



Оценка рисков внедрения цифрового рубля для стабильности денежного рынка и возможностей их компенсации инструментами денежно-кредитной политики

Солнцев Олег, Медведев Илья

Тема выпуска цифровых валют центральных банков (ЦВЦБ) стала предметом пристального внимания мировых денежных регуляторов начиная с 2018 г. И хотя во многих странах обсуждаются перспективы введения ЦВЦБ и необходимые для этого технические решения – к практическому использованию новой формы денег приступили лишь некоторые. К стадии пилотирования своих цифровых валют перешли Китай, Швеция, Южная Корея и ЕЦБ, причем власти Китая сообщили о планах по использованию цифрового юаня уже во время XXIV Зимних Олимпийских игр, которые пройдут в Пекине в 2022 году.

Банк России представил концепцию цифрового рубля (ЦР) в октябре 2020 г. Согласно этой концепции, цифровой рубль будет дополнительной формой российской национальной валюты и будет эмитироваться центральным банком в цифровой форме. По недавним заявлениям Банка России, разработку прототипа платформы цифрового рубля планируется завершить в декабре текущего года, а в январе 2022 г. начать тестирование, которое будет проходить в несколько этапов на протяжении всего года. По результатам этой работы будет сформирована дорожная карта по внедрению цифрового рубля.

Существует мнение, что переходный период внедрения цифрового рубля может занять до 3 лет. Так, например, председатель комитета Госдумы по финансовому рынку Анатолий Аксаков предрекает полное проникновение цифрового рубля в повседневное использование через 2-3 года после его введения. Но некоторое представление о продолжительности переходного периода можно получить исходя из мирового опыта. Этап пилотирования цифрового евро, к примеру, по ожиданиям ЕЦБ, продлится в течение 2 лет. А к моменту завершения стадии пилотирования цифрового юаня в Китае (запущенного осенью 2019 г.) после Олимпиады в 2022 г., длительность этого этапа составит как раз 3 года.

Привлекательность цифрового рубля, помимо скорости проведения транзакций и снижения издержек по расчетам, обеспечивается, в частности для предприятий, его свойством полностью защищенного актива представляющего обязательство ЦБ. В этом его существенная разница по сравнению с остатками на счетах банков. Скорое введение цифрового рубля вызвало волну обсуждений вокруг масштабов перетока средств с банковских счетов в новую форму денег. Отток ликвидности из банковской системы сулит ряд проблем – в этих условиях важным становится оценка побочных эффектов внедрения ЦР, а также объемов операций регулятора, которые могут предотвратить эти эффекты.

Проведенная в ЦМАКП оценка последствий введения ЦР, производилась на периоде до конца 2024 г. с помощью балансово-эконометрической модели российской экономики. Расчеты показали, что при перетоке ликвидности в цифровой рубль со счетов физических лиц в размере 5 трлн руб. и со счетов юридических лиц 4 трлн руб., компенсирующее кредитование банков со стороны Банка России должно составить 8-8.5 трлн руб. При этом для нейтрализации возникающего дефляционного давления регулятору понадобится снизить ключевую ставку на один шаг (0.25 п. п.)

Расширение кредитования коммерческих банков Банком России для компенсации оттока необходимо не только для того, чтобы банки могли продолжить свою деятельность в нормальном режиме, но и для защиты от шока, вызванного попытками банков компенсировать нехватку ликвидности повышением процентных ставок, что с одной стороны замедлит кредитование, а с другой – позволит привлечь больше депозитов. А снижение ключевой ставки Банком России сохранит рыночные процентные ставки на том же уровне, на котором она была до введения ЦР и компенсирует банкам рост потенциальных издержек.

Потенциал перетока средств с банковских счетов в цифровой рубль оценивался на основе результатов опросов о привлекательности цифрового рубля для населения (проведенные СКОЛКОВО-РЭШ и банком «Открытие») и предприятий (опрос РСПП).

Если исходить из данных опроса, проведенного СКОЛКОВО-РЭШ, в течение переходного периода в цифровой рубль перераспределится порядка 5 трлн руб. с рублевых счетов физических лиц. Согласно результатам опроса 14% респондентов не сомневаются в том, что они будут применять цифровой рубль и 36% ответили «скорее да». Можно предположить, что доля «активных» пользователей составит примерно 32% (14% + 36% x 0.5). Примерно такую же долю от текущего объема рублевых счетов до востребования население может перевести в цифровые рубли. Полученные 32%

поддержки ЦР отлично сопоставляются с результатами опроса банка «Открытие» в котором так же 32% респондентов ответили однозначно положительно. Подчеркнем, что отток будет происходить только из средств, обслуживающих платежный оборот, поскольку депозиты не конкурируют с цифровым рублем. Относительно всех рублевых счетов и депозитов физических лиц переток составит 14%.

Объем денег, который перераспределится с рублевых счетов предприятий составит примерно 4 трлн руб. Предположим, что компании, считающие целесообразным использовать ЦР для расчетов с другими предприятиями, переведут в ЦР примерно половину средств на рублевых счетах до востребования. Тогда переток средств предприятий в цифровой рубль составит приблизительно 12% от совокупного объема рублевых счетов и депозитов предприятий (счета до востребования составляют из них немногим больше половины).

Таким образом, общий переток средств из банковской системы в цифровой рубль может составить до 9 трлн руб. Это следует рассматривать как оценку верхней границы возможного оттока, при условиях быстрого внедрения и быстрого снятия ограничений на предельный объем перевода средств в цифровые рубли.

Для компенсации эффекта связанного с воздействием такого перетока на инфляцию и показатели денежной массы – Банку России будет достаточно прокредитовать банковскую систему на чуть меньшую чем 9 трлн руб. сумму за переходный период. «Экономия» возникнет вследствие того, что вначале банки будут «проедать» ранее накопленный запас избыточной ликвидности (средств на срочных депозитах в ЦБ) и только потом у них возникнет потребность в расширении привлечения кредитов от ЦБ.

В случае отсутствия компенсирующего кредитования со стороны ЦБ в банковской системе может произойти ряд серьезных изменений.

Прежде всего, сжатие абсолютно ликвидных активов будет настолько масштабным, что банки не смогут продолжать дальнейшее осуществление платежно-расчетной деятельности в силу отсутствия свободных средств.

Для компенсации нехватки ликвидности банки начнут продавать наиболее быстро реализуемые активы: государственные ценные бумаги и высоколиквидные иностранные активы. Масштаб сброса госбумаг оценивается порядка 2 трлн руб., иностранных активов – 0.5 трлн руб.

Возможное сокращение портфеля госбумаг (исходя из ранее действующих закономерностей при оцененном масштабе шока) составит до трети его объема. Это

неизбежно приведет к повышению уровня ставок на рынке ОФЗ. Экономика столкнется с ситуацией шокового повышения трансфертной кривой, которая определяет уровень ставок по большому количеству операций. Это будет означать общесистемное повышение уровня ставок в экономике. Таким образом, в случае отсутствия контрмер со стороны ЦБ, произойдет ужесточение монетарных условий функционирования российской экономики.

На иностранные активы, вследствие их большей привлекательности для российских банков эффект будет заметно более слабым – снижение приблизительно на 4%. Продажа иностранных активов создаст некоторое давление на рубль в сторону укрепления. Однако это давление по своей силе будет несопоставимо с масштабом давления на уровень котировок госбумаг.

Нехватка ликвидности приведет к тому, что банки будут выдавать меньше кредитов. Примерное сокращение кредитного портфеля составит 4-5%. Причем под ударом окажутся в первую очередь кредиты предприятиям, поскольку они в значительной мере фондируются средствами до востребования, которые и будут перетекать в ЦР (кредиты населению – более долгие и фондируются в основном срочными депозитами населению). Сокращение кредитов и вероятный рост ставок по привлеченным средствам приведет к тому, что прибыль банков сократится примерно на 10%.

Сокращение денежной массы вследствие более низких эффектов мультиплицирования приведет к сокращению уровня инфляции на 0.2-0.4 п. п. в год. Дополнительное к складывающемуся тренду дефляционное давление в указанном диапазоне будет подталкивать Банк России к коррекции ключевой ставки вниз на соответствующую величину (или на один шаг – 0.25 п. п.). Такая мера компенсирует дефляцию, которая возникнет вследствие сокращения денежной массы, и позволит нарастить объем банковских кредитов. Это предотвратит денежное сжатие.