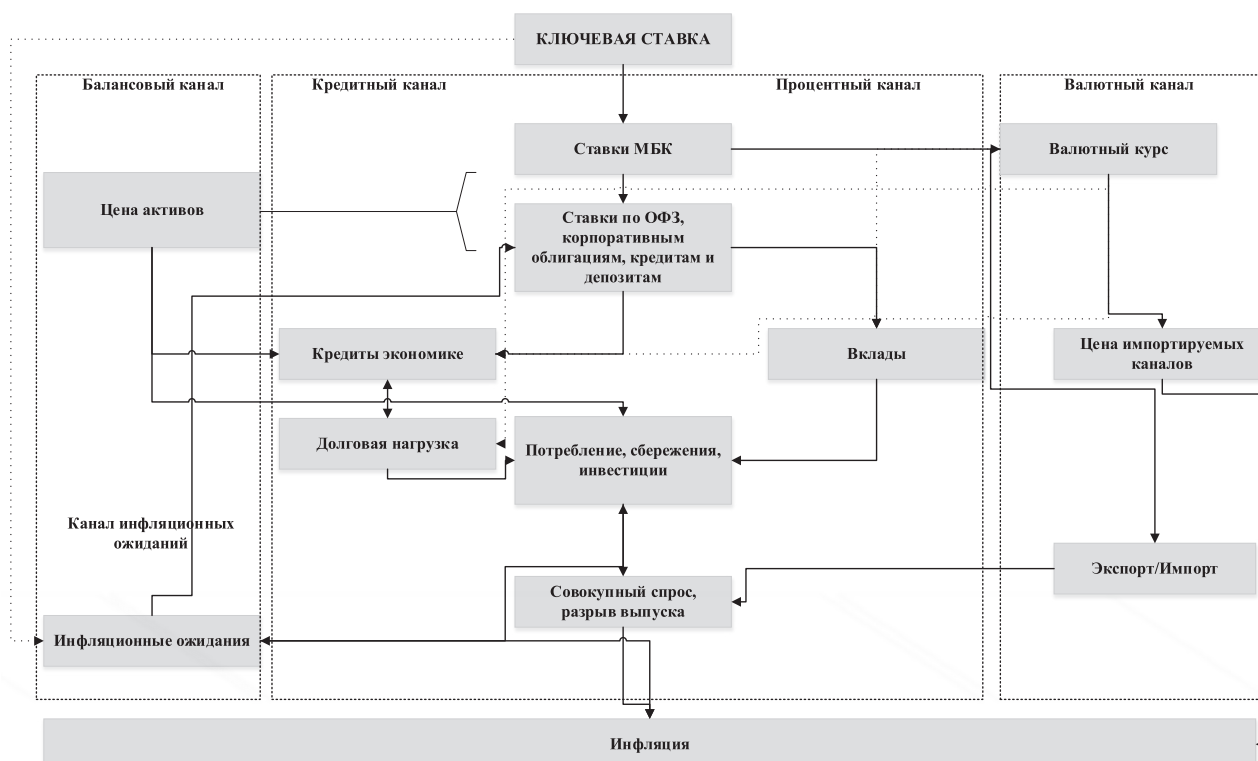
Abstract. The main objective of the monetary policy of the Bank of Russia should not be price stabilization, but ensuring economic growth, including by increasing the expenditure component. However, the lack of an effective mechanism for the flow of macro-financial flows of CFs from the banking sector to the real sector, clear goals and priorities of monetary policy aimed at the growth of real investments, remains one of the problems of the Russian economy.

The introduction and use of a new financial technology – the issue of digital currency of the Bank of Russia would create a completely new channel – the «digital currency channel» of the transmission mechanism, allocate new financial flows – «digital» macro-financial flows of the CF digital banking sector, which could increase the efficiency of managing macro-financial flows of the banking sector, the national payment system, the speed of settlements.

Keywords. Monetary policy, transmission mechanism, digital currency, digital macro-financial flows, classification of financial flows, banking sector.

Ключевые слова. Денежно-кредитная политика, трансмиссионный механизм, цифровая валюта, цифровые финансовые потоки, классификация финансовых потоков, банковский сектор.

Рис. 1. Схема трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России



Источник: Консультант плюс. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_336745/a47a149a6edd29742a2d2c33c3aa bc82948a1e01/.

оказывает влияние на процентные ставки в экономике и стоимость финансовых активов. Денежно-кредитная политика Банка России воздействует на управление финансовыми потоками *CFs* банковского сектора посредством трансмиссионного механизма через различные каналы.

Под трансмиссионным механизмом денежно-кредитной политики понимается последовательность экономических изменений в рыночной экономике, вызванных изменением предложения денег. В экономической теории существуют две интерпретации трансмиссионного механизма: кейнсианская и монетаристская. Опираясь на различие представлений об экономическом механизме, кейнсианцы и монетаристы делают противоположные выводы относительно этой политики [3].

Структура трансмиссионного механизма состоит из различных каналов, по которым передается импульс изменений, генерируемый Банком России посредством финансовых инструментов денежно-кредитного регулирования (рис. 1).

Трансмиссионный механизм состоит из каналов, которые в математическом виде представляют собой систему уравнений экономических переменных, отражающую передаваемый импульс изменений, генерируемый Банком России посредством инструментов денежно-кредитной политики.

Выделяют несколько фаз развития импульса изменений:

- фаза 1 – воздействие на рыночные процентные ставки и валютный курс;
- фаза 2 – коррекция стоимости финансовых активов, отражающаяся на расходах

хозяйствующих субъектов экономики;

- фаза 3 – уточнение равновесной цены на финансовые активы;
- фаза 4 – экономическая адаптация – изменение темпов роста ВВП, уровня безработицы, платежного баланса и т. д.

Выделяют несколько схем передачи корректирующего денежно-кредитного импульса, влияющего на совокупный спрос. Основные схемы передачи: канал процентной ставки; канал валютного курса; канал кредитования; канал благосостояния и др.

Процентный канал трансмиссионного механизма

Важнейшую роль в передаче импульсов денежно-кредитной политики Банка России играет *процентный канал* трансмиссионного механизма. В рамках данного канала изменение

**Влияние ключевой ставки Банка России на прямой и выходной финансовые потоки
банковского сектора России**

Показатель	01.01.2019	01.04.2019	01.07.2019	01.01.2020	01.04.2020
Ключевая ставка, %	7,75%	7,75%	7,50%	6,25%	6,00%
Изменение, %	0,50%	0,00%	-0,25%	-1,25%	-0,25%
Кредиты нефинансовым организациям, млн руб.	37 813 756	38 544 852	38 908 674	39 225 060	41 772 061
Изменение, млн руб.	1 330 489	731 096	363 822	316 386	2 547 001
Изменение, %	3,65%	1,93%	0,94%	0,81%	6,49%
Кредиты населению, млн руб.	16 065 232	16 943 402	17 769 158	19 100 407	19 810 947
Изменение, млн руб.	1 633 321	878 170	825 756	1 331 249	710 540
Изменение, %	11,32%	5,47%	4,87%	7,49%	3,72%
Депозиты нефинансовых организаций, млн руб.	13 081 114	12 451 920	12 631 399	14 652 261	14 855 712
Изменение, млн руб.	1 499 461	-629 194	179 479	2 020 862	203 451
Изменение, %	12,95%	-4,81%	1,44%	16,00%	1,39%
Вклады населения, млн руб.	22 886 181	22 725 911	23 584 732	25 268 035	25 047 253
Изменение, млн руб.	1 234 713	-160 270	858 821	1 683 303	-220 782
Изменение, %	5,70%	-0,70%	3,78%	7,14%	-0,87%

Источник: рассчитано автором на основе статистики Банка России.

ключевой ставки воздействует на ставки во всех сегментах национального финансового рынка. Изменение ставок по кредитам и депозитам трансформирует спрос на финансовые инструменты (процентный канал). Изменение ставок финансового рынка оказывает влияние на возможности банков наращивать прямые выходные финансовые потоки (кредитование экономики) и, таким образом, на предложение финансовых инструментов (кредитный и балансовый каналы, канал принятия риска). Взаимодействие этих процессов приводит к изменению объемов финансовых операций и совокупного спроса в экономике.

На первом этапе изменение ключевой ставки Банка

России транслируется в изменение процентных ставок во всех сегментах финансового рынка. Это происходит в срок от 1 дня до нескольких кварталов. В первую очередь изменение ключевой ставки почти мгновенно приводит к изменению на аналогичную величину однодневных ставок рынка межбанковских кредитов (далее – МБК). В результате ставки МБК формируются на целевом уровне при любой ситуации с ликвидностью банковского сектора. Изменение однодневной ставки МБК транслируется в изменение ставок МБК на более длительные сроки.

Банки могут использовать межбанковские кредиты наряду с другими финансовыми инструментами – облигация-

ми, кредитами и депозитами. Поэтому вслед за изменением ставок по межбанковским кредитам изменяются и ставки в других сегментах финансового рынка. Ставки по МБК и доходность облигаций влияют на ставки по банковским кредитам и депозитам.

Таким образом, изменение процентных ставок в различных сегментах финансового рынка влияет на готовность участников экономики заимствовать, инвестировать, сберегать или потреблять и, соответственно, транслируется в динамику денежно-кредитных показателей, потребительского и инвестиционного спроса.

Согласно нашей оценке, уменьшение ключевой ставки Банка России на 1 п. п. приводит к увеличению прямых

выходных финансовых потоков $CF_{out\ dir}$ банковского сектора на 2,5–3% и уменьшению прямых входных финансовых потоков $CF_{in\ dir}$ банковского сектора на 4–5% спустя один – два квартала рассматриваемого периода (табл. 2).

Отметим, что в рамках трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России можно выделить несколько каналов влияния процентных ставок на кредитную и сберегательную активность экономических субъектов.

Текущий уровень процентных ставок непосредственно воздействует на привлекательность кредитов и депозитов для экономических субъектов – клиентов банковского сектора.

При снижении процентных ставок финансирование текущих расходов хозяйствующих субъектов осуществляется за счет заемных средств, увеличивая объемы прямых выходных финансовых потоков $CF_{out\ dir}$ банковского сектора. При повышении ставок, напротив, увеличивается привлекательность депозитов и увеличиваются прямые входные финансовые потоки $CF_{in\ dir}$ банковского сектора.

Отметим, что изменение процентных ставок влияет не только на привлекательность кредитов и депозитов, но и на рыночную стоимость финансовых активов банков. Снижение стоимости банковских активов, вызванное ростом процентных ставок, сокращает капитал банков и ограничивает их возможности наращивать объемы прямых выходных финансовых потоков $CF_{out\ dir}$ (кредитование хозяйствующих субъектов экономики).

Кроме того, снижение процентных ставок влияет на рискованность операций банковского сектора. Снижение рыночных ставок ограни-

чивает процентные доходы банков – обратные входные финансовые потоки банковского сектора $CF_{in\ rev}$, и это стимулирует банки выдавать больше кредитов (увеличивать объемы прямых выходных финансовых потоков $CF_{out\ dir}$), в том числе за счет расширения кредитования более рискованных заемщиков.

Кредитный канал трансмиссионного механизма

Особую роль при проведении денежно-кредитной политики Банка России играет кредитный канал. Основную часть активов российской банковской системы в настоящее время составляют кредиты нефинансовому сектору (табл. 2). Это подчеркивает возросшую роль банковского сектора в финансировании хозяйствующих субъектов реального сектора экономики.

В экономической литературе кредитный канал подразделяют на два варианта трансмиссии:

- канал банковского кредитования (узкий канал);
- балансовый канал (широкий канал).

Канал банковского кредитования характеризуется расширением денежного предложения Банком России и в первую очередь увеличением объема избыточных резервов коммерческих банков. Соответственно, с ростом объема ликвидных средств банков расширяется и предложение кредитных ресурсов, происходит увеличение объемов прямых выходных финансовых потоков $CF_{out\ dir}$ банковского сектора.

Сущность балансового канала трансмиссионного механизма заключается в эффекте снижения риска кредитования при увеличении общего объема денежной массы в экономике. В частно-

сти, с увеличением денежно-го предложения имеет место рост цен финансовых активов и стоимости акций компаний. В этих условиях банки расширяют предложение кредитных ресурсов (наращивают объемы прямых выходных финансовых потоков $CF_{out\ dir}$).

В условиях активного функционирования процентного и кредитного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России сохраняет свое значение денежный канал, поскольку продолжается приток в страну валютной выручки, соответственно, ее покупка Банком России влияет на динамику денежной базы.

Канал цифровой валюты трансмиссионного механизма

По нашему мнению, трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики Банка России нуждается в развитии и совершенствовании. Необходимо выделить новый канал влияния – канал цифровой валюты трансмиссионного механизма, а Банку России – приступить к эмиссии цифровых рублей (рис. 2).

Под цифровой валютой мы понимаем новую форму денежных средств, которая эмитируется электронно Банком России и предназначена служить в качестве законного средства платежа.

Цифровая валюта Банка России может базироваться на тех или иных архитектуре, инфраструктуре и технологиях доступа к проведению платежей, она также может быть предназначена для использования внутри страны и/или для международных расчетов.

Можно выделить несколько видов цифровых денег в зависимости от архитектуры [3]:

- прямые цифровые деньги Банка России (direct CBDC).

В рамках данной архитектуры Банк России непосредственно несет обязательства перед клиентами по собственным цифровым деньгам и самостоятельно проводит платежные операции по счетам клиентов. При этом обязательство Банка России может стать наименее рискованным активом, доступным всем хозяйствующим субъектам экономики. Кроме того, цифровая валюта способна снизить транзакционные издержки в экономике. Однако возникает риск дезинтермедиации, или риск отказа от кредитных организаций, что может негативно отразиться на банковской системе;

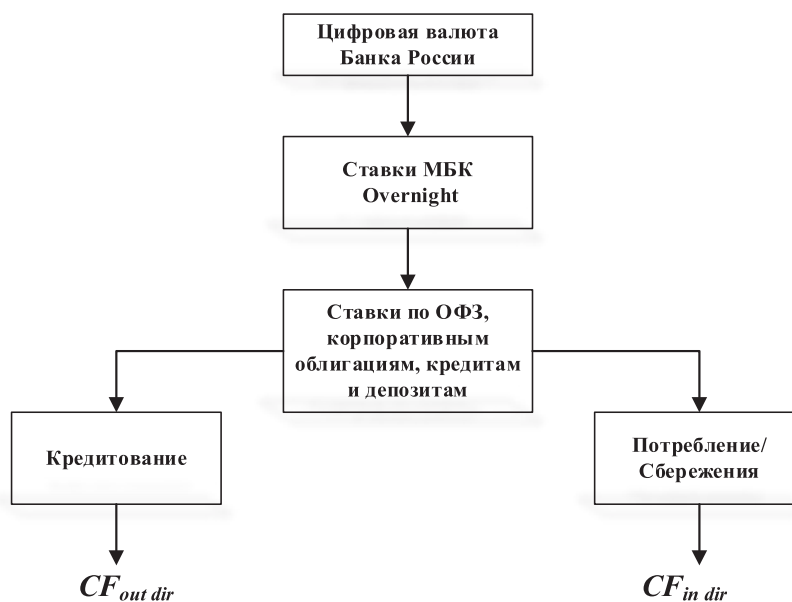
- косвенные (синтетические) цифровые деньги Банка России (indirect CBDC). При использовании данной архитектуры клиенты открывают счета в кредитных организациях – посредниках, которые на 100% резервируют деньги на счетах в Банке России, и все платежи проводятся кредитными организациями – посредниками;

- гибридные цифровые деньги Банка России. Согласно данной архитектуре клиенты держат счета непосредственно в Банке России, но сами платежи проводятся через организации-посредников.

Наиболее предпочтительной архитектурой цифровой валюты является косвенная архитектура, которая нивелирует риск отказа от кредитных организаций, который может негативно сказаться на банковском секторе и в целом на финансовой системе страны.

Использование цифровой валюты в качестве средства сохранения стоимости может быть привлекательным для всех экономических субъектов, если Банк России примет решение о начислении процентов на счета в цифровой валюте. Изменение ставки по цифровой валюте позволило бы

Рис. 2. Канал цифровой валюты трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России



Источник: составлено автором.

варьировать стоимость денег и величину спроса на них. Это может иметь серьезные последствия для реализации денежно-кредитной политики.

Согласно исследованиям McKinsey, применение цифровых технологий в странах с развивающимися рынками помогает значительно уменьшить годовые расходы банков на обслуживание клиентов, в том числе расходы, связанные: с открытием и обслуживанием счетов – на 65–75%; выдачей наличных денег – на 40–60%; банковскими переводами – на 90–95% [4].

Внедрение и использование цифровой валюты Банка России позволило бы создать совершенно новые финансовые потоки банковского сектора $CF_{digital}$ в цифровой форме, что могло бы повысить эффективность управления финансовыми потоками банковского сектора, платежной системой, ускорить расчеты. В то же время данная технология несет в себе потенциальные риски.

Внедрение и использование цифровой валюты может изменить финансовый сектор, в том числе банковский сек-

тор и однозначно затронет денежное обращение, поэтому важно оценить влияние цифровой валюты на денежно-кредитную политику. Например, перераспределение финансовых потоков между депозитами банков и цифровой валютой будет оказывать влияние на балансы банков, а также может привести к повышению ставок по банковским депозитам и кредитам. Кроме того, с появлением цифровых денег изменится и структурный баланс ликвидности банковского сектора. Банк России должен будет учитывать названные изменения, чтобы они не препятствовали достижению операционной цели Банка России – поддержанию ставок в сегменте «овернайт» денежного рынка вблизи ключевой ставки Банка России.

Следует различать возможное влияние введения цифровой валюты на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики на этапе адаптации к нему банковского сектора и после подстройки банковского сектора к появлению новой формы денег.

На этапе введения цифровой валюты будет происходить перераспределение финансовых потоков CFs между средствами на банковских счетах и электронными кошельками в цифровой валюте, банковский сектор должен будет пересмотреть свои подходы к управлению ликвидностью, активами и пассивами.

По нашему мнению, внедрение цифровой валюты может привести к финансовому притоку в банковский сектор наличных денежных средств экономических субъектов в размере 3–5 трлн руб. и трансформации 2–5 трлн безналичных рублей из банков в цифровые рубли. И банки будут стремиться воздействовать на процесс перераспределения средств через изменение ставок по депозитам, что может влиять на формирование ставок по кредитам и динамику и объемы прямых выходных финансовых потоков $CF_{out\ dir}$ (кредитование). Перераспределение примерно 10% наличных и безналичных денежных средств в цифровую валюту может вызвать рост кредитных ставок на 0,4–0,6 п. п. А это свою очередь может приводить к изменениям в потреблении и сбережениях даже при неизменной ключевой ставке, что способно создать дополнительные риски при проведении денежно-кредитной политики Банком России.

Однако в Банке России считают, что кредиты не станут дороже. И даже наоборот,

ожидают, что цифровой рубль будет способствовать росту ставок по банковским счетам. В целях нивелирования рисков излишнего перераспределения высоколиквидных пассивов в цифровую валюту и сохранения возможности заработать на таких пассивах банки будут вынуждены поднимать ставки по остаткам на таких счетах.

В долгосрочной перспективе распространение цифровой валюты Банка России в целом будет усиливать трансмиссию мероприятий денежно-кредитной политики через банковский сектор в экономику. Этому будет способствовать повышение доступности банковских услуг благодаря использованию цифровой валюты экономическими субъектами. Кроме того, введение национальной цифровой валюты будет ограничивать риски перераспределения финансовых потоков в цифровые валюты других стран.

Отметим, что представители Банка России неоднократно утверждали, что цифровой рубль является платежным инструментом. В предложенном Банком России варианте цифровой рубль будет аналогичен стандартным платежам посредством пластиковых карт или мобильных устройств. Конверсия безналичных средств в цифровую валюту видится искусственной надстройкой с точки зрения удобства использования. Спрос на это средство плате-

жа может оказаться недостаточным по причине того, что за хранение цифрового рубля Банк России не будет начислять проценты на остаток.

По существу, цифровой рубль может стать финансовым продуктом для экономических субъектов, которые не доверяют банкам и захотят хранить деньги непосредственно в Банке России. Цифровым рублем как средством сбережения могут начать пользоваться те экономические субъекты, которые раньше предпочитали хранить часть денег наличными. Например, если сумма депозита в банке, превышающая застрахованный уровень в 1,4 млн руб., может быть потеряна, то цифровой рубль будет храниться в электронном кошельке в Банке России.

Цифровой рубль имеет все шансы стать широко распространенным инструментом. Для этого он должен обладать необходимыми характеристиками, чтобы обеспечивать быстрые и удобные для экономических субъектов денежные расчеты, т. е. должен объединять преимущества наличных денег, безналичных расчетов с применением онлайн-банкинга, банковских карт и сервисов мгновенных платежей.

Цифровой рубль, обладающий необходимыми характеристиками, будет удовлетворять потребности экономических субъектов в денежных расчетах, способствуя развитию экономики.

Список литературы

1. Финансово-кредитный словарь. Изд. 1984 г.
2. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 гг. [СПС «Консультант плюс»] – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_309734/.
3. Моисеев С. Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики // Финансы и кредит. 2002. № 18. С. 38–51.
4. Digital finance for all: powering inclusive growth in emerging economies [Electronic resource] / McKinsey Global Institute. – URL: <https://www.mckinsey.com>. – Date of access: 20.11.2018.