

DOI: 10.26794/2587-5671-2022-26-1-6-23

УДК 339.72(045)

JEL E52, F31, F33, G15

Конкуренция резервных валют в условиях полицентрического развития мировой финансовой системы

Д.М. Сахаров

Финансовый университет, Москва, Россия

АННОТАЦИЯ

Статья посвящена исследованию вопросов конкуренции резервных валют в мировой финансовой системе. **Цель** статьи заключается в исследовании ключевых факторов конкурентоспособности резервных валют в условиях полицентрического развития мировой финансовой системы, а также в оценке возможного влияния цифровой трансформации на факторы, определяющие лидирующие позиции валют в мировой финансовой системе. Автор использовал следующие **методы** научного исследования: анализ, синтез, метод научной абстракции, дедукция, индукция, а также логический метод. Показано важнейшее значение емкости финансового рынка для конкурентоспособности валюты. Отмечено ключевое значение инструментов денежно-кредитной политики, обеспечивающих предоставление фондирования кредитным организациям, для укрепления конкурентных преимуществ валюты на международном финансовом рынке. Автор указывает, что проводимая центральными банками, выпускающими резервные валюты, денежно-кредитная политика в период кризиса, вызванного распространением коронавируса, обеспечила стабилизацию ситуации в мировой финансовой системе и способствовала укреплению позиций ключевых резервных валют на международном финансовом рынке. Автор отмечает, что расширение сотрудничества между центральными банками при проведении денежно-кредитной политики отражает полицентрический характер развития мировой финансовой системы. В исследовании подчеркнуто, что развитие экосистем, обусловленное процессами цифровизации, способно оказать значительное влияние на конкурентные позиции валют в мировой финансовой системе. Сделан **вывод**, что развитие мировой финансовой системы носит полицентрический характер, заключающийся в сохранении за долларом США статуса ключевой валюты при увеличении роли других резервных валют. **Перспектива** дальнейшего исследования вопросов конкурентоспособности валют связана с оценкой влияния процессов цифровизации на конкурентные позиции резервных валют в мировой финансовой системе.

Ключевые слова: мировая финансовая система; конкуренция валют; международный финансовый рынок; международные валютные резервы; денежно-кредитная политика; цифровизация; центральные банки; резервные валюты; мировая банковская система; валютный полицентризм

Для цитирования: Сахаров Д.М. Конкуренция резервных валют в условиях полицентрического развития мировой финансовой системы. *Финансы: теория и практика*. 2022;26(1):6-23. DOI: 10.26794/2587-5671-2022-26-1-6-23

Reserve Currency Competition in a Polycentric World Financial System

D.M. Sakharov

Financial University, Moscow, Russia

ABSTRACT

This research is devoted to the issues of reserve currency competition in the global financial system. The paper **aims** to investigate key sources of competitive advantages of reserve currencies in the context of the development of the global financial system towards currency multipolarity and assess how digital transformation can affect the drivers of reserve currencies' competitive positions in the global financial system. The author uses the following **methods** of scientific research: analysis, synthesis, abstraction, deduction, induction, and logical method. The article notes that the financial market capacity is the key factor of reserve currency competitiveness. The author emphasizes that monetary policy instruments that provide funding for financial institutions play a key role in strengthening reserve currency competitiveness in the global financial market. The author highlights that during the COVID-19 crisis monetary policy of the central banks that issue reserve currencies stabilized the situation in the world financial system and strengthened

© Сахаров Д.М., 2022

the positions of the major reserve currencies in the global financial market. The author notes that the increase of monetary policy cooperation between central banks points to the evolution of the world financial system towards currency multipolarity. The research emphasized that the development of ecosystems driven by digital transformation can significantly affect the competitive positions of currencies in the global financial system. The author **concludes** that the global financial system is evolving towards currency multipolarity meaning that the US dollar will remain a leading reserve currency and at the same time other reserve currencies will likely play a bigger role. **Further research** of currency competition problems may investigate the impact of digital transformation on competitive positions of reserve currencies in the global financial system.

Keywords: global financial system; currency competition; global financial market; international foreign exchange reserves; monetary policy; digitalization; central banks; reserve currencies; global banking system; currency multipolarity

For citation: Sakharov D.M. Reserve currency competition in a polycentric world financial system. *Finance: Theory and Practice*. 2022;26(1):6-23. DOI: 10.26794/2587-5671-2022-26-1-6-23

ВВЕДЕНИЕ

Развитие мировой экономики в последнее десятилетие характеризовалось повышением значимости развивающихся стран. Можно утверждать, что экономический рост в развивающихся странах стал одним из важных драйверов развития мировой экономики. Вместе с тем ведущую роль в современной мировой финансовой системе продолжают играть развитые страны. Состояние мировой финансовой системы по-прежнему определяется конъюнктурой финансовых рынков ведущих развитых стран.

Развитие мировой финансовой системы в современных условиях носит сложный и противоречивый характер. Процессы цифровизации оказывают существенное воздействие на мировую финансовую систему. Цифровизация мировой финансовой системы находит свое отражение в широком использовании технологий мобильного банкинга, развитии бизнеса финтех компаний, роботизации процесса оказания финансовых услуг, использовании технологий удаленной идентификации клиентов на основе биометрии, а также в развитии финансового бизнеса на основе экосистем. Технологические нововведения, основанные на использовании цифровых технологий, существенно повысили качество платежно-расчетных услуг посредством внедрения онлайн-платежей, предоставления возможностей по осуществлению P2P- и P2B-переводов, создали дополнительные возможности по осуществлению платежей и переводов с использованием мобильных устройств. Глубокие изменения, происходящие в мировой финансовой системе под влиянием процессов цифровизации, способствовали повышению качества и доступности финансовых услуг, а также появлению новых финансовых продуктов, отвечающих потребностям экономических субъектов. Состояние финансовых рынков развитых стран характеризуется благоприятной конъюнктурой, сформировавшейся во многом под влиянием значительных мер поддержки в рамках денежно-кредитной политики. Показатели капитали-

зации фондовых рынков крупнейших развитых стран за последние годы существенно выросли и находятся вблизи своих исторических максимумов.

В то же время для современной мировой финансовой системы характерны серьезные проблемы, связанные с увеличением долговой нагрузки крупнейших суверенных заемщиков, ростом показателей бюджетного дефицита в развитых странах, а также увеличением показателей волатильности мирового валютного рынка. Серьезной проблемой, стоящей перед экономикой развитых стран, является обострение проблемы социального неравенства, которая в долгосрочной перспективе может привести к потере конкурентных преимуществ для экономики. Кроме того, дальнейшее усиление противоречий и конфликтов между странами, в частности США и Китаем, способно существенным образом повлиять на состояние мировой финансовой системы.

Несмотря на завершение острой фазы кризиса, вызванного эпидемией коронавируса, последствия ограничительных мер, введшихся для борьбы с распространением инфекции, по-прежнему не преодолены и продолжают оказывать негативное воздействие на промышленность и сферу услуг развитых стран.

Рассмотрение проблем, связанных с оценкой роли ведущих мировых валют в мировой финансовой системе и конкуренцией между ними, является предметом изучения российских и зарубежных авторов [1–6]. Среди исследователей, рассматривающих проблемы конкурентоспособности валют, нет единого мнения относительно эффективности функционирования мировой валютно-финансовой системы, вектора ее дальнейшего развития и особенностей валютной конкуренции на современном этапе. Многие вопросы, связанные с ролью центральных банков в обеспечении конкурентных преимуществ валюты в условиях обострения международной валютной конкуренции, остаются нерешенными. Дополнительного изучения требуют проблемы цифровизации финансового секто-

ра в контексте решения задачи повышения конкурентоспособности валюты. Вопросы, связанные с особенностями развития финансовых систем крупнейших экономик мира и особенностями конкуренции между ведущими мировыми валютами приобретают особую актуальность в контексте происходящих в настоящее время процессов цифровой трансформации финансовых систем крупнейших развитых стран и мировой финансовой системы. Актуальность темы исследования обусловлена также необходимостью выявления ключевых факторов конкурентоспособности ведущих мировых валют в условиях цифровизации мировой финансовой системы и преодоления последствий коронавирусного кризиса. Данное исследование посвящено выявлению ключевых факторов конкурентоспособности валют в условиях полицентрического развития мировой финансовой системы, а также анализу процессов цифровой трансформации в контексте проблем международной валютной конкуренции.

ПОНЯТИЕ ВАЛЮТНОЙ КОНКУРЕНЦИИ И ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТЬ ВАЛЮТЫ НА СОВРЕМЕННОМ ЭТАПЕ РАЗВИТИЯ МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ

Валютная конкуренция является сложным, противоречивым и многогранным явлением, при оценке которого важно учитывать значительное число факторов. При всей важности экономических факторов валютной конкурентоспособности при оценке также важно учитывать социальные, политические, технологические и поведенческие аспекты, которые, по мнению автора, существенно влияют на конкурентные позиции ведущих мировых валют.

Автор рассматривает валютную конкуренцию как динамический процесс соперничества между государствами или интеграционными объединениями, которые стремятся к достижению и поддержанию лидирующего положения эмитируемых ими валют в мировой финансовой системе. Для участников мирового финансового рынка конкурентоспособность валюты определяется наличием у нее очевидных преимуществ в сравнении с другими доступными валютами. Под конкурентоспособностью валюты понимается соответствие валюты желаемым для участников мирового финансового рынка критериям, позволяющее ей занимать ведущие позиции в мировой финансовой системе.

К факторам, определяющим конкурентные преимущества валюты, относятся:

- емкость национального финансового рынка и многообразие торгуемых на нем инструментов,

учитывающих потребности субъектов финансового рынка;

- относительная заинтересованность компаний и банков в привлечении фондирования в рассматриваемой валюте;

- качество проводимой экономической политики, способствующей развитию финансового рынка при обеспечении финансовой стабильности;

- уровень развития национальной платежной системы;

- доля государства или интеграционного объединения в мировой торговле;

- темпы экономического роста в сравнении с другими странами, эмитирующими резервные валюты;

- емкость внутреннего рынка и платежеспособность потребителей.

При оценке роли валюты в системе международных финансовых отношений важное значение также имеют устоявшиеся предпочтения участников финансового рынка относительно выбора резервных валют, характеризующиеся высокой долей инерции [7].

Конкурентоспособность валюты является объективной категорией и может быть определена с помощью системы количественных и качественных показателей. К таким показателям относятся:

- доля соответствующей валюты в международных резервах;

- объем сделок, осуществляемых с данной валютой на мировом финансовом рынке;

- показатели капитализации рынков акций и облигаций;

- объемы выпуска финансовых инструментов, номинированных в соответствующей валюте;

- показатели, характеризующие использование валюты при осуществлении внешнеторговых операций между странами.

Кроме того, важными индикаторами, характеризующими конкурентоспособность валюты, являются показатели, характеризующие привлечение фондирования в соответствующей валюте кредитными организациями и компаниями.

В дополнение к количественным показателям, характеризующим роль валюты в мировой финансовой системе, важное значение имеют качественные показатели, ключевым из которых является доверие участников рынка к проводимой национальными регуляторами экономической политике, а также уверенность участников рынка в обеспечении финансовой стабильности в долгосрочной перспективе. Доверие является субъективной и неоднозначной характеристикой, которую сложно оценить. По мнению автора, одним из

возможных подходов к оценке степени доверия участников рынка к проводимой экономической политике является стоимость кредитного дефолтного свопа на государственные облигации. Низкие цены данных инструментов отражают высокую степень доверия участников рынка к политике, проводимой денежными властями стран — эмитентов резервных валют.

Важным следствием конкуренции среди резервных валют является высокая эффективность проводимой в этих странах денежно-кредитной политики, обеспечивающая финансовую стабильность и формирование благоприятных условий для развития финансовых рынков. Конкуренция способствует повышению качества проводимой политики, так как для участников рынка важнейшее значение имеет доверие к финансовой системе и способность придерживаться целевых ориентиров политики в долгосрочной перспективе.

ОЦЕНКА РОЛИ ОСНОВНЫХ РЕЗЕРВНЫХ ВАЛЮТ В МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЕ

Развитие мировой финансовой системы на современном этапе характеризуется иерархичностью резервных валют, которые можно разделить на три группы.

К первой группе относится доллар США, который сохраняет статус ведущей мировой резервной валюты.

Ко второй группе относится евро, также играющий важнейшую роль в мировой валютно-финансовой системе, но в то же время существенно уступающий по значимости доллару США.

К третьей группе мировых резервных валют относятся британский фунт, австралийский доллар, японская иена, канадский доллар, швейцарский франк и китайский юань. Относящиеся к данной группе резервные валюты также играют важную роль для мирового финансового рынка, однако по степени своей значимости они значительно уступают доллару США и евро. Вместе с тем в последние годы происходит некоторое усиление значимости резервных валют второй и третьей групп, проявляющееся в увеличении международных расчетов, осуществляемых с их помощью, росте капитализации национальных фондовых рынков, увеличении объема резервов, размещенных в данных валютах, а также в увеличении предложения финансовых инструментов, номинированных в данных валютах. Кроме того, включение китайского юаня в корзину валют СДР и заключение Народным банком Китая соглашений о валютных свопах с центральными банками ряда стран в определенной степени спо-

собствовало укреплению позиций китайского юаня в мировой финансовой системе.

Лидирующие позиции доллара США в мировой финансовой системе обусловлены рядом факторов. В частности, осуществление расчетов в долларах США по внешнеторговым операциям является важным каналом распространения доллара и одним из факторов, объясняющих его ведущую роль. Проведение расчетов в долларах США по внешнеторговым контрактам создает предпосылки для роста спроса на долларовое фондирование со стороны компаний и банков, стимулирует спрос на активы, номинированные в долларах США, а также диктует необходимость осуществления операций на рынке производных финансовых инструментов с целью управления валютными рисками. Кроме того, доступность долларового фондирования создает благоприятные условия для использования доллара в качестве валюты расчетов при осуществлении внешнеэкономической деятельности. Таким образом роль доллара США в качестве валюты расчетов по внешнеторговым контрактам и роль доллара США как ключевой валюты при заключении сделок на мировом финансовом рынке тесно связаны между собой. Использование доллара США при осуществлении расчетов по внешнеторговым сделкам стимулирует его использование при заключении сделок на мировом финансовом рынке, но вместе с тем и ключевая роль доллара США при осуществлении финансовых транзакций на международном валютном рынке и рынке ценных бумаг создает дополнительные предпосылки для использования доллара США при заключении внешнеторговых контрактов. Данный вывод согласуется с результатами работ [8, 9].

К числу ключевых показателей, подтверждающих ведущую роль доллара в мировой финансовой системе, относится доля доллара США в мировых валютных резервах. Доллар США также остается самой торгуемой валютой на международном валютном рынке. По данным Международного валютного фонда (МВФ), на сделки с долларом США приходится более 44% торговых оборотов на мировом валютном рынке [10]. Долговые инструменты, номинированные в долларах США, играют наиболее значительную роль в структуре международного долгового рынка.

Кроме того, важным показателем, характеризующим конкурентные преимущества резервной валюты для участников мирового финансового рынка, является объем кредитования небанковских иностранных заемщиков в соответствующих резервных валютах. Данный показатель характеризует степень удобства использования резервной валюты для компаний нефинансового сектора, глубину на-

Таблица 1 / Table 1

Объемы кредитования небанковских иностранных заемщиков в соответствующих резервных валютах / Credit to non-bank foreign borrowers denominated in the following reserve currencies

Год / Year	США / US		Евросоюз / Euro area			Япония / Japan		
	млрд долл. США / USD bn	в %* / %	млрд евро / EUR bn	млрд долл. США** / USD bn	в %* / %	млрд иен / JPY bn	млрд долл. США** / USD bn	в %* / %
2014	9390	17,88	2310	2804	8,01	46 811	391	2,37
2015	9920	18,12	2479	2699	8,36	45 339	377	2,28
2016	10 449	18,27	2604	2744	8,58	42 065	359	2,06
2017	11 115	18,61	2897	3475	9,30	44 250	393	2,14
2018	11 559	18,40	3148	3605	9,89	48 679	443	2,31
2019	12 113	18,43	3324	3734	10,09	48 359	446	2,24
2020	12 725	17,43	3 445	4227	9,67	48 789	473	2,13
2021***	13 054	17,58	3485	4086	9,70	46 436	419	2,04

Источник / Source: составлено автором на основе данных Банка международных расчетов (БМР) / compiled by the author based on the statistical data provided by the Bank for International Settlements (BIS). URL: <https://www.bis.org/statistics/gli.htm?m=6%7C333%7C690> (дата обращения: 10.11.2021) / (accessed on 10.11.2021).

Примечания / Notes: * – в % общего объема кредитования нефинансового сектора в соответствующей валюте; ** – рассчитано по курсу на дату окончания соответствующего периода; *** – по состоянию на 1 кв. 2021 г. / * – as a % of total credit to non-financial borrowers; ** – calculated using exchange rates at the end of each period, URL: <https://www.bis.org/statistics/xrusd.htm?m=6%7C381%7C675>; *** – as of Q1 2021.

ционального финансового рынка, а также уровень развития его инфраструктуры. Данные, приведенные в табл. 1, указывают на то, что доллар США остается для небанковских организаций наиболее востребованной иностранной валютой для привлечения кредитных ресурсов на международном финансовом рынке.

Некоторое снижение в процентном отношении доли доллара США в мировых резервах не позволяет сделать вывод о существенном снижении его роли в мировой финансовой системе и обусловлено объективными потребностями в диверсификации накопленных резервов. На протяжении последних лет наблюдается тенденция к увеличению объема накопленных долларовых резервов в абсолютном выражении (рис. 1). Вместе с тем оценка роли валюты только на основании международных валютных резервов не дает исчерпывающего представления о ее роли на международном финансовом рынке.

В качестве оценки, характеризующей роль резервной валюты на международном финансовом рынке, автором предложен показатель, равный сумме валютных резервов, размещенных в соответствующей резервной валюте и величины международных банковских требований в данной валюте (У).

Показатель величины международных банковских требований характеризует величину активов в соответствующей резервной валюте, имеющих у банков-нерезидентов. Данный показатель позволяет оценить значимость резервной валюты для международной банковской системы, а также оценить масштабы использования данной валюты банками-нерезидентами на международном финансовом рынке. Кроме того, данный показатель свидетельствует о роли валюты в мировой торговле, так как наличие таких активов у банков обусловлено, в том числе, обслуживанием ими клиентов, осуществляющих внешнеэкономическую деятельность. Изменение величины валютных резервов, размещенных в соответствующей резервной валюте, позволяет оценить спрос на данную валюту со стороны центральных банков при формировании ими валютных резервов. Таким образом, предложенный показатель позволяет оценить степень конкурентоспособности резервной валюты на международном финансовом рынке, учитывая спрос на нее со стороны кредитных организаций и центральных банков.

Представляется целесообразным отдельно рассмотреть данный показатель для доллара США с учетом его ключевой роли для международного финансо-

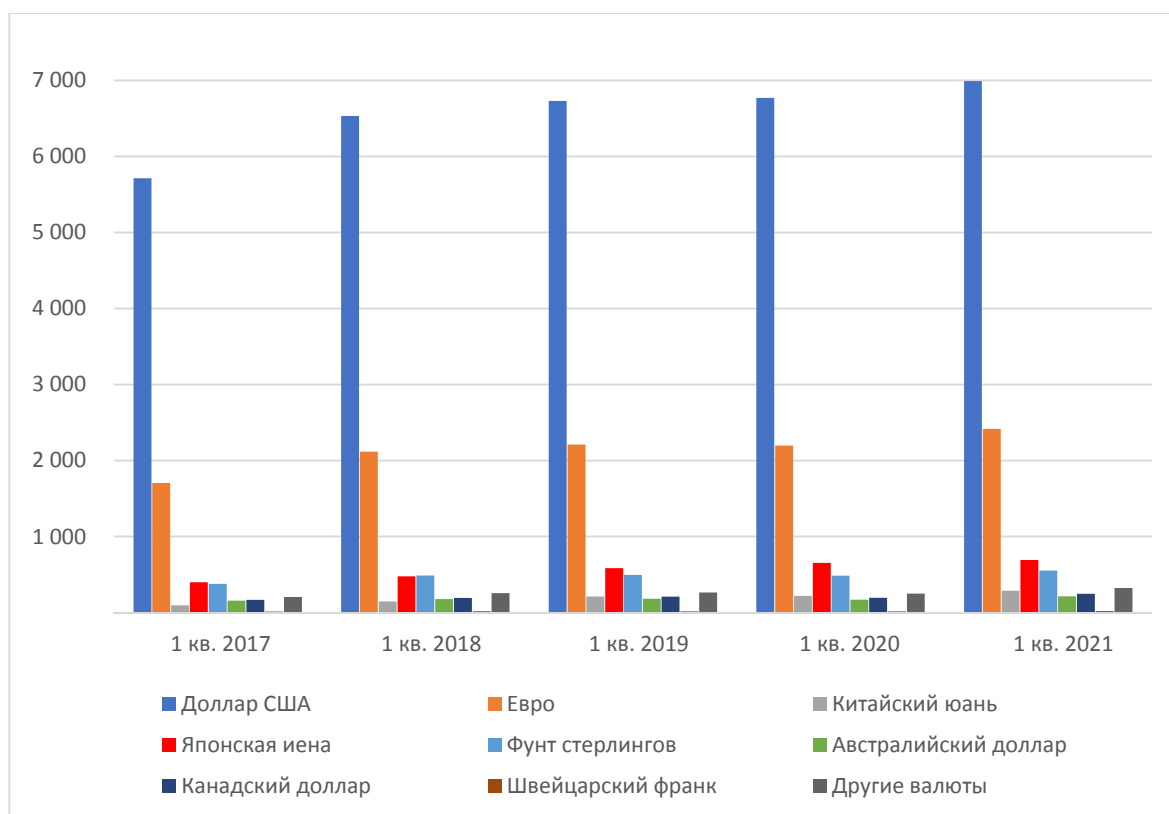


Рис. 1 / Fig. 1. Структура международных валютных резервов по отдельным валютам, в млрд долл. США / Composition of the international foreign exchange reserves by selected currencies, billion US dollars

Источник / Source: составлено автором на основе данных МВФ / compiled by the author based on IMF data. URL: <https://data.imf.org/regular.aspx?key=41175> (дата обращения: 10.11.2021) / (accessed on 10.11.2021).

вого рынка. Данные, характеризующие динамику рассчитанного показателя для доллара США, свидетельствуют о сохранении на рассматриваемом периоде за долларом США статуса ключевой валюты на международном финансовом рынке и наличии у доллара США конкурентных преимуществ перед другими резервными валютами (рис. 2).

Применение регрессионного анализа позволило выявить трендовую составляющую роста рассматриваемого показателя для доллара США, которая описывается уравнением лог-линейного временного тренда $\ln y = at + b$. Полученное уравнение регрессии имеет вид:

$$\ln(Y_{\text{долл. США}}) = 0,01117442t + 16,56552494,$$

где t — временной период.

Данные регрессионного анализа, представленные на рис. 3, подтверждают значимость полученного уравнения тренда и его применимость к рассмотренным данным.

Стабильный рост рассматриваемого показателя для доллара США обусловлен постоянным ростом долларовых активов банков за пределами США. Дан-

ная тенденция указывает на возрастающую значимость доллара для кредитных организаций за пределами США и ключевую роль рынков долларовых активов для международной банковской системы. Полученные данные также указывают на инерционность предпочтений участников международного финансового рынка относительно выбора валют для осуществления операций, проявляющуюся в сохранении ключевой роли за долларом США. Данные выводы согласуются с результатами исследований [11–13].

В рамках полицентрического развития мировой финансовой системы доллар США, вероятно, сохранит статус основной мировой резервной валюты. Вместе с тем по мере роста объема накопленных резервов, увеличения объемов портфелей участников мирового финансового рынка и роста мировой торговли потребность в диверсификации валютных активов будет возрастать и создавать таким образом предпосылки для некоторого повышения роли евро, британского фунта, австралийского доллара, канадского доллара и японской иены. Важной предпосылкой для повышения роли данных валют является рост их ликвидности. В частности, дальнейшее укрепление

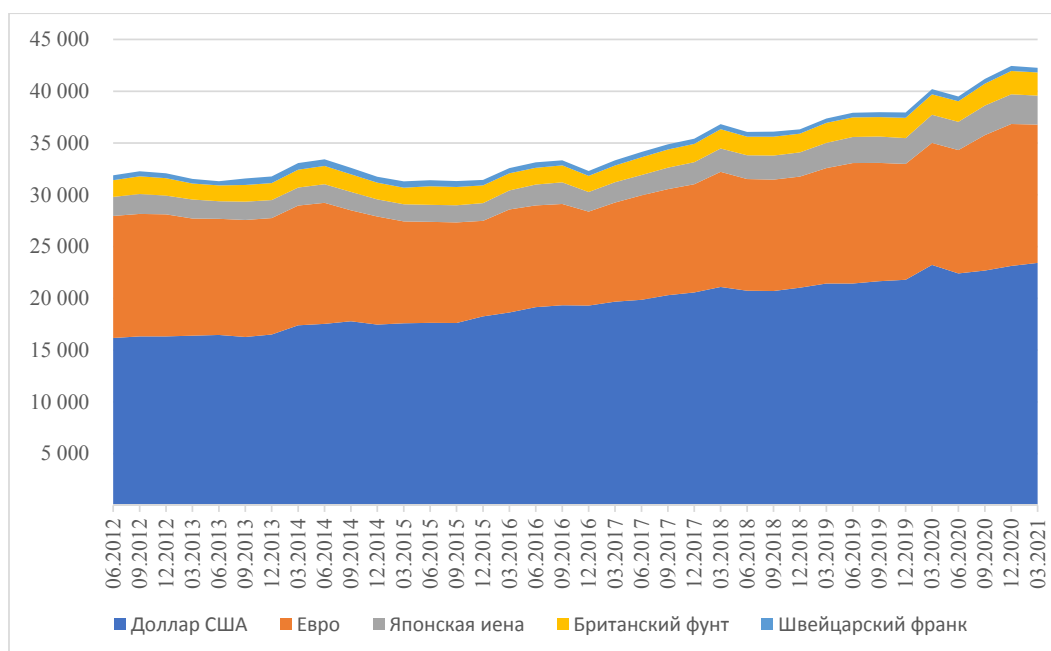


Рис. 2 / Fig. 2. Роль отдельных резервных валют на международном финансовом рынке, млрд долл. США / The role of selected reserve currencies in the global financial market, billion US dollars

Источник / Source: составлено автором на основе данных БМР, МВФ / compiled by the author based on the data from BIS, IMF. URL: <https://www.bis.org/statistics/bankstats.htm?m=6%7C31%7C69>; URL: <https://data.imf.org/regular.aspx?key=41175> (дата обращения: 10.08.2021) / (accessed on 10.08.2021).

Регрессионная статистика	
Коэффициент детерминации, R^2	0,9804
Скорректированный коэффициент детерминации, $R_{ск}^2$	0,9798
Величина стандартной ошибки	0,0169
Число наблюдений	36

	Число степеней свободы, df	Суммы квадратов, SS	Средние квадраты, MS	F-критерий Фишера	p-значение для F-критерия Фишера
Регрессия	1	0,48511	0,48511	1699	$1,29145 * 10^{-30}$
Остаток	34	0,00971	0,00029		
Итого	35	0,49482			

Наименование коэффициента	Величина коэффициента	Значение стандартной ошибки для коэффициента	t-критерий Стьюдента для коэффициента	p-значение для коэффициента
b	16,56552494	0,00575133	2880,29	$3,52586 * 10^{-93}$
a	0,01117442	0,00027107	41,22	$1,29145 * 10^{-30}$

Рис. 3 / Fig. 3. Данные регрессионного анализа показателя, равного сумме валютных резервов и величины международных банковских требований для доллара США ($Y_{\text{долл. США}}$) за период 30.06.2012 – 31.03.2021 гг. / Data of regression analysis of the indicator equal to the size of foreign exchange reserves and the value of claims of international banks for the US dollar (Y_{USD}) from 30.06.2012 to 31.03.2021

Источник / Source: составлено автором на основе данных БМР и МВФ с использованием Microsoft Excel / compiled by the author based on the data from BIS and IMF using Microsoft Excel. URL: <https://www.bis.org/statistics/bankstats.htm?m=6%7C31%7C69>; <https://data.imf.org/regular.aspx?key=41175> using Microsoft Excel (дата обращения: 10.08.2021) / (accessed on 10.08.2021).

роли евро в мировой финансовой системе предполагает завершение процессов формирования единого финансового рынка и единой банковской системы зоны евро. Формирование единого финансового рынка Еврзоны будет способствовать повышению его ликвидности, увеличению предложения финансовых инструментов, номинированных в евро, а также дальнейшему развитию рынка продуктов секьюритизации. Дополнительным фактором укрепления позиций евро может стать развитие цифровой инфраструктуры, в том числе развитие на базе европейского бизнеса глобальных экосистем, а также совершенствование цифровых технологий осуществления платежей и расчетов. Кроме того, росту использования евро на международном финансовом рынке будет способствовать проведение стимулирующей денежно-кредитной политики, обеспечивающей рост конечного спроса и увеличение емкости финансового рынка.

Развитие мировой финансовой системы в направлении полицентризма будет способствовать повышению ее устойчивости, формированию дополнительных инвестиционных возможностей для участников рынка, а также развитию инфраструктуры мирового финансового рынка.

ВЛИЯНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТЬ ВАЛЮТЫ В УСЛОВИЯХ ПОЛИЦЕНТРИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ

В условиях динамичного развития финансовых рынков и увеличения значимости финансового сектора для экономического роста в развитых странах политика, проводимая центральным банком, имеет решающее значение для обеспечения и поддержания конкурентоспособности валюты. Центральный банк оказывает влияние на конкурентоспособность валюты по нескольким ключевым направлениям, важнейшими из которых являются денежно-кредитная политика, а также политика, направленная на развитие инфраструктуры финансового рынка и внедрение инновационных финансовых технологий.

Эффективность денежно-кредитной политики центрального банка определяется степенью достижения целевых ориентиров политики и их обоснованностью с точки зрения создания благоприятных условий для экономического развития. Ключевым целевым ориентиром при проведении денежно-кредитной политики развитых стран является уровень инфляции. Кроме того, уровень занятости также

рассматривается в качестве важного показателя, характеризующего степень результативности денежно-кредитной политики. В более широком контексте обеспечение и поддержание финансовой стабильности является стратегической целью и одновременно — важнейшим критерием эффективности проводимой денежно-кредитной политики [14–16]. Нарушение финансовой стабильности неминуемо означает утра конкурентных преимуществ валюты.

С учетоведущей роли доллара США в мировой финансовой системе особого внимания заслуживает подход ФРС США к оценке рисков финансовой стабильности. ФРС США выделяется четыре группы факторов, которые потенциально могут привести к нарушению финансовой стабильности:

- избыточные заимствования со стороны экономических субъектов и рост долговой нагрузки;
- «пузыри» на рынке финансовых активов;
- накопление избыточного леввериджа у кредитных организаций;
- возможное ухудшение показателей ликвидности кредитных организаций¹.

Сложность оценки данных факторов заключается не только в том, что они взаимосвязаны, но также в сложности определения конкретных критериев, указывающих на повышение тех или иных рисков. В частности, на практике представляется весьма затруднительным сделать однозначный вывод о том, является ли рост цен на финансовые активы фундаментально обоснованным или указывает на формирование «пузыря». Кроме того, вопрос о том, какой уровень долговой нагрузки экономических субъектов в условиях высокого уровня развития финансовой системы в действительности можно считать избыточным, во многих случаях является дискуссионным и не имеющим однозначного решения. Рассмотрение вопросов финансовой стабильности в контексте определения конкурентных преимуществ мировых валют предполагает конкретизацию данных факторов и определение ключевых аспектов конкурентоспособности, влияющих на аппетит участников мирового финансового рынка к ведущим мировым валютам.

На современном этапе денежно-кредитная политика центральных банков, эмитирующих резервные валюты, носит выраженный стимулирующий характер. Проводимая центральными банками денежно-кредитная политика сочетает в себе поддержание процентных ставок на уровнях, близких к нулевым

¹ Financial Stability Report. Board of Governors of the Federal Reserve System. May 2021. URL: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/financial-stability-report-20210506.pdf> (дата обращения: 10.06.2021).

значениям, покупку активов на рынке ценных бумаг, а также специальные программы предоставления фондирования [17, 18]. Реализация ведущими мировыми центральными банками программ количественного смягчения привела к значительному увеличению их балансов, а также показателей денежной базы.

Кризис, возникший в связи с эпидемией коронавируса, создал для конкурентоспособности ведущих мировых валют серьезные риски, связанные с расширением спредов на рынках корпоративных облигаций, а также перспективами возникновения сбоев в функционировании рынков секьюритизации и падением рынков акций. Применение инструментов денежно-кредитной политики позволило не допустить разрастания кризиса [19]. Ультрамягкая денежно-кредитная политика, проводившаяся центральными банками стран — эмитентов резервных валют как в условиях мирового финансового кризиса, так и в текущей ситуации, связанной с распространением коронавируса, носила во многом схожий характер и доказала свою эффективность, создав дополнительные предпосылки для восстановления экономической активности, повышения доверия к финансовой системе и укрепления конкурентных позиций данных валют в мировой финансовой системе. В частности, программы количественного смягчения, проводимые ЕЦБ в периоды европейского долгового кризиса, а также в период эпидемии коронавируса, оказали позитивное воздействие на экономику Еврозоны и обеспечили рост доверия инвесторов к евро. Программы количественного смягчения усилили конкурентные позиции евро в мировой финансовой системе и способствовали укреплению финансовой стабильности Еврозоны посредством создания дополнительных условий для снижения доходностей государственных и корпоративных облигаций, а также роста рынков акций. Политика количественного смягчения ЕЦБ обеспечила приток дополнительной ликвидности на рынок ценных бумаг, способствовала повышению доверия экономических субъектов к финансовой системе Еврозоны, а также создала дополнительные конкурентные преимущества для европейских компаний и банков посредством снижения стоимости долгового финансирования.

Программы количественного смягчения, применяемые ФРС США, также доказали свою успешность как с точки зрения поддержания финансовой стабильности и восстановления доверия инвесторов к финансовой системе, так и с точки зрения создания благоприятных условий для восстановления американской экономики в посткризисный период.

Денежно-кредитная политика, проводимая крупнейшими центральными банками, эмитирующими резервные валюты, позволила сохранить работоспособность рынков и обеспечить доступность кредита для экономических субъектов в период кризиса, вызванного распространением коронавируса. Важным результатом денежно-кредитной политики ведущих мировых центральных банков в периоды мирового финансового кризиса и коронакризиса также стало создание дополнительных условий для изменения состава и структуры портфелей участников финансового рынка в пользу более рискованных активов. Рост аппетита к риску у участников мирового финансового рынка способствовал стабилизации кредитного рынка, росту спроса на более рискованные активы, а также оказал благотворное влияние на рынки акций стран — эмитентов резервных валют.

Позиции валют на международном финансовом рынке в значительной степени определяются емкостью финансовых рынков соответствующих стран или региональных объединений [20, 21]. Создание условий для развития финансового рынка, а также для эмиссии достаточного количества финансовых активов, которые являются привлекательными объектами инвестирования и способны удовлетворить имеющийся спрос, является принципиально важным для обеспечения лидирующих позиций для валюты в современных условиях. В частности, высокие показатели емкости рынков акций и облигаций являются важными с точки зрения обеспечения высокого уровня конкурентоспособности доллара США на международном финансовом рынке (табл. 2). Усиление конкурентных позиций валют требует от ведущих центральных банков проведения денежно-кредитной политики, способствующей повышению емкости и глубины финансового рынка посредством обеспечения высоких показателей монетизации ВВП, и развития инструментов фондирования, позволяющих получить доступ к ликвидности в соответствующей валюте не только национальным, но также и иностранным кредитным организациям.

Характерной чертой современного международного финансового рынка является стабильно высокий спрос на облигации с высоким кредитным качеством, обусловленный ростом активов кредитных организаций и увеличением валютных резервов центральных банков. В работах [22, 23] авторы отмечают дефицит облигаций высокой категории надежности. Высокий спрос на данную группу финансовых инструментов стимулирует приобретение резервных валют стран, обладающих крупнейшими по размеру финансовыми рынками, и создает дополнительные предпосылки для повышения их конкурентоспособности.

Таблица 2 / Table 2

Объем рынков акций и облигаций, а также уровень монетизации ВВП для государств, эмитирующих резервные валюты, по состоянию на декабрь 2020 г. / Debt outstanding, equity outstanding and monetization of GDP for the countries issuing reserve currencies as of December 2020

	Объем облигаций в обращении, млрд долл. США / Bonds outstanding, billion USD	Объем государственных облигаций центрального правительства в обращении, млрд долл. США / Government bonds outstanding, billion USD	Капитализация рынка акций, млрд долл. США / Equity market capitalization, billion USD	Денежный агрегат М1 к ВВП, % / Monetary aggregate M1 to GDP, %	Денежный агрегат М3 к ВВП, % / Monetary aggregate M3 to GDP, %
США	47 199	16 003,3	40 720	85	92
Еврозона	22 260	9 479,3	10 368	90	127
Китай	18 556	–	12 214	62	228*
Япония	14 670	8 377,6	6 718	173	275
Великобритания	7 172	2 490,8	2 945	103	155
Австралия	2 502	588,7	1 721	70	124
Канада	3 915	673,0	2 641	63	133
Швейцария	575	75,5	2 002	104	162

Источник / Source: составлено автором на основе статистических данных Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), БМР, Группы Всемирного банка, Национального банка Швейцарии, Народного банка Китая / compiled by the author based on the statistical data provided by the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). DOI: <https://doi.org/10.1787/data-00900-en>; BIS. URL: <https://stats.bis.org/statx/toc/SEC.html>; World Bank Group. URL: <https://data.worldbank.org/topic/financial-sector?view=chart>; The Swiss National Bank. URL: <https://data.snb.ch/en/topics/snb#!cube/snbmonagg>; The People's Bank of China, URL: <http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/resource/cms/2021/01/2021011817552169087.htm> (дата обращения: 10.08.2021) / (accessed on 10.08.2021).

Примечание / Note: * – для Китая приведен показатель М2 к ВВП, в % / M2 to GDP is provided for China, %.

Важность расширения емкости рынков финансовых активов определяет особую важность не только рынков государственного долга, акций, корпоративных облигаций, но и рынков облигаций, обеспеченных активами. Эффективное функционирование рынка секьюритизации, в особенности ипотечной секьюритизации, может рассматриваться в качестве важного фактора конкурентоспособности валюты, так как данный сегмент рынка создает дополнительные предпосылки для притока капитала на финансовый рынок и поддержания спроса на валюту в долгосрочной перспективе.

Эффективно функционирующий рынок секьюритизации позволяет создавать финансовые активы, обладающие привлекательными характеристиками и обеспечивать таким образом приток на финансовый рынок инвесторов, заинтересованных в приобретении данного класса активов. Использование механизмов секьюритизации также позволяет банкам наращивать кредитование без привлечения

дополнительного капитала. Рынок облигаций, обеспеченных активами, стимулирует развитие и рост рынка кредитования домохозяйств, что особенно важно для крупнейших экономик с высокой долей конечного потребления в ВВП. Для развитых стран, являющихся эмитентами ведущих мировых валют, высокий уровень кредитования домохозяйств способствует росту конкурентоспособности валют посредством создания условий для роста потребления и повышения емкости внутреннего рынка.

Рынок секьюритизации США является крупнейшим в мире, рынки других стран значительно отстают от него (рис. 4). Высокий уровень развития рынка секьюритизации активов является одним из факторов, обеспечивающих привлекательность финансового рынка США и ведущие позиции доллара в системе международных финансовых отношений.

Сценарий развития кризиса 2008 г. также подтверждает значимость данного сегмента не только для экономики США, но и для мировой экономики

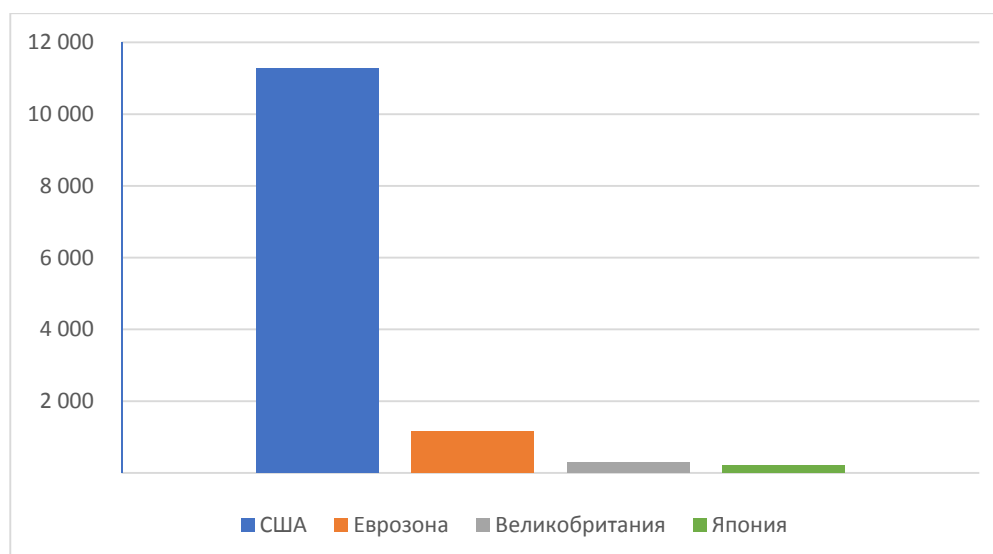


Рис. 4 / Fig. 4. Крупнейшие международные рынки секьюритизации по объему выпусков в обращении по состоянию на 1 кв. 2021 г., млрд долл. США / Largest global securitization markets based on issues outstanding as of Q1 2021, billion US dollars

Источник / Source: составлено автором на основе данных Association for Financial Markets in Europe, Japan Securities Dealers Association / compiled by the author based on the data from Association for Financial Markets in Europe. URL: <https://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME%20Q1%202021%20Securitisation%20Report%20v1.pdf>; Japan Securities Dealers Association; <https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/doukou/files/2020doukou2bE.xls> (дата обращения: 10.08.2021) / (accessed on 10.08.2021).

в целом. Дефолты по ипотечным закладным, кризис на рынке секьюритизации и последовавшее за ним падение цен на жилую недвижимость привели к серьезным сбоям на рынке продуктов ипотечной секьюритизации. Проблемы быстро перекинулись на другие сегменты финансового рынка и привели к глобальному финансовому кризису. В данном контексте также важно отметить, что денежно-кредитная политика ФРС США в периоды мирового финансового кризиса 2008 г. и коронакризиса способствовала стабилизации рынка секьюритизации активов.

Отражением полицентрического характера развития мировой финансовой системы является развитие сотрудничества между крупнейшими центральными банками при проведении денежно-кредитной политики. В качестве основы такого сотрудничества выступают соглашения о валютных свопах. Особенно важную роль соглашения о свопах, заключаемые между центральными банками, играют в периоды кризисов.

Периоды повышенной турбулентности международного финансового рынка характеризуются ростом спроса на долларовое фондирование. Данное обстоятельство подтверждает статус доллара как ведущей мировой резервной валюты, а также диктует необходимость учета ФРС США при принятии решений в рамках денежно-кредитной политики не только текущего состояния и перспектив развития

американской экономики, но также конъюнктуры международного финансового рынка и потребностей его участников в долларовом фондировании.

ФРС США активно использовало соглашения о валютных свопах в рамках борьбы с кризисом 2008 г. [24]. Соглашения о свопах, заключенные ФРС США и крупнейшими центральными банками, способствовали снижению стоимости долларового фондирования для кредитных организаций за пределами США, стали дополнительным фактором поддержки спроса на долларовые активы и снижения кредитных спредов, а также внесли важный вклад в укрепление доверия участников рынка к финансовой системе США [25]. Кроме того, данные соглашения способствовали стабилизации ситуации на международном финансовом рынке в целом. Период острой фазы кризиса, вызванного распространением коронавирусной инфекции, также характеризовался существенным ростом спроса на долларовое фондирование и увеличением его стоимости для кредитных организаций за пределами США. Рынок евродолларов продемонстрировал свою уязвимость перед глубокими кризисами, так как значительная часть инвесторов, предоставляющих долларовое фондирование, предпочитали сокращать объемы размещаемых средств в пользу более ликвидных активов наивысшей категории надежности, прежде всего краткосрочных казначейских векселей. Вывод о наличии данной

закономерности в поведении инвесторов на рынке евродолларов опирается на работы [26, 27].

По состоянию на начало кризиса, вызванного распространением коронавируса, значительная часть долларового фондирования на международном финансовом рынке предоставлялась неамериканскими кредитными организациями. Кроме того, крупнейшие кредитные организации, зарегистрированные за пределами США, держали на своих балансах значительные объемы долларовых активов. Столкнувшись с неопределенностью, связанной с распространением коронавируса, компании и банки в США и в странах, являющихся крупными торговыми партнерами США, увеличили спрос на долларовое фондирование. Одновременно объемы предложения снижались в связи с переводом части портфелей в более ликвидные и надежные активы. Дефицит долларового фондирования и увеличение его стоимости способны спровоцировать распродажи долларовых активов, вызвать значительное падение их цен, убытки у кредитных организаций, а также привести к снижению использования доллара на международном финансовом рынке.

Увеличение объемов международного кредитования в долларах США, а также зависимость экономических субъектов за пределами США от краткосрочного долларового фондирования, с одной стороны, подчеркивают наличие значительных конкурентных преимуществ доллара США в сравнении с другими валютами на международном финансовом рынке, а с другой — диктуют необходимость проведения ФРС США проактивной денежно-кредитной политики, направленной на обеспечение доступности долларового фондирования для банков и корпораций за пределами США и поддержание статуса доллара в качестве основной валюты на международном финансовом рынке.

Данные обстоятельства объясняют принятие ФРС США широкого спектра мер, направленных на предоставление долларовой ликвидности для иностранных экономических субъектов. ФРС США в периоды мирового финансового кризиса 2008 г. и коронакризиса активно использовала соглашения о свопах с ключевыми центральными банками для предоставления банкам соответствующих стран дополнительной долларовой ликвидности. Важность данного инструмента подтверждается его активным использованием на пике проблем с долларовой фондированием — объем предоставленной через свопы ФРС США долларовой ликвидности в марте-апреле 2020 г. достигал 400 млрд долл. США [28].

Кроме операций своп, другим важным каналом предоставления долларовой ликвидности в рамках

проводимой ФРС стимулирующей денежно-кредитной политики являются операции РЕПО. Ликвидный рынок РЕПО играет важнейшую роль в обеспечении конкурентных преимуществ валюты на международном финансовом рынке, так как операции РЕПО позволяют кредитным организациям гибко управлять ликвидностью посредством привлечения фондирования под залог ценных бумаг. Рынок РЕПО также позволяет кредитным организациям создавать эффект плеча, способствующий увеличению спроса на финансовые активы и расширению емкости рынков ценных бумаг, номинированных в соответствующей валюте.

В целях предоставления дополнительной ликвидности ФРС США не только значительно увеличила лимиты по операциям РЕПО, но также расширила линейку используемых инструментов [29]. В контексте рассмотрения вопросов конкуренции валют особого внимания заслуживает программа FIMA (repurchase agreement facility for foreign and international monetary authorities)², позволяющая центральным банкам других стран заключать сделки РЕПО с ФРС под залог облигаций Федерального казначейства, хранящихся в ФРС Нью-Йорка.

Народный банк Китая в рамках проводимой им денежно-кредитной политики также активно использует соглашения о валютных свопах с центральными банками других стран. По данным, на конец 2020 г. Народным банком Китая заключено более 30 соглашений о валютном свопе [30]. Данные соглашения позволяют иностранным экономическим субъектам получить через центральные банки своих стран доступ к ликвидности в юанях и использовать полученные средства для осуществления необходимых им операций.

Заключение таких соглашений не только способствует наращиванию китайского экспорта в соответствующие страны, но также обеспечивает наращивание конкурентных преимуществ юаня в условиях полицентрического развития мировой валютной системы. Кроме того, заключение соглашений о валютном свопе будет способствовать дальнейшей интернационализации юаня и повышению его роли в мировой финансовой системе.

Политика, проводимая монетарными властями Китая, обеспечила укрепление роли юаня на мировом финансовом рынке. Вместе с тем китайский юань в настоящее время не может в полной мере рассматриваться в качестве валюты, способной кон-

² Сайт ФРС США. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200331a.htm> (дата обращения: 10.08.2021).

курулировать с ключевыми резервными валютами на международном финансовом рынке. Доля Китая в мировой торговле значительно выше той роли, которую юань играет на международном финансовом рынке. Дальнейшее увеличение его роли возможно только в случае дальнейшего ослабления ограничений на движение капитала и перехода к режиму свободной конвертируемости юаня. Кроме того, рост использования юаня в мировой финансовой системе предполагает также увеличение емкости китайского финансового рынка и либерализацию доступа к нему иностранных инвесторов.

История развития мировой финансовой системы свидетельствует, что потенциал сотрудничества между центральными банками при осуществлении денежно-кредитной политики может быть организован в силу противоречий между ними или различий в целях проводимой политики [31]. Кроме того, такое сотрудничество затруднено в связи с существованием объективной конкуренции между валютами и финансовыми системами стран и интеграционных объединений. Вместе с тем сотрудничество между ведущими мировыми центральными банками в рамках своп соглашений и операций РЕПО при проведении совместной антикризисной политики доказывает как ключевую роль доллара США в современной мировой финансовой системе, так и полицентрический характер ее развития.

ВЛИЯНИЕ ПРОЦЕССОВ ЦИФРОВИЗАЦИИ НА МИРОВУЮ ФИНАНСОВУЮ СИСТЕМУ И ВОЗМОЖНОСТИ ИЗМЕНЕНИЯ СФОРМИРОВАВШИХСЯ ТЕНДЕНЦИЙ

Процессы цифровой трансформации оказывают существенное воздействие на мировую финансовую систему. Объективной предпосылкой для быстрого развития процессов цифровизации кредитных организаций и выхода на рынок финансовых услуг финтех компаний стала неудовлетворенность потребителей качеством и скоростью предоставления традиционных банковских услуг [32]. Распространение коронавирусной инфекции ускорило внедрение цифровых технологий и процессы цифровой трансформации кредитных организаций. Крупнейшие транснациональные банки рассматривают цифровизацию в качестве важнейшего направления своего развития.

Позиции кредитных организаций на мировом финансовом рынке играют значительную роль в поддержании конкурентных преимуществ валюты. Цифровизация мировой финансовой системы значительно повысила требования к скорости, качеству и удобству услуг, оказываемых кредитными организациями.

Усовершенствование клиентоориентированных моделей ведения бизнеса транснациональными банками на основе внедрения цифровых технологий позволяет им повысить рентабельность своего бизнеса и получить дополнительные конкурентные преимущества на различных рынках. Глобальная конкурентоспособность кредитных организаций во многом связана с возможностью привлекать клиентов на рынках различных стран, предлагать финансовые продукты, отвечающие их возрастающим потребностям, а также способностью оказания финансовых услуг на основе использования передовых технологий.

Высокие показатели конкурентоспособности кредитных организаций способствуют развитию финансовой системы государства, притоку средств на финансовый рынок, а также создают дополнительные предпосылки для роста капитализации фондового рынка и роста спроса на национальную валюту. Американские кредитные организации играют ключевую роль на международном финансовом рынке и являются крупнейшими провайдерами финансовых услуг. Высокие показатели конкурентоспособности американских кредитных организаций, обусловленные высокими кредитными рейтингами от международных рейтинговых агентств, устойчивым финансовым положением, а также высоким качеством предоставляемых ими услуг на международном финансовом рынке, имеют важное значение для обеспечения доминирующего положения доллара США в мировой финансовой системе.

Развитие мировой финансовой системы на современном этапе свидетельствует о том, что стремительное внедрение инновационных технологий приводит к ее глубоким изменениям, а также создает условия для дальнейшего изменения бизнес-моделей участников мирового финансового рынка [33]. Процессы цифровой трансформации кредитных организаций и мировой финансовой системы в будущем могут повлиять на конкурентные позиции ведущих мировых валют в мировой валютно-финансовой системе. В частности, изменению текущего положения может способствовать выпуск цифровых валют центральных банков (ЦВЦБ), совершенствование технологий проведения платежей и расчетов, а также развитие экосистем, позволяющих предоставлять как финансовые, так и нефинансовые услуги.

В настоящее время все крупнейшие центральные банки находятся на различных стадиях исследования вопросов, связанных с эмиссией цифровых денег, соответствующих потребностям экономических субъектов в условиях ускорения процессов цифровизации экономики в развитых странах [34]. Возможный выпуск ЦВЦБ можно рассматривать в качестве ответа

центральных банков на новые потребности цифровой экономики при проведении расчетов и платежей.

В частности, возможность выпуска цифровых денег с различными характеристиками рассматривается Европейским центральным банком³, Банком Англии⁴, Банком Канады⁵, Банком Японии⁶, Национальным банком Швейцарии⁷ и Резервным банком Австралии⁸. Народный банк Китая рассматривает исследование вопросов выпуска ЦВЦБ в качестве одного из приоритетных направлений своей деятельности и первым среди крупнейших мировых центральных банков приступил к активному тестированию цифрового юаня в рамках пилотного проекта⁹. К настоящему времени крупнейшие центральные банки не приняли окончательного решения о выпуске ЦВЦБ и их возможных характеристиках.

Выпуск ЦВЦБ будет способствовать ускорению процессов цифровизации мировой финансовой системы и развитию платежных систем. Степень влияния ЦВЦБ на финансовую систему будет определяться их характеристиками, а также тем, насколько будут востребованы новые цифровые деньги при проведении платежей и расчетов [35]. Возможность эмиссии ЦВЦБ рассматривается в контексте повышения конкурентоспособности валюты в мировой финансовой системе, развития систем проведения платежей и расчетов,

³ Сайт ЕЦБ. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210714~d99198ea23.en.html> (дата обращения: 10.08.2021).

⁴ Bank of England. Discussion Paper: Central Bank Digital Currency Opportunities, challenges, and design. 2020. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/paper/2020/central-bank-digital-currency-opportunities-challenges-and-design.pdf?la=en&hash=DFAD18646A77C00772AF1C5B18E63E71F68E4593> (дата обращения: 10.08.2021).

⁵ Usher A. et al. Bank of Canada. The Positive Case for a CBDC. Staff Discussion Paper. 2021. URL: <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2021/07/sdp2021-11.pdf> (дата обращения: 10.08.2021).

⁶ Bank of Japan. The Bank of Japan's Approach to Central Bank Digital Currency. 2020. URL: https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2020/data/rel201009e1.pdf (дата обращения: 10.08.2021).

⁷ Swiss National Bank. Press release. 10 June 2021. URL: https://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20210610/source/pre_20210610.en.pdf (дата обращения: 10.08.2021).

⁸ Richards T. et al. Retail Central Bank Digital Currency: Design Considerations, Rationales, and Implications. Reserve Bank of Australia. 2020. URL: <https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2020/sep/pdf/retail-central-bank-digital-currency-design-considerations-rationales-and-implications.pdf> (дата обращения: 10.08.2021).

⁹ Working Group on E-CNY Research and Development of the People's Bank of China. Progress of Research & Development of E-CNY in China. 2021. URL: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/4157443/4293696/2021071614584691871.pdf> (дата обращения: 10.08.2021).

обеспечения финансовой стабильности, повышения качества и доступности финансовых услуг, а также стимулирования конкуренции среди организаций, оказывающих финансовые услуги.

В случае успешности проектов по выпуску ЦВЦБ конкурентные позиции соответствующих валют могут усилиться. ЦВЦБ, выпускаемые в розничной форме, потенциально представляют собой удобное средство для проведения платежей и расчетов внутри экосистем.

Расширение бизнеса крупнейших экосистем может рассматриваться в качестве фактора, способного оказать значительное влияние на развитие мировой финансовой системы [36]. Пользователи экосистем получают доступ к уникальным сочетаниям продуктов и услуг, которые формируют конкурентные преимущества экосистем и помогают им увеличивать свою долю рынка [37]. Клиентоориентированный характер развития экосистем, а также находящиеся в их распоряжении значительные финансовые и технологические ресурсы создают благоприятные условия для их экспансии на мировом рынке. Глобальный характер развития экосистем, а также расширение спектра предлагаемых товаров и услуг могут оказывать дополнительную поддержку цифровым валютам в случае, если они будут в них использоваться.

Использование ЦВЦБ в глобальных экосистемах, предоставляющих финансовые и нефинансовые услуги, не только обеспечит дополнительный спрос на данную валюту, но также будет способствовать развитию самих экосистем. Экосистемы, созданные американскими и китайскими компаниями, не только являются мировыми лидерами по объему проводимых операций, но также активно развиваются на иностранных рынках. К крупнейшим экосистемам относятся, в частности, американские — Facebook, Alphabet, Amazon, Apple, Microsoft и китайские — Alibaba, Tencent, JD.com.

Накопленная информация о своих клиентах позволяет компаниям в рамках созданных ими экосистем создавать финансовые и платежно-расчетные сервисы, которые могут успешно конкурировать с услугами банков. В частности, WhatsApp Pay позволяет физическим лицам осуществлять переводы P2P без комиссии; Alibaba успешно вышла на рынок финансовых услуг. Наличие различных прибыльных направлений деятельности гипотетически позволяет Big Tech компаниям в построенных ими экосистемах в определенный момент субсидировать оказание финансовых услуг в целях продолжения экспансии на международном рынке [38].

Другим возможным вариантом развития цифровых технологий в сфере осуществления платежей и расчетов в экосистемах является использование

стейблкоинов, обеспеченных фиатными деньгами. В частности, Facebook рассматривает возможность выпуска стейблкоина Diem¹⁰, обеспеченного наиболее ликвидными валютами. В случае принятия решения о запуске проекта стейблкоина Diem могут быть привязаны как к одной из ликвидных валют, так и к корзине валют. Использование стейблкоинов крупнейшими компаниями в рамках поддерживаемых ими экосистем и платформ может стать дополнительным фактором поддержки спроса на валюты, к которым привязаны стейблкоины.

Учитывая данные факты, можно сделать вывод о том, что китайский юань и доллар США потенциально могут оказаться в наибольшем выигрыше от ускорения процессов цифровизации в направлении развития экосистем, эмиссии цифровых валют, а также создания частных цифровых активов, используемых для проведения расчетов внутри экосистем. Под частными цифровыми активами в данном контексте рассматриваются стейблкоины, обеспеченные фиатными деньгами. Дальнейшая экспансия глобальных экосистем на мировые рынки и цифровизация финансовых систем могут привести к снижению использования национальных валют в пользу цифровых валют крупнейших центральных банков или стейблкоинов, принятых в экосистемах.

В долгосрочной перспективе можно ожидать постепенного изменения характера международной валютной конкуренции в связи развитием процессов цифровизации. Важными факторами, определяющим конкурентные преимущества валют в дополнение к ранее рассмотренным, станут лидерство стран в развитии глобальных экосистем и возможности использования в них соответствующих цифровых валют или цифровых активов, привязанных к определенным валютам. Ведущие позиции в мировой финансовой системе будут занимать валюты стран, являющихся мировыми лидерами по развитию глобальных экосистем и по степени интегрированности в них своих валют.

ВЫВОДЫ

В статье рассмотрены актуальные проблемы конкурентоспособности резервных валют. Для оценки роли резервных валют в мировой финансовой системе предложен показатель, рассчитываемый как сумма валютных резервов, размещенных в соответствующей резервной валюте и международных банковских требований в данной валюте. Мировая финансовая система развивается в направлении

валютного полицентризма, проявляющегося в возрастании роли евро, британского фунта, австралийского доллара, канадского доллара и японской иены при одновременном сохранении за долларом США ведущей роли на международном финансовом рынке.

Емкость национального финансового рынка становится все более значимым фактором конкурентоспособности валюты. Значительный спрос на финансовые активы с высоким кредитным качеством обеспечивает спрос на резервные валюты и является важным фактором, объясняющим лидирующие позиции доллара США в мировой финансовой системе. В статье выявлено, что в дополнение к традиционно рассматриваемым в данном контексте рынкам облигаций и акций важнейшее значение имеет рынок секьюритизации. Способность удовлетворить спрос на активы, обладающие желаемыми для инвесторов характеристиками, становится ключевым фактором конкурентоспособности резервной валюты.

Денежно-кредитная политика является важным инструментом, обеспечивающим конкурентоспособность валюты в условиях полицентрического развития мировой финансовой системы. В период коронакризиса денежно-кредитная политика, проводимая центральными банками, эмитирующими резервные валюты, носила проактивный характер и способствовала укреплению позиций данных валют на международном финансовом рынке.

Наличие доступных инструментов фондирования со стороны регулятора имеет важнейшее значение для обеспечения конкурентных преимуществ валюты. Денежно-кредитная политика, создающая условия для повышения емкости и глубины финансового рынка, формирует благоприятные предпосылки для повышения конкурентоспособности валюты на международном финансовом рынке. Проведение политики, обеспечивающей укрепление роли валюты на международном финансовом рынке, предполагает не только содействие в формировании благоприятной конъюнктуры для выхода эмитентов на рынок ценных бумаг, но также развитие инструментов рефинансирования в направлении предоставления ликвидности иностранным кредитным организациям через операции РЕПО и валютный своп.

Заключение ФРС США с крупнейшими центральными банками соглашений о валютном свопе свидетельствует о расширении сотрудничества между центральными банками при проведении денежно-кредитной политики и является объективным отражением полицентрического характера развития мировой финансовой системы. Кроме того, заклю-

¹⁰ Сайт Diem. URL: <https://www.diem.com/en-us/learn-faq/> (дата обращения: 10.08.2021).

чение таких соглашений подтверждает ключевую роль доллара США в мировой финансовой системе.

Ускорение процессов цифровизации мировой финансовой системы способно оказать влияние не только на конкурентные позиции отдельных резервных валют, но также и на факторы конкурентоспособности валют в мировой финансовой системе. Масштабы бизнеса крупнейших экосистем и перспективы их экспансии на международные рынки позволяют рассматривать степень развития национальных экосистем в качестве нового фактора конкурентоспособности валюты в мировой финансовой системе. Текущая траектория экспансии крупнейших экосистем позволяет сделать вывод о потенциальных преимуществах для доллара США и китайского юаня от развития процессов цифровизации мировой финансовой системы.

Возможности экосистем, позволяющие им удовлетворять возрастающие потребности экономических субъектов в финансовых и нефинансовых услугах в мировом масштабе, будут обеспечивать ключевые позиции валют стран — лидеров по развитию экосистем. В связи со значительными выгодами от развития экосистем страны — эмитенты резервных валют должны придерживаться подхода, сочетающего создание благоприятной регуляторной среды для развития национальных экосистем, защиту инте-

ресов конечных потребителей и стимулирование конкуренции. Возможное использование в экосистемах цифровых валют центральных банков или стейблкоинов, привязанных к резервным валютам, будет обеспечивать дополнительный спрос на данные валюты и создавать для них конкурентные преимущества.

Усиление конкуренции валют в условиях полицентрического развития мировой экономики соответствует интересам потребителей финансовых продуктов и услуг, способствует увеличению скорости внедрения финансовых инноваций, а также создает дополнительные предпосылки для повышения качества проводимой экономической политики.

Дальнейшая эволюция мировой финансовой системы в направлении полицентризма повысит ее устойчивость перед кризисами. Конкуренция резервных валют в условиях полицентрического развития мировой финансовой системы будет способствовать увеличению предложения финансовых инструментов высокой категории надежности, что, в свою очередь, создаст дополнительные возможности для диверсификации портфелей участников рынка, снижения роли доллара США на международном финансовом рынке за счет увеличения доли других резервных валют, а также развития международного финансового рынка.

БЛАГОДАРНОСТИ

Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансовому университету на 2021 г. по прикладной научно-исследовательской теме: «Формирование рекомендаций по развитию и дополнению существующей комплексной системы поддержки российских экспортеров». Финансовый университет, Москва, Россия.

ACKNOWLEDGEMENTS

The article is based on the results of budgetary-supported research according to the state task carried out by the Financial University for 2021 on the applied research topic: “Formation of recommendations for the development and addition of the existing integrated system of support for Russian exporters”. Financial University, Moscow, Russia.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ / REFERENCES

1. Звонова Е.А., Кузнецов А.В. Сценарии развития мировой валютно-финансовой системы: возможности и риски для России. *Мировая экономика и международные отношения*. 2018;62(2):5–16. DOI: 10.20542/0131-2227-2018-62-2-5-16
Zvonova E. A., Kuznetsov A. V. Scenarios of World Monetary and Financial System Development: Opportunities and Risks for Russia. *World Economy and International Relations*. 2018;62(2):5–16. DOI: 10.20542/0131-2227-2018-62-2-5-16
2. Пищик В.Я., Кузнецов А.В., Алексеев П.В. Европейский экономический и валютный союз: 20 лет спустя. *Мировая экономика и международные отношения*. 2019;63(9):76–85. DOI: 10.20542/0131-2227-2019-63-9-76-85
Pishchik, V.Y., Kuznetsov, A.V., Alekseev, P.V. European Economic and Monetary Union: 20 Years After. *World Economy and International Relations*. 2019;63(9):76–85. DOI: 10.20542/0131-2227-2019-63-9-76-85
3. Eichengreen B., Mehl A.J., Chitu L. Mars or Mercury? The Geopolitics of International Currency Choice. NBER Working Paper. 2017;(24145). DOI: 10.3386/w24145

4. Maggiori M., Neiman B., Schreger J. The Rise of the Dollar and Fall of the Euro as International Currencies. NBER Working Paper. 2018;(25410). DOI: 10.3386/w25410
5. Tovar C.E., Nor T.M. Reserve Currency Blocs: A Changing International Monetary System? IMF Working Paper. 2018;(18/20). DOI: 10.5089/9781484338704.001
6. Tong W., Jiayou C. A study of the economic impact of central bank digital currency under global competition. *China Economic Journal*. 2021;14(1):78–101. DOI: 10.1080/17538963.2020.1870282
7. Aizenman J., Cheung Y.-W., Qian X. The Currency Composition of International Reserves, Demand for International Reserves, and Global Safe Assets. NBER Working Paper. 2019;(25934). DOI: 10.3386/w25934
8. Gopinath G., Stein J. Banking, Trade, and the making of a Dominant Currency. NBER Working Paper. 2018;(24485). DOI: 10.3386/w24485
9. Boz E., et al. Patterns in invoicing currency in global trade. European Central Bank Working Paper Series. 2020;(2456). DOI: 10.2866/88909
10. Iancu A. et al. Reserve Currencies in an Evolving International Monetary System. IMF Departmental Paper. 2020;(002). URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/DP/2020/English/RCEIMSEA.ashx>
11. Gopinath G. et al. Dominant Currency Paradigm. *American Economic Review*. 2020;110 (3):677–719. DOI: 10.1257/aer.20171201
12. Ilzetzki E. et al. Exchange Arrangements Entering the Twenty-First Century: Which Anchor will Hold? *The Quarterly Journal of Economics*. 2019;134(2):599–646. DOI: 10.1093/qje/qjy033
13. Eichengreen B. et al. How Global Currencies Work: Past, Present, and Future. Princeton University Press. 2018. DOI: 10.1515/9781400888573
14. Синельникова-Мурылева Е.В., Гребенкина А.М. Оптимальная инфляция и инфляционное таргетирование: страновой опыт. *Финансы: теория и практика*. 2019;23(1):49–65. DOI: 10.26794/2587–5671–2019–23–1–49–65
Sinelnikova-Muryleva E.V., Grebenkina A. M. Optimal Inflation and Inflation Targeting: International Experience. *Finance: Theory and Practice*. 2019;23(1):49–65. DOI: 10.26794/2587–5671–2019–23–1–49–65
15. 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):5–34. DOI: 10.32609/0042–8736–2021–2–5–34
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;(2):5–34. DOI: 10.32609/0042–8736–2021–2–5–34
16. Дробышевский С.М., Киюцевская А.М., Трунин П.В. Мандат и цели центральных банков: эволюция и уроки кризиса. *Вопросы экономики*. 2016;(5):5–24. DOI: 10.32609/0042–8736–2016–5–5–24
Drobyshevskiy S., Kiyutsevskaya A., Trunin P. Central banks' mandate and objectives: Evolution and the crisis lessons. *Voprosy Ekonomiki*. 2016;(5):5–24. DOI: 10.32609/0042–8736–2016–5–5–24
17. Усоскин В. Пандемия COVID-19: реакция мировых центральных банков на экономический спад. *Мировая экономика и международные отношения*. 2021;65(2):53–61. DOI: 10.20542/0131–2227–2021–65–2–53–61
Usoskin V. COVID-19 Pandemic: World Central Banks' Reactions to Economic Downturn. *World Economy and International Relations*. 2021;65(2):53–61. DOI: 10.20542/0131–2227–2021–65–2–53–61
18. Cantú C. et al. A global database on central banks' monetary responses to Covid-19. BIS Working Paper. 2021;(934). URL: <https://www.bis.org/publ/work934.pdf>
19. Cavallino P., De Fiore F. Central banks' response to Covid-19 in advanced economies. BIS Bulletin. 2020;(21). URL: <https://www.bis.org/publ/bisbull21.pdf>
20. Ilzetzki E., Reinhart C. M., Rogoff K. S. Why is the euro punching below its weight? *Economic Policy*. 2020;35(103):405–460. DOI: 10.1093/epolic/eiaa018
21. Eren E., Malamud S. Dominant Currency Debt. BIS Working Paper. 2018;(783). URL: <https://www.bis.org/publ/work783.pdf>
22. Ferreira T., Shousha S. Supply of Sovereign Safe Assets and Global Interest Rates. Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Paper. 2021;(1315). DOI: 10.17016/IFDP.2021.1315
23. Caballero R.J., Farhi E., Gourinchas P.-O. The Safe Assets Shortage Conundrum. *Journal of Economic Perspectives*. 2017;31(3):29–46. DOI: 10.1257/jep.31.3.29
24. McCauley R.N., Schenk C.R. Central bank Swaps Then and Now: Swaps and Dollar Liquidity in the 1960s. BIS Working Paper. 2020;(851). URL: <https://www.bis.org/publ/work851.pdf>

25. Bahaj S., Reis R. Central Bank Swap Lines: Evidence on the Effects of the Lender of Last Resort. Institute for Monetary and Economic Studies. Bank of Japan. Discussion Paper. 2019;(2019-E-9). URL: <https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/19-E-09.pdf>
26. Eren E., Schrimpf A., Sushko V. US dollar funding markets during the Covid-19 crisis – the international dimension. BIS Bulletin. 2020;(15). URL: <https://www.bis.org/publ/bisbull15.pdf>
27. Esteban García-Escudero E., Sánchez Pérez E.J., Central Bank Currency Swap Lines. Banco de España Occasional Paper. 2020;(2025). DOI: 10.2139/ssrn.3705195
28. Davies S. et al. US dollar funding: an international perspective. Bank for International Settlements. CGFS Papers. 2020;(65). URL: <https://www.bis.org/publ/cgfs65.pdf>
29. Clarida R.H., Duygan-Bump B., Scotti C. The COVID 19 Crisis and the Federal Reserve's Policy Response. Board of Governors of the Federal Reserve System. Finance and Economics Discussion Series. 2021;(035). DOI: 10.17016/FEDS.2021.035
30. Perks M., Rao Y., Shin J., Tokuoka K. Evolution of Bilateral Swap Lines. IMF Working Paper. 2021;(210). DOI: 10.5089/9781513590134.001
31. Bordo M. Monetary Policy Cooperation/Coordination and Global Financial Crises in Historical Perspective. NBER Working Paper. 2020;(27898). DOI: 10.3386/w27898
32. Liu E.X. Stay Competitive in the Digital Age: The Future of Banks. IMF Working Paper. 2021;(046). DOI: 10.5089/9781513570051.001
33. Frame W.S., Wall L., White L.J. Technological change and financial innovation in banking: some implications for fintech. Federal Reserve Bank of Atlanta. Working Paper. 2018;(11). URL: <https://ssrn.com/abstract=3261732>
34. Boar C., Wehrli A. Ready, steady, go? – Results of the third BIS survey on central bank digital currency. BIS Papers. 2021;(114). URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap114.pdf>
35. Сахаров Д.М. Цифровые валюты центральных банков: ключевые характеристики и влияние на финансовую систему. *Финансы: теория и практика*. 2021;25(5):133–149. DOI: 10.26794/2587–5671–2021–25–5–133–149
Sakharov D.M. Central bank Digital Currencies: Key Aspects and Impact on the Financial system. *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(5):133–149. DOI: 10.26794/2587–5671–2021–25–5–133–149
36. Brunnermeier M.K., James H., Landau J.-P. The digitalization of money. BIS Working Paper. 2021;(941). URL: <https://www.bis.org/publ/work941.pdf>
37. Бауэр В.П., Еремин В.В., Рыжкова М.В. Цифровизация финансовой деятельности платформенных компаний: конкурентный потенциал и социальные последствия. *Финансы: теория и практика*. 2021;25(2):114–127. DOI: 10.26794/2587–5671–2021–25–2–114–127
Bauer V.P., Eremin V.V., Ryzhkova M.V. Digitalization of the Financial Activities of Platform Companies: Competitive Potential and social Impact. *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(2):114–127. DOI: 10.26794/2587–5671–2021–25–2–114–127
38. Feyen E. et al. Fintech and the digital transformation of financial services: implications for market structure and public policy. BIS Papers. 2021;(117). URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap117.pdf>

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Дмитрий Михайлович Сахаров — кандидат экономических наук, доцент департамента мировых финансов, Финансовый университет, Москва, Россия
Dmitry M. Sakharov — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof., Department of World Finance, Financial University, Moscow, Russia
<https://orcid.org/0000-0002-0628-0133>
dmsakharov@fa.ru

Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.
Conflicts of Interest Statement: The author has no conflicts of interest to declare.

Статья поступила в редакцию 18.11.2021; после рецензирования 02.12.2021; принята к публикации 17.12.2021.
The author read and approved the final version of the manuscript.
The article was submitted on 18.11.2021; revised on 02.12.2021 and accepted for publication on 17.12.2021.