

НОВАЯ ЭРА ДЛЯ ДЕНЕГ

По мере того как на смену долларам, евро
и юаням приходят байты, одни изменения получают
поддержку, а другие, возможно, нет

Эсвар Прасад





Денги изменили человеческое общество, позволив осуществлять коммерческие и торговые операции даже между географическими регионами, находящимися на значительном расстоянии друг от друга. Они делают возможным перемещение богатств и ресурсов в пространстве и времени. Однако в течение большей части истории человечества они также были предметом жадности и расточения.

Сейчас деньги ждет такое изменение, которое может преобразовать банковскую деятельность, сферу финансов и даже структуру общества. Наиболее примечательно, что эра физических, или наличных, денег подходит к концу даже в странах с низким и средним доходом; приходит эпоха цифровых валют. Как на национальной, так и на международной арене вот-вот начнется новый этап в конкурентной борьбе между официальными и частными валютами. Распространение цифровых технологий, которыми обусловлено это преобразование, может стимулировать появление полезных инноваций и расширить доступ к базовым финансовым услугам. Однако существует риск, что технологии могут повысить концентрацию экономической власти и позволят крупным корпорациям и органам государственного управления еще больше вмешиваться в нашу финансовую и личную жизнь.

У традиционных финансовых учреждений, особенно коммерческих банков, возникают трудности с их моделями хозяйственной деятельности, поскольку благодаря новым технологиям получают распространение онлайн-банки, которые могут охватывать большее число клиентов, а также онлайн-платформы (например, Prosper), которые обеспечивают прямую связь между вкладчиками и заемщиками. Эти учреждения и платформы усиливают конкуренцию, способствуют внедрению инноваций и снижению издержек. Вкладчики получают доступ к расширенному набору сберегательных, кредитных и страховых продуктов, а представители малого бизнеса могут обеспечить получение финансирования из источников, отличных от банков, которые, как правило, предъявляют строгие требования к оценке кредитоспособности и залоговому обеспечению. Осуществлять внутренние и международные платежи становится дешевле и быстрее, что выгодно как потребителям, так и бизнесу.

Опасения в отношении стабильности

Изначально представлялось, что появление таких криптовалют, как биткойн, с большой вероятностью произведет революцию в сфере платежей. Осуществление операций с криптовалютами не зависит от центральных банков или доверенных посредников, таких как коммерческие банки и компании — эмитенты кредитных карт, что исключает неэффективность этих посредников и связанные с ними дополнительные

издержки. Однако волатильность цен на них, а также ограничения, связанные с объемами операций и временем обработки, сделали криптовалюты неэффективными в качестве средств обмена. Новые формы криптовалют, именуемые «стейблкоины», стабильность стоимости большинства из которых, как ни странно, обеспечивается за счет резервных денег центрального банка и государственных ценных бумаг, получили большее распространение в качестве средства платежа. Лежащая в их основе технология распределенных реестров стимулирует масштабные изменения в денежно-финансовой сфере, которые глубоко затронут домашние хозяйства, компании, инвесторов, центральные банки и правительства. Эта технология, обеспечивая надежное право собственности на чисто цифровые объекты, даже способствует появлению новых цифровых активов, таких как невзаимозаменяемые токены.

В то же время центральные банки обеспокоены последствиями для финансовой и экономической стабильности в случае вытеснения децентрализованными платежными системами (ответвлениями биткойна) или частными стейблкоинами как наличных денег, так и традиционных платежных систем, управляемых регулирующими финансовыми учреждениями. Платежная инфраструктура, которая полностью находится в руках частного сектора, может быть эффективной и дешевой, но некоторые ее части могут прекратить функционирование в случае потери доверия в период финансовых потрясений. Без функционирующей платежной системы современная экономика остановилась бы.

В ответ на такие опасения центральные банки рассматривают возможность выпуска денег центрального банка в цифровой форме для осуществления розничных платежей — цифровых валют центральных банков (ЦВЦБ). Основания для этого варьируются от расширения финансовой доступности (предоставления легкого доступа к бесплатной цифровой платежной системе даже тем, у кого нет банковского счета) до повышения эффективности и стабильности платежных систем путем создания государственного варианта осуществления платежей в качестве механизма поддержки (сейчас эту роль играют наличные деньги).

ЦВЦБ имеет и другие потенциальные преимущества. Она будет препятствовать осуществлению незаконной деятельности, такой как сделки с наркотиками, отмывание денег и финансирование терроризма, которая полагается на анонимные денежные операции. Она будет способствовать выводу большей части экономической деятельности из тени в формальную экономику, что затруднит уклонение от уплаты налогов. Малые предприятия выиграют от снижения транзакционных издержек и смогут избежать хлопот и рисков, связанных с использованием наличных денег.

Риск массового изъятия средств с банковских счетов

Однако ЦВЦБ также имеет недостатки. Во-первых, она создает риски для банковской системы. Коммерческие банки



имеют решающее значение для создания и распределения кредитов, которые обеспечивают бесперебойное функционирование экономики. Что, если домохозяйства переведут свои деньги с обычных банковских счетов в цифровые кошельки от центрального банка, воспринимая их как более надежные, даже если по ним не начисляются проценты? Если бы у коммерческих банков возникла нехватка депозитов, центральный банк мог бы оказаться в нежелательном положении, когда ему придется взять на себя распределение кредитов и принятие решений о том, какие сектора и фирмы заслуживают получить займы. Кроме того, розничная платежная система центрального банка может даже уничтожить инновации частного сектора, направленные на то, чтобы сделать осуществление цифровых платежей дешевле и быстрее.

Не меньшую озабоченность вызывает потенциальная утрата конфиденциальности. Даже при наличии мер защиты для обеспечения конфиденциальности любой центральный банк захочет вести подающийся проверке учет транзакций, чтобы гарантировать, что его цифровая валюта используется только в законных целях. Таким образом, ЦВЦБ создает риск в конечном итоге уничтожить любые остатки анонимности и конфиденциальности в коммерческих сделках. Тщательная разработка ЦВЦБ с использованием быстро развивающихся технических инноваций может смягчить многие из этих рисков. Тем не менее, несмотря на все ее преимущества, перспектива в итоге вытеснить наличные деньги ЦВЦБ не должна восприниматься легкомысленно.

Новые технологии могут затруднить центральному банку выполнение его ключевых функций, а именно поддержание безработицы и инфляции на низком уровне путем регулирования процентных ставок. Когда центральный банк, например Федеральная резервная система, изменяет свою ключевую процентную ставку, это достаточно понятным образом влияет на процентные ставки по депозитам и кредитам коммерческих банков. Однако если распространение цифровых кредитных платформ уменьшит роль коммерческих банков в посредничестве между вкладчиками и заемщиками, будет непонятно, каким образом продолжит функционировать этот трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики и продолжит ли он функционировать.

Конкуренция валют

Основные функции денег, эмитированных центральным банком, стоят на пороге изменения. Всего сто лет назад частные валюты конкурировали друг с другом и с выпущенными правительством валютами, также известными как фидуциарные деньги. Появление центральных банков решительно сместило баланс в пользу фидуциарных денег, которые служат расчетной единицей, средством обмена и средством сбережения. Появление различных форм цифровых валют и технологий, лежащих в их основе, теперь позволило разделить эти функции денег и создало прямых конкурентов фидуциарных денег в некоторых областях.

Если не контролировать рыночные силы, некоторые эмитенты денег и поставщики платежных технологий могут занять доминирующее положение.

Валюты центральных банков, вероятно, сохранят свое значение в качестве средств сбережения, а для стран, которые выпускают их в цифровой форме, также в качестве средств обмена. Тем не менее значимость платежных систем, оказывающих посреднические услуги в частном порядке, скорее всего, будет расти, усиливая конкуренцию между различными формами частных денег и деньгами центрального банка за роль средства обмена. Если не контролировать рыночные силы, некоторые эмитенты денег и поставщики платежных технологий могут занять доминирующее положение. Некоторые из этих изменений могут повлиять на саму природу денег — как они создаются, какие формы принимают и какую роль играют в экономике.

Международные денежные потоки

Новые формы денег и новые каналы перемещения финансовых средств внутри стран и между ними изменят международные потоки капитала, обменные курсы и структуру международной валютной системы. Некоторые из этих изменений будут иметь большие преимущества; другие — создавать новые трудности.

Международные финансовые операции станут быстрее, дешевле и прозрачнее. Эти изменения станут благом для инвесторов, стремящихся диверсифицировать свои портфели, фирм, стремящихся привлечь деньги на мировых рынках капитала, и экономических мигрантов, отправляющих деньги обратно в свои страны. Более быстрые и дешевые трансграничные платежи также будут стимулировать торговлю, что будет особенно выгодно для стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, значительная часть ВВП которых зависит от экспортных доходов.

Тем не менее появление новых каналов для трансграничных потоков облегчит не только международную торговлю, но и незаконные финансовые потоки, создавая новые проблемы для регулирующих органов и органов государственного управления. Это также затруднит правительствам контроль за трансграничными потоками законного инвестиционного капитала. Это создает особые проблемы для стран с формирующейся рыночной экономикой, которые периодически страдают от экономических кризисов в результате значительного внезапного оттока иностранного капитала. Эти страны будут еще более уязвимы к мерам в области денежно-кредитной

Цифровые деньги центрального банка обладают такой же надежностью и пользуются таким же доверием, как и учреждение, которое их выпускает.

политики крупнейших центральных банков мира, которые могут вызвать отток капитала.

Ни появление ЦВЦБ, ни снижение барьеров для международных финансовых потоков сами по себе не окажут значительного влияния на изменение международной валютной системы или баланса сил между основными валютами. Стоимость прямых транзакций между парами валют стран с формирующимся рынком падает, уменьшая потребность в «ключевых валютах», таких как доллар и евро. Однако основные резервные валюты, особенно доллар, вероятно, сохранят свое доминирование в качестве средств сбережения, потому что это доминирование зависит не только от размера экономики и глубины финансового рынка страны-эмитента, но и от прочности институциональной основы, которая необходима для поддержания доверия инвесторов. Технология не может заменить независимый центральный банк и принцип верховенства закона.

Аналогичным образом, ЦВЦБ не устранят основные недостатки в отношении авторитета центрального банка или других вопросов, например, неорганизованность налогово-бюджетной политики правительства, которая влияет на стоимость национальной валюты. Когда правительство имеет значительный дефицит бюджета, предположение о том, что центральному банку может быть поручено создать большой объем денег для финансирования этих дефицитов, как правило, повышает инфляцию и снижает покупательную способность денег центрального банка, как физических, так и цифровых. Иными словами, цифровые деньги центрального банка обладают такой же надежностью и пользуются таким же доверием, как и учреждение, которое их выпускает.

Роль правительства

В ближайшие годы центральным банкам и органам государственного управления во всем мире предстоит принять важные решения относительно того, следует ли сопротивляться внедрению новых финансовых технологий, пассивно принимать инновации, предлагаемые частным сектором, или использовать потенциальный прирост эффективности, который обеспечивают новые технологии. Появление криптовалют и перспектива ЦВЦБ поднимают важные вопросы о роли, которую государство должно играть на финансовых рынках: должно ли оно вторгаться в области, кото-

рые предпочтительно оставить частному сектору, и может ли оно компенсировать неэффективность рынка, особенно большое количество домохозяйств, не охваченных или недостаточно охваченных банковскими услугами, в развивающихся странах и даже в странах с развитой экономикой, таких как США.

Как показывают недавние подъемы и спады, связанные с криптовалютой, регулирование этого сектора будет иметь важное значение для поддержания целостности платежных систем и финансовых рынков, обеспечения надлежащей защиты инвесторов и содействия финансовой стабильности. Тем не менее, учитывая обширный спрос на более эффективные платежные услуги на розничном, оптовом и трансграничном уровнях, финансовые инновации при ведущей роли частного сектора могут принести значительные выгоды домашним хозяйствам и компаниям. В этом отношении ключевая задача для центральных банков и финансовых регуляторов заключается в балансировании финансовых инноваций с необходимостью снижения рисков для неосведомленных инвесторов и общей финансовой стабильности.

Новые финансовые технологии обещают облегчить даже немущим домашним хозяйствам доступ к целому ряду финансовых продуктов и услуг и тем самым демократизировать сферу финансов. Однако технологические инновации в области финансов, даже те, которые могут обеспечить более эффективное финансовое посредничество, могут иметь обоюдоострые последствия для неравенства доходов и имущественного положения.

Выгоды от инноваций в финансовых технологиях могут быть получены в основном состоятельными людьми, которые могут использовать их для увеличения финансовой прибыли и диверсификации рисков, а существующие финансовые учреждения могут использовать эти изменения ради собственной выгоды. Более того, поскольку те, кто изолирован в экономическом плане, имеют ограниченный доступ к цифровым технологиям и не обладают финансовой грамотностью, некоторые изменения могут создать для них инвестиционные возможности, риски которых они не в полной мере осознают или которые являются для них неприемлемыми. Таким образом, последствия для неравенства доходов и имущественного положения, которое резко возросло во многих странах и способствует нагнетанию политической и социальной напряженности, далеко не очевидны.

Еще одним ключевым изменением станет усиление стратификации как на национальном, так и на международном уровнях. Малые экономики и страны со слабыми институтами могут столкнуться с тем, что их центральные банки и валюты потеряют вес, в связи с чем еще больше экономической и финансовой власти будет сосредоточено в руках крупных экономик. Между тем, круп-



ные корпорации, такие как Amazon и Meta, могут усилить свое влияние, контролируя как торговлю, так и финансы.

Даже в мире с децентрализованными финансами, построенными вокруг инновационной технологии распределенных реестров биткойна (которая, вероятно, станет его истинным наследием), органы государственного управления играют важную роль в обеспечении соблюдения договорных и имущественных прав, защите инвесторов и обеспечении финансовой стабильности. В конце концов, похоже, что криптовалюты и инновационные финансовые продукты тоже работают лучше, когда они построены на основе доверия со стороны органов государственного надзора и контроля. Органы государственного управления несут ответственность за обеспечение того, чтобы принимаемые ими законы и меры способствовали честной конкуренции, а не благоприятствовали действующим участникам рынка и не позволяли крупным игрокам подавлять более мелких соперников.

Централизация или фрагментация

Финансовые инновации будут порождать новые и пока неизвестные риски, особенно если участники рынка и органы регулирования будут чрезмерно доверять технологиям. Децентрализация и ее следствие, фрагментация, имеют свои преимущества и недостатки. Они могут повысить финансовую стабильность за счет уменьшения централизованных слабых мест и повышения устойчивости за счет большего запаса мощности. С другой стороны,

хотя в хороших условиях фрагментированные системы могут работать надлежащим образом, в сложных обстоятельствах уверенность в них может оказаться хрупкой. Если в финансовой системе доминируют децентрализованные механизмы, которые не поддерживаются напрямую (как банки) центральным банком или другим государственным учреждением, доверие может легко испариться. Таким образом, децентрализация может обеспечить эффективность в хороших условиях и привести к быстрой дестабилизации в тяжелые для экономики времена.

Также в скором времени возможны значительные изменения в структуре общества. Вытеснение наличных денег цифровыми платежными системами может устранить любые остатки конфиденциальности в коммерческих транзакциях. Биткойн и другие криптовалюты были предназначены для обеспечения анонимности и устранения зависимости от правительств и крупных финансовых учреждений в ведении торговли. Однако они могут ускорить изменения, которые в итоге приведут к нарушению конфиденциальности. Общества будут с трудом контролировать власть правительств, по мере того как индивидуальные свободы будут подвергаться все большему риску. **ФР**

ЭСВАР ПРАСАД — преподаватель Корнельского университета и старший научный сотрудник Института Брукинга. В основу этой статьи легла его последняя книга «*Будущее денег. Как цифровая революция меняет валюты и сферу финансов*».

