

ДЕНЕЖНО- КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

В ЦИФРОВУЮ ЭПОХУ

Из-за криптоактивов спрос на деньги центральных банков может однажды снизиться

Дун Хэ

Мировой финансовый кризис и предоставление экстренной государственной помощи крупным финансовым организациям оживили скептицизм в некоторых кругах относительно монополии центральных банков на осуществление эмиссии денежных средств. Этот скептицизм способствовал появлению биткойнов и других криптоактивов, бросивших вызов парадигме поддерживаемых государством валют и доминирующей роли центральных банков и традиционных организаций финансовой системы (He et al., 2016).

Двадцать лет назад, когда интернет стал более распространенным, группа известных экономистов и глав центральных банков задались вопросом, не станут ли центральные банки ненужными в результате прогресса в области информационных технологий (King 1999). И хотя эти предсказания пока еще не стали реальностью, усиление роли криптоактивов заново подстегнуло эти дискуссии. Однажды эти активы могут стать альтернативными платежными средствами и, возможно, расчетными единицами, которые уменьшат спрос на фиатные валюты или деньги центральных банков. Настало время заново задаться вопросом, будет ли денежно-кредитная политика оставаться эффективной в мире без денег, выпускаемых центральными банками (Woodford 2000)?

Пока что криптоактивы являются слишком волатильными и слишком рискованными для того, чтобы представлять собой большую угрозу для фиатных валют. Более того, они не пользуются такой же степенью доверия, которую имеют у граждан фиатные валюты: они скандально известны случаями мошенничества, взломов и отказов в работе, а также ассоциируются с незаконной деятельностью.

Устранение недостатков

Однако непрерывные технологические инновации могут устранить некоторые из этих недостатков. Для сдерживания потенциального конкурентного давления со стороны криптоактивов центральные банки должны продолжать проводить эффективную денежно-кредитную политику. Они также могут учиться на свойствах криптоактивов и лежащей в их основе технологии для того, чтобы сделать фиатные валюты более привлекательными в цифровую эпоху.

Что такие криптоактивы? Они представляют собой цифровое выражение стоимости, ставшее возможным благодаря достижениям в области криптографии и технологии распределенного реестра. Они выражены в своих собственных расчетных единицах и могут передаваться от пользователя к пользователю без участия посредника.

Криптоактивы приобретают рыночную стоимость в результате своего потенциала по обмену на другие валюты, применения для осуществления платежей и использования в качестве средства сохранения стоимости. В отличие от стоимости фиатных валют, которая закрепляется денежно-кредитной политикой и их статусом законного платежного средства, стоимость криптоактивов основывается исключительно на ожидании того, что другие лица также будут их ценить и использовать. Поскольку стоимостная оценка, главным образом, основывается на убеждениях, которые недостаточно хорошо фиксированы, колебание цен является сильным.

Риск дефляции

Некоторые криптоактивы, такие как биткойн, в принципе имеют небольшой инфляционный риск, поскольку их предложение является ограниченным. Однако им не хватает трех важных функций, выполнение которых ожидается в рамках стабильных монетарных режимов: защита от риска структурной дефляции, способность гибко реагировать на временные шоки в области спроса на деньги и тем самым сглаживать экономический цикл, а также способность выступать в качестве кредитора последней инстанции.

Но будут ли они более широко использоваться в будущем? Со временем и вместе с положительным опытом волатильность может понизиться, способствуя более широкому принятию. А с усовершенствованием правил эмиссии (может быть с помощью «умных» правил, основанных на технологиях искусственного интеллекта) их стоимостная оценка может стать более стабильной. «Стабильные» монеты уже появляются: некоторые привязаны к существующим фиатным валютам, в то время как другие пытаются создать правила эмиссии, которые имитируют политику таргетирования инфляции или цены («центральный банк на основе алгоритмов»).

В качестве средства обмена криптоактивы имеют определенные преимущества. Они предлагают значительную степень анонимности, присущую наличным деньгам, при этом позволяя проводить операции на больших расстояниях, а расчетная единица операции потенциально может делиться на более мелкие. Эти свойства делают криптоактивы особенно привлекательными для микроплатежей в условиях новой цифровой экономики, основанной на коллективном использовании и услугах.

И в отличие от банковских переводов, клиринг и расчеты по операциям с использованием криптоактивов могут быстро совершаться без участия посредника. Эти преимущества становятся особенно очевидными при трансграничных платежах, являющихся дорогостоящими, сложными и непрозрачными. Новые услуги, использующие

технологии распределенного реестра и криптоактивы, сократили время, необходимое для того, чтобы трансграничные платежи достигали получателей, с дней до секунд, минуя корреспондентские банковские сети.

Поэтому мы не можем исключить возможность того, что некоторые криптоактивы в конечном итоге будут приняты более широко и станут выполнять больше функций денег в некоторых регионах или частных сетях электронной торговли.

Сдвиг в области платежей

В более широком плане укрепление роли криптоактивов и более широкое внедрение технологий распределенного реестра могут указывать на переход от платежной системы на основе учетной записи к такой системе, которая основана на стоимости или токенах (He et al., 2017). В системах, основанных на учетной записи, передача требований регистрируется на счете у посредника, такого как банк. И напротив, системы на основе стоимости или токена сводятся просто к передаче объекта платежа, такого как товар или бумажная валюта. Если стоимость или подлинность объекта платежа может быть проверена, операция может пройти, независимо от доверия к посреднику или контрагенту.

Такой сдвиг может также предвещать изменение способа создания денег в эпоху цифровых технологий: от кредитных денег к товарным деньгам, мы можем полностью замкнуть круг и вернуться к той ситуации, в которой мы находились в эпоху Возрождения! В XIX веке деньги основывались преимущественно на кредитных отношениях: деньги центрального банка (или денежная база) представляют собой кредитные отношения между центральным банком и гражданами (в случае наличных денег), а также между центральным банком и коммерческими банками (в случае резервов). Деньги коммерческих банков (вклады до востребования) представляют собой кредитные отношения между банком и его клиентами. Криптоактивы, напротив, не основаны на каких-либо кредитных отношениях, не являются обязательствами каких-либо компаний и больше похожи на товарные деньги по своему характеру.

Экономисты продолжают спорить о происхождении денег и о том, почему устройство денежных систем на протяжении всей истории, похоже, чередовалось между товарными и кредитными деньгами. Если криптоактивы действительно приведут к повышению роли товарных денег в эпоху цифровых технологий, спрос на деньги центрального банка, скорее всего, снизится.

Монопольный поставщик

Но будет ли этот сдвиг иметь значение для денежно-кредитной политики? Уменьшит ли снизившийся спрос

на деньги центрального банка способность центральных банков контролировать краткосрочные процентные ставки? Центральные банки обычно проводят денежно-кредитную политику путем установления краткосрочных процентных ставок на межбанковском рынке на резервы (или с помощью остатков на клиринговых счетах, которые они держат в центральном банке). В работе King (1999) приводится мнение, согласно которому прекращение статуса монопольного поставщика таких резервов действительно лишит центральные банки возможности осуществлять денежно-кредитную политику.

Среди экономистов нет согласия относительно того, потребуются ли существенные корректировки балансов центральных банков для изменения процентных ставок в мире, где обязательства центрального банка перестали выполнять какие-либо функции расчета. Потребуется ли центральному банку покупать и продавать много криптоактивов для того, чтобы менять процентные ставки в криптомире?

Несмотря на эти разногласия, главный вопрос остается аналогичным: «Единственный реальный вопрос относительно такого будущего — это то, насколько будет важна денежно-кредитная политика центральных банков» (Woodford, 2000). Для Бенджамина Фридмана реальная проблема заключается в том, что «процентные ставки, которые может устанавливать центральный банк ... становятся менее тесно (до какого-то предела, никоим образом) связанными с процентными ставками и ценами на другие активы, имеющими значение для операций» (Friedman, 2000).

Другими словами, если деньги центрального банка больше не определяют расчетную единицу для большинства видов экономической деятельности (и если расчетные единицы вместо этого предоставляются криптоактивами), тогда денежно-кредитная политика центрального банка становится неактуальной. Долларизация в некоторых развивающихся странах является своего рода аналогом этого. Когда значительная часть внутренней финансовой системы работает с иностранной валютой, денежно-кредитная политика в отношении национальной валюты становится оторванной от местной экономики.

Конкурентное давление

Как должны реагировать центральные банки? Как они могут не допустить конкурентное давление со стороны криптоактивов, которые те могут оказать на фиатные валюты?

Во-первых, они должны продолжать пытаться сделать фиатные валюты более эффективными и более стабильными расчетными единицами. Как отметила в прошлом

году директор-распорядитель МВФ Кристин Лагард в своем выступлении в Банке Англии, «лучшим ответом центральных банков является продолжение эффективной денежно-кредитной политики с одновременной открытостью свежим идеям и новым требованиям по мере развития экономики». Современная денежно-кредитная политика, основанная на коллективной мудрости и знаниях членов комитета по денежно-кредитной политике и поддерживаемая независимостью центрального банка, дает главную надежду на поддержание стабильных расчетных единиц. Процесс разработки денежно-кредитной политики также может выиграть от технологий: центральные банки, скорее всего, смогут улучшить свои экономические прогнозы с помощью использования больших массивов данных, искусственного интеллекта и машинного обучения.

Во-вторых, государственные органы должны регулировать использование криптоактивов для предотвращения регулятивного арбитража и любых несправедливых конкурентных преимуществ, которые криптоактивы могут приобрести в результате более мягкого регулирования. Это означает строгое применение мер по предотвращению отмывания денег и финансирования терроризма, усиление защиты потребителей и действенное налогообложение криптоопераций.

В-третьих, центральным банкам следует продолжать повышать привлекательность своих денег для использования в качестве средства для осуществления расчетов. Например, они могли бы сделать деньги центрального банка удобными для пользователей в условиях цифрового мира, выпустив свои собственные цифровые токены в дополнение к физическим наличным деньгам и банковским резервам. Такая цифровая валюта центрального банка может обмениваться напрямую между пользователями, децентрализованным образом, в значительной степени как криптоактивы.

Защита независимости

Цифровая валюта центрального банка может помочь противостоять монопольному положению, в котором могут находиться сильные сетевые внешние факторы в отношении частных платежных систем. Это может способствовать снижению издержек по операциям для физических лиц и малых предприятий, имеющих ограниченный или дорогостоящий доступ к банковским услугам, и обеспечить проведение операций на больших расстояниях. В отличие от наличных денег, цифровая валюта не будет ограничена в количестве деноминаций.

С точки зрения денежно-кредитной политики, цифровая валюта центрального банка, имеющая процентную ставку, будет способствовать передаче воздействия дирек-

тивной процентной ставки на остальную экономику при снижении спроса на резервы. Использование таких валют также поможет центральным банкам продолжать получать доход от эмиссии валюты, что позволит им продолжать финансировать свою деятельность и распределять прибыль между органами государственного управления. Для центральных банков во многих странах с формирующимся рынком и в развивающихся странах эмиссионный доход является основным источником дохода и важной гарантией их независимости.

Разумеется, при создании цифровой валюты центрального банка нужно будет делать выбор и достигать политических компромиссов, что потребует проведения тщательной оценки, в том числе относительно того, как избежать дополнительных рисков массового изъятия вкладов из банков, вызванного удобством цифровых денег. В более широком плане мнения относительно сбалансированности выгод и рисков, скорее всего, будут отличаться в разных странах в зависимости от их особых обстоятельств, таких как степень развития финансов и технологий.

Цифровая эпоха создает центральным банкам одновременно и трудности, и возможности. Центральные банки должны поддерживать доверие общества к фиатным валютам и оставаться в игре в условиях цифровой и децентрализованной экономики совместно используемых услуг. Они могут оставаться актуальными, предлагая более стабильные по сравнению с криптоактивами расчетные единицы и делая деньги центрального банка привлекательными в качестве средства обмена в условиях цифровой экономики. **ФР**

ДУН ХЭ — заместитель директора Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.

Настоящая статья основана на Документе персонала МВФ для обсуждения 16/03 «Виртуальные валюты и не только: предварительные соображения» от января 2016 года. Авторы: Дун Хэ, Росс Леков, Викрам Хаксар, Томмасо Манчини Гриффолли, Найджел Дженкинсон, Микари Касима, Танай Кхьяонаронг, Селин Рошон и Эрае Турп.

Литература:

- Friedman, Benjamin M. 2000. "Decoupling at the Margin: The Threat to Monetary Policy from the Electronic Revolution in Banking." *International Finance* 3 (2): 261–72.
- Goodhart, Charles. 2000. "Can Central Banking Survive the IT Revolution?" *International Finance* 3 (2): 189–209.
- He, Dong, Ross Leckow, Vikram Haksar, Tommaso Mancini Griffoli, Nigel Jenkinson, Mikari Kashima, Tanai Khiaonarong, Céline Rochon, and Hervé Tourpe. 2017. "Fintech and Financial Services: Initial Considerations." IMF Staff Discussion Note 17/05, International Monetary Fund, Washington, DC.
- King, Mervyn. 1999. "Challenges for Monetary Policy: New and Old." Speech delivered at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, WY, August 27.
- Woodford, Michael. 2000. "Monetary Policy in a World without Money." *International Finance* 3 (2): 229–60.