

ДОЛГОСРОЧНЫЕ ВЫЗОВЫ ДЛЯ РОССИЙСКОЙ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ: КЛИМАТИЧЕСКИЕ ИЗМЕНЕНИЯ, ДЕМОГРАФИЯ И ВВЕДЕНИЕ ЦИФРОВОГО РУБЛЯ

Е. Л. ГОРЮНОВ

В Проекте «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов» Банк России впервые указал, что в перспективе при принятии решений о денежно-кредитной политике будет учитывать влияние демографического фактора и глобального изменения климата на внутренние макроэкономические условия. Также регулятором принято решение о введении цифрового рубля. В статье обсуждаются данные инновации.

Обосновывается верность перехода к инфляционному таргетированию в 2014 г., поскольку этот режим позволил обеспечить заякоренность инфляционных ожиданий, что создало условия для проведения контрциклической стимулирующей денежно-кредитной политики в период экономического спада 2020 г.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, глобальное изменение климата, демография, таргетирование инфляции.

JEL: E31, E52, E58, J11, Q54.

Традиционно каждый сентябрь ЦБ РФ публикует проект программного документа, в котором излагает свою оценку текущих макроэкономических условий, описывает видение вероятного развития событий в ближайшие годы и формулирует подход к денежно-кредитной политике. В Проекте «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов» от 30 сентября 2021 г.¹ (далее – Проект) есть ряд моментов, которые обращают на себя особое внимание. Во-первых, глобальное изменение климата и демографические изменения обозначены регулятором как два аспекта, которые будут значимо влиять на макроэкономические условия в долгосрочной перспективе, и поэтому их предполагается учитывать при принятии решений о денежно-кредитной политике. Во-вторых, с определенностью заявляется, что принято решение разрабатывать и внедрять цифровой рубль в оборот.

В тексте Проекта в специальной врезке приводится подробное обсуждение того, какие последствия для российской экономики могут иметь как сами климатические изменения,

так и специальные структурные меры, которые предпринимают различные страны для перехода к низкоуглеродной экономике. Сегодня многие центральные банки, включая ЕЦБ [4; 7], все больше внимания уделяют климатическим изменениям и обсуждают соответствующую трансформацию монетарной политики. Эти обсуждения на текущий момент не выходят за пределы общих рассуждений о рисках, связанных с изменением климата, и вероятных каналах воздействия климатических условий на структурные макроэкономические параметры, такие как темпы роста потенциального выпуска и нейтральный уровень процентной ставки.

В том же ключе к данной проблематике подходит и Банк России. Некоторые риски, о которых говорится в Проекте, представляются несколько преувеличенными (к примеру, риск потери устойчивости инфляционных процессов вследствие стихийных бедствий и изменения погодных условий), а некоторые потенциальные риски не упомянуты. В частности, не упомянут риск возникновения эффекта фискального доминирования по причине мас-

Горюнов Евгений Львович, научный сотрудник Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара; преподаватель кафедры финансов и валютно-кредитных отношений ВАВТ Минэкономразвития России; старший преподаватель кафедры макроэкономики ЭМИТ РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук. (Москва), e-mail: gorunov@iep.ru

¹ URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/126064/on_project_2022\(2023-2024\).pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/126064/on_project_2022(2023-2024).pdf)

штабных государственных расходов, направленных на ускоренный переход к низкоуглеродной экономике. Общий вывод, к которому приходят экономисты Банка России, состоит в том, что на сегодняшний момент макроэкономические эффекты изменения климата и последствия «зеленой» политики можно представить только с качественной точки зрения, а численные оценки, ввиду высокого уровня неопределенности, сделать невозможно. С этим выводом можно согласиться, а также поддержать общее стратегическое решение Банка России включить климатический фактор в перечень факторов, релевантных для принятия решений в области денежно-кредитной политики.

Демография влияет на макроэкономические условия по ряду направлений. Старение населения и сокращение доли населения в трудоспособном возрасте отрицательно влияют на темпы роста потенциального ВВП и снижают нейтральный уровень процентной ставки [5]. Именно демографический фактор сегодня рассматривается в качестве одной из основных причин как низких темпов экономического роста в Японии, США и странах Европы, так и низкого (отрицательного) нейтрального уровня реальной ставки в этих странах. Все это оказывает сдерживающее влияние на совокупный спрос и инфляцию, что, в свою очередь, усугубляет проблему нулевой границы номинальной ставки и значительно сужает возможности денежно-кредитной политики [1]. Подобные риски в Проекте не рассматриваются, хотя в нем называются многочисленные каналы воздействия старения населения на потенциальный уровень ВВП. По нашему мнению, следовало бы также проанализировать последствия старения населения для нейтрального уровня реальной ставки.

Еще одно новшество, которое заслуживает отдельного внимания, это планы российского регулятора по введению в оборот цифрового рубля. Доля безналичного оборота в

России росла на протяжении последних десяти лет. С приходом пандемического кризиса спрос на наличные рубли вырос, но данное явление носит временный характер и в долгосрочной перспективе роль наличной валюты продолжит снижаться. Цифровой рубль представляет собой безналичный вариант рубля, который, в отличие от традиционных безналичных средств, не является финансовым обязательством какой-либо кредитной организации, а находится на балансе непосредственно российского центрального банка по аналогии с наличными в обращении.

За прошедший год произошел заметный прогресс во внедрении цифрового рубля. В аналогичном документе прошлого года тема цифрового рубля вообще не была затронута, а в Проекте текущего года присутствует специальное приложение, где описаны контуры новой системы денежного обращения, элементом которой будет цифровой рубль. При этом в Проекте акцент сделан на аспектах влияния введения цифрового рубля на денежно-кредитную политику, но не раскрыта сама цель его введения. В 2020 г. Банк России опубликовал доклад для общественных консультаций², посвященный теме цифрового рубля, но в нем также нет детального обоснования мотивов введения данной инновации. Заметим, что в докладе о цифровом рубле говорилось, что решение о его перспективном внедрении еще не принято, а обсуждение сроков введения преждевременно, поскольку для этого необходима дополнительная теоретическая и эмпирическая работа. В текущем же Проекте вполне определенно утверждается, что ЦБ РФ пойдет на этот шаг. На наш взгляд, необходимость введения цифрового рубля пока недостаточно обоснована. Между тем наличие убедительных оснований для данной инновации необходимо ввиду значимых рисков, связанных с изменением механизма формирования ликвидности банков и трансмиссии денежно-кредитной политики [2].

² URL: https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/112957/Consultation_Paper_201013.pdf

С конца 2014 г. Банк России проводит политику в рамках режима таргетирования инфляции, который предполагает, что приоритетом регулятора является поддержание ценовой стабильности. Помимо задачи удержания инфляции в среднесрочной перспективе около целевого уровня в 4%, Банк России ставит перед собой задачу реализации контрциклической монетарной политики, для которой характерно смягчение условий на денежном рынке в период рецессии и ужесточение в период перегрева.

Преимущества режима таргетирования инфляции хорошо известны. В приложении к Проекту, где приводится сравнение динамики инфляции в странах, в которых монетарные власти таргетируют инфляцию, делается вывод о снижении волатильности инфляции после перехода к режиму таргетирования, что свидетельствует о предпочтительности использования именно данного подхода. Однако в Проекте не упоминается одно важнейшее, на наш взгляд, преимущество режима таргетирования инфляции, которое имеет большое значение именно для стран с формирующимися рынками, к которым относится Россия. Это преимущество состоит в том, что за счет закоривания инфляционных ожиданий центральным банкам удается эффективнее проводить контрциклическую политику. Между тем в странах с формирующимися рынками центральные банки зачастую вынуждены проводить проциклическую политику [6], ужесточая ее во время кризисов и смягчая в период подъема, что неблагоприятно сказывается на экономике, поскольку циклические колебания макропараметров при этом усиливаются, делая спады более болезненными, а перегрев экономики более заметным.

Феномен проциклической монетарной политики в странах с формирующимися рынками также хорошо известен. Ее выбор центральными банками связан с тремя факторами.

Во-первых, доверие к национальной валюте в таких странах недостаточно велико и инфляционные ожидания не закорены, поэтому

даже относительно слабые проинфляционные шоки существенно усиливаются в результате бегства экономических агентов в иностранную валюту в периоды кризиса.

Во-вторых, страны с формирующимися рынками уязвимы к изменению потоков капитала, которые во многом связаны со стадией экономического цикла. Повышение аппетита к риску у инвесторов и мягкая денежная политика в развитых странах приводят к росту спроса на финансовые активы стран с формирующимися рынками, укреплению их валют, снижению инфляции и увеличению выпуска. Ухудшение конъюнктуры мирового рынка капитала, напротив, влечет за собой отток средств с этих рынков, обесценение национальных валют, усиление инфляции и экономический спад.

В-третьих, центральные банки стран с формирующимися рынками проявляют низкую терпимость к колебаниям обменного курса. На приток капитала денежные власти отвечают противодействием повышению курса национальной валюты, т.е. смягчением денежной политики, что ведет к перегреву экономики. В периоды оттока капитала и ослабления курса национальной валюты они повышают ключевую ставку для сдерживания такой динамики ценой усиления рецессии.

Переход к таргетированию инфляции и свободному плаванию обменного курса позволяет уйти от подобной неэффективной политики. Пандемический кризис, начавшийся в 2020 г., показал, что в условиях массированного оттока капитала и ослабления курса национальной валюты страны с формирующимся рынком, где центральные банки перешли к таргетированию инфляции, смогли реализовать стимулирующую денежно-кредитную политику без значительного ускорения инфляции [3]. Закрепление инфляционных ожиданий объясняется повышением доверия к денежным властям, их политике и, как следствие, к национальной валюте. Таким образом, уход от обменного курса как номинального якоря и замена его на показатель инфляции позволяет

экономике легче адаптироваться к макроэкономическим шокам.

По нашему мнению, именно стратегический выбор, сделанный в 2014 г. в пользу перехода на таргетирование инфляции и плавающий курс, позволил Банку России проводить мягкую политику и поддерживать экономический рост, не опасаясь дестабилизации денежного обращения и потери контроля над инфляцией. В июле 2020 г. ключевая ставка достигла исторически минимального значения в 4,25% годовых и находилась на этом уровне вплоть до марта 2021 г. В дополнение к этому закоренные инфляционные ожидания дали возможность удерживать в 2020 г. низкие ставки и тем самым облегчить проведение стимулирующей бюджетной политики.

В заключение отметим, что общий подход к денежно-кредитной политике, изложенный в Проекте, остается вполне разумным. В Про-

екте отражены все основные риски, актуальные в рассматриваемом в этом документе периоде. Ответственная политика денежных властей играет важную стабилизирующую роль как в периоды кризисов, так и в периоды преодоления их последствий. Нынешний кризис беспрецедентен по своим масштабам и степени неопределенности, поэтому он требует предельной концентрации от экономических властей в целом и от центральных банков в частности. Острый кризисный период 2020 г. России удалось пройти с умеренными экономическими потерями, чему способствовала, в том числе, мягкая монетарная политика. Сейчас на повестке российского регулятора стоит задача не допустить дальнейшего роста инфляции и вернуть ее к целевому уровню, минимизировав по возможности негативные последствия кризиса для занятости и экономического роста. ■

Литература

1. Горюнов Е.Л., Дробышевский С.М., Мау В.А., Трунин П.В. Что мы (не) знаем об эффективности инструментов ДКП в современном мире? // Вопросы экономики. 2021. № 2. С. 5–34.
2. Синельникова-Мурылева Е.В. Цифровые валюты центральных банков: потенциальные риски и выгоды // Вопросы экономики. 2020. № 4. С. 147–159.
3. Aguilar A., Cantu C. Monetary policy response in emerging market economies: why was it different this time? / Bank for International Settlements. 2020. No. 32. URL: <https://www.bis.org/publ/bisbull32.pdf>
4. Drudi F., Moench E., Holthausen C., Weber P.-F. Climate change and monetary policy in the euro area / European Central Bank. 2021. No. 271. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op271-36775d43c8.en.pdf>
5. Eggertsson G.B., Lancastre M., Summers L.H. Aging, output per capita and secular stagnation // National Bureau of Economic Research. 2018. No. w24902.
6. McGettigan D., Moriyama K., Steinberg C. Monetary policy in emerging markets: Taming the cycle / International Monetary Fund. 2013. No. 2013/096. URL: https://www.imf.org/-/media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/wp/2013/_wp1396.ashx
7. Schnabel I. Climate Change and Monetary Policy // Finance & Development. 2021. Vol. 58. No. 3. Pp. 53–55.

References

1. Goryunov E.L., Drobyshevsky S.M., Mau V.A., Trunin P.V. What do we (not) know about the effectiveness of the monetary policy tools in the modern world? // Voprosy Ekonomiki. 2021. No. 2. Pp. 5–34.
2. Sinelnikova-Muryleva E.V. Central bank digital currencies: Potential risks and benefits // Voprosy Ekonomiki. 2020. No. 4. Pp. 147–159.
3. Aguilar A., Cantu C. Monetary policy response in emerging market economies: why was it different this time? / Bank for International Settlements. 2020. No. 32. URL: <https://www.bis.org/publ/bisbull32.pdf>
4. Drudi F., Moench E., Holthausen C., Weber P.-F. Climate change and monetary policy in the euro area / European Central Bank. 2021. No. 271. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op271-36775d43c8.en.pdf>
5. Eggertsson G.B., Lancastre M., Summers L.H. Aging, output per capita and secular stagnation // National Bureau of Economic Research. 2018. No. w24902.

6. McGettigan D., Moriyama K., Steinberg C. Monetary policy in emerging markets: Taming the cycle / International Monetary Fund. 2013. No. 2013/096. URL: https://www.imf.org/-/media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/wp/2013/_wp1396.ashx
7. Schnabel I. Climate Change and Monetary Policy // Finance & Development. 2021. Vol. 58. No. 3. Pp. 53–55.

Long-term Challenges for the Monetary Policy in Russia: Climate Change, Demographics and Digital Rouble Adoption

Eugeny L. Goryunov – Senior Researcher of the Gaidar Institute for Economic Policy; Senior Tutor at the Department of Finance and Foreign Exchange and Credit Relations of the Russian Foreign Trade Academy; Tutor at the Department of Macroeconomics of the Institute of Economics, Mathematics and Information Technology, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Candidate of Economic Sciences (Moscow, Russia). E-mail: gorunov@iep.ru

According to the project of the “General lines of unitary governmental monetary policy on the 2022 and the period of 2023–2024”, published by the Bank of Russia, global climate change and demographics should prospectively be considered as a factors of macroeconomics dynamics and therefore taken into account when monetary policy decisions are made. Also Russian monetary authority confirms that it is going to adopt digital currency. These innovations are discussed in the paper.

I support the idea that transition to inflation targeting in 2014 was a key factor ensuring that inflationary expectations were anchored, which created the conditions for a countercyclical stimulating monetary policy during the recent economic downturn.

Key words: monetary policy, global climate change, demographics, inflation targeting.

JEL-codes: E31, E52, E58, J11, Q54.