



НИФИ

НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ
МИНФИНА РОССИИ

КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

август 2022 года

ЦЕНТР ПЕРСПЕКТИВНОГО ФИНАНСОВОГО
ПЛАНИРОВАНИЯ, МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА
СТАТИСТИКИ ФИНАНСОВ



КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

31 августа 2022 года

В выпуске

- Конъюнктурный обзор: когда оптимистичное «сегодня» не убавляет завтрашнего пессимизма (с. 2)
- Р. Менон: «Да цифровым активам, нет криптовалютным спекуляциям» (с. 9)

Конъюнктурный обзор: когда оптимистичное «сегодня» не убавляет завтрашнего пессимизма.

Неожиданный рост, который во втором квартале на фоне спада деловой активности в США и Китае продемонстрировала европейская экономика, вызвал в зарубежных экспертных кругах и деловых СМИ скорее удивление, чем оптимизм в прогнозах на ближайшее будущее – они остаются не обнадеживающими.

По предварительной оценке, ВВП Евросоюза в апреле-июне 2022 года продолжал третий квартал увеличиваться темпами 0,6% q-o-q, а рост ВВП еврозоны второй квартал подряд демонстрировал плавное ускорение – с 0,4% q-o-q в последние три месяца прошлого года до 0,5% в первые три нынешнего и 0,6% во втором квартале. Вследствие сдвига на квартал вперед от точки начала с середины 2021 года периода динамичного постпандемического восстановления деловой активности (второй-третий кварталы прошлого года) темпы роста ВВП в расчете «из года в год» снизились до 4,0 и 3,9 процентов у-o-y в Евросоюзе и еврозоне, соответственно, по сравнению с 5,5 и 5,4 процента в первом квартале (рис. 1.).

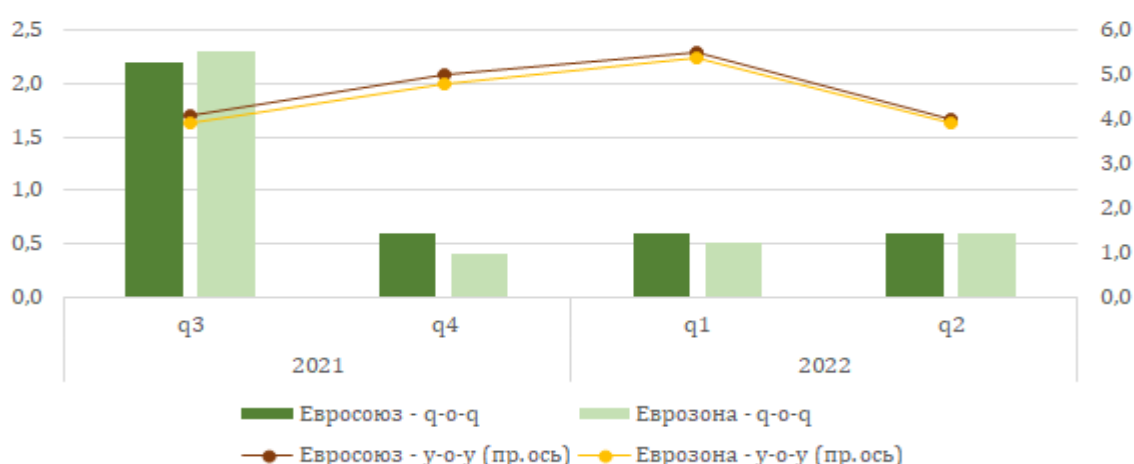


Рис.1 Темпы роста ВВП Евросоюза и еврозоны из квартала в квартал (q-o-q) и из года в год (y-o-y) в июле 2021 – июне 2022 годов (%)

Источник: по данным Eurostat (<https://ec.europa.eu/eurostat>).

Снятие к началу второго квартала «антиковидных» ограничений в том числе на границах и приток иностранных туристов – основная причина, объясняющая оживление во втором квартале деловой активности в Евросоюзе, особенно в наиболее сезонно посещаемых странах (Италии, Франции, Испании), равно как, например, и в ряде азиатских государств, включая Японию и Корею. Основные преимущества извлекли гостинично-ресторанный бизнес и сфера транспортных услуг, а также розничный торговый сектор, который увеличил продажи за счет расходов туристов в странах временного пребывания. Тем не менее, вплоть до сегодняшнего дня наиболее пострадавшие от последствий пандемии отрасли по-прежнему еще только восстанавливаются относительно докризисного уровня доходов. В целом же прирост ВВП в Евросоюзе за последние два с половиной года, охватывающие временной интервал наибольшей глубины пандемического кризиса в первом полугодии 2020 года и последующий период повышенной волатильности, составил лишь 2%, а в еврозоне – 1,4%.

Даже факторы, негативно сказывающиеся на прогнозах деловой конъюнктуры, способны вызывать кратковременные позитивные эффекты. Усиливающаяся инфляция мотивировала потребителей к приобретению товаров длительного пользования заблаговременно до еще большего подорожания. В Нидерландах рост инвестиций, послуживший движущей силой оживления деловой активности, во многом объяснялся вложениями в транспортное оборудование¹, вероятно, во избежание нарастающих проблем вследствие сбоев в поставках интегральных схем из Азии. В Германии отмечавшееся весной необычно большое число инфекционных заболеваний отозвалось увеличением потребления медицинских услуг на средства государственных расходов на здравоохранение². Подорожание углеводородного сырья, подавляющее деловую активность в импортирующих экономиках, благоприятствовало странам-экспортерам, в том числе Норвегии или, к примеру, Мексике.

Напомним, что речь идет о предварительной оценке ВВП; с уточнениями, охватывающими большой массив статистических данных, темпы его роста как в Евросоюзе и еврозоне в целом, так и в каждой отдельной стране могут оказаться существенно ниже – это уже доказано опытом, приобретенным в постковидной обстановке аномальной волатильности макроиндикаторов. Более того, опубликованные Евростатом оценки «блоковых» темпов экономического роста были сделаны в отсутствие данных о ВВП Ирландии и, очевидно, строились на гипотезе, исходящей из наблюдавшихся прежде непропорциональных выгод, которые эта страна извлекала из Брекзита; вполне вероятно, что они уже исчерпаны.

¹ <https://www.abnamro.com/research/en/our-research/the-netherlands-despite-strong-q2-growth-we-expect-a-slowdown>.

² https://www.destatis.de/EN/Press/2022/08/PE22_357_811.html.

Так или иначе, есть четыре веские причины, заставляющие зарубежных обозревателей единодушно отзываться об успехе европейской экономики в прошедшем квартале как о «последнем ура» перед неизбежной рецессией:

- необычно высокие на фоне десятилетий темпы инфляции, которые со временем будут вынуждать домохозяйства все более экономить на иных расходах, помимо продуктов питания и топлива, а компании – пересматривать планы на инвестиции ввиду неопределенности относительно будущей процентной ставки;
- сохраняющиеся нарушения в сложившихся в прежние годы глобальных цепочках добавленной стоимости и беспрецедентные проблемы международной логистики, которые в нынешнем году если и отступили, то ненамного (так, стоимость фрахта контейнеровозов в Шанхае остается более чем в 3 раза выше своего максимального уровня в докризисный период 2018-2019 годов³);
- наблюдаемый спад деловой активности в двух экономиках из трех, составляющих «тройку» глобальных лидеров по размерам ежегодного выпуска – США и Китае, которые одновременно являются основными торговыми партнерами Евросоюза (третьего в указанном составе по величине коллективного ВВП);
- и, что является насущной проблемой именно для Евросоюза – перспектива дефицита и дороговизны газового топлива вследствие деградации экономических связей с Россией.

В 2021 году поставками из России обеспечивалось до 40% потребления газа в Италии, почти 50% - в Германии, от 50 до 85 процентов - в Польше, Чехии, Венгрии, Финляндии, Австрии⁴. Европейские газохранилища к августу были заполнены на 70,5% (рис. 2); Евросоюз ставит целью заполнение на 80% к началу отопительного сезона в ноябре (Германия – на 95%). При этом политика направлена на замещение контрактных поставок по газопроводам из России альтернативными поставками, главным образом за счет сжиженного газа, импорт которого в первом полугодии увеличился более чем в 2,5 раза в сравнении с аналогичным периодом 2021 года. Актуальная стоимость газа по котировкам европейского виртуального узла TTF после недавнего повышения из-за приостановки поставок по «СП-1» до 350 евро за мегаватт/час (3,7 тыс. долл. США за 1000 кубометров) остается близкой к 250 евро за MWh или 2,7 тыс. долл. за 1000 м³ (рис. 3). Согласно экспертным оценкам, стоимость заполнения газохранилищ до планового уровня с замещением российских поставок по ценам нынешнего года составит для Евросоюза 50-55 млрд евро (эквивалент 0,3% ВВП)⁵.

³ <https://container-news.com/scfi/>.

⁴ <https://aegis.acer.europa.eu/chest/dataitems/214/view>.

⁵ <https://www.reuters.com/business/energy/european-gas-storage-track-meet-target-cost-2022-08-04/>.

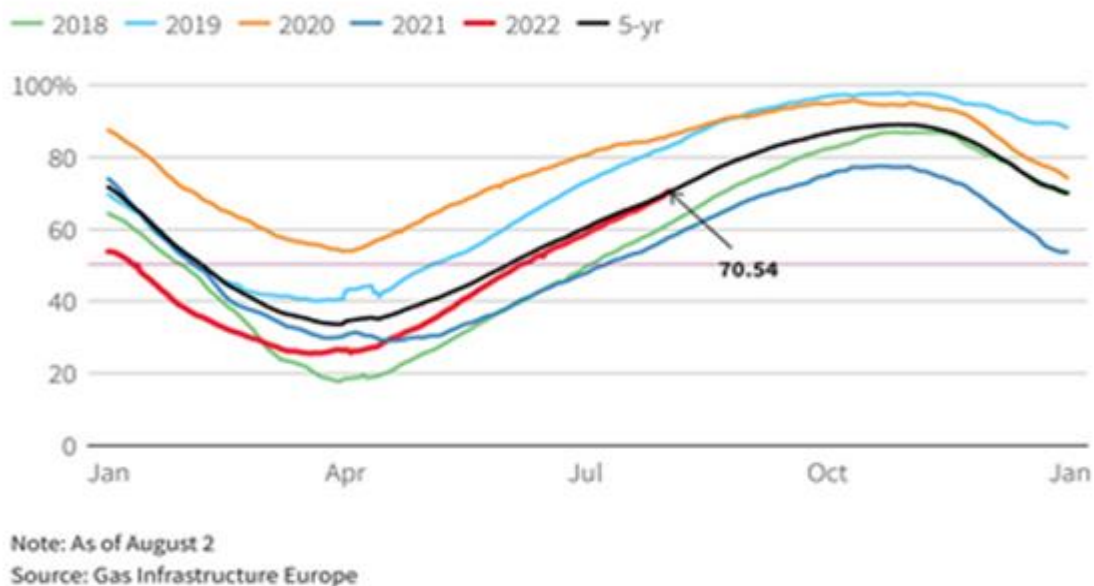


Рис 2. Процент заполнения газохранилищ в Евросоюзе

Источник: Reuters – копия (<https://www.reuters.com/business/energy/european-gas-storage-track-meet-target-cost-2022-08-04/>).

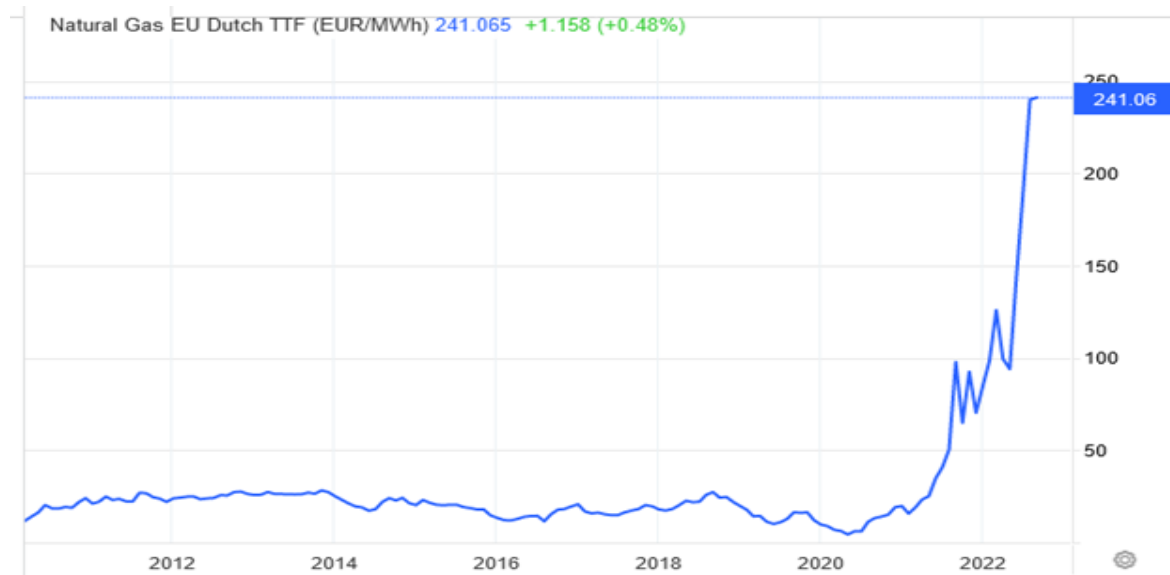


Рис. 3 Цена на природный газ по котировкам виртуального узла Dutch TTF (евро за мегаватт/час энергии⁶)

Источник: Trading Economics – копия (<https://tradingeconomics.com/commodity/eu-natural-gas>).

⁶ 1 мегаватт/час = 0,09231 тысячи кубометров природного газа.

Разрыв между внешним благополучием во втором квартале и глубиной проблем всего нынешнего года наглядно иллюстрируется падением индексов деловых настроений в странах Евросоюза. Так, в Германии индекс делового климата Мюнхенского Лейбницевского университета экономических исследований (IFO) в августе был ниже, чем когда-либо за время после исчерпания максимальной глубины пандемического шока со второй половины 2020 года, а его компонента, отражающая краткосрочные ожидания деловых кругов, упала до уровня, сопоставимого с пиком кризиса в период с марта по май 2020 года (рис. 4). Эксперты IFO прогнозируют сокращение ВВП Германии на 0,5% q-o-q в третьем квартале⁷.



Рис. 4 Индекс делового климата IFO (2015=100%)

Источник: IFO – копия (<https://www.ifo.de/en/facts/2022-08-25/ifo-business-climate-index-sees-minimal-decline-august-2022>).

Прогрессирующее падение делового доверия, провоцируемое в том числе правительственным кризисом, наблюдается также и в Италии, которая была одним из лидеров ускорения экономического роста в Европе во втором квартале (рис. 5). Аналитический центр ING Group неуверенно прогнозирует слабый рост ВВП Италии в третьем квартале под влиянием тех же факторов, которые служили его драйверами в апреле-июне: восстановление международного туризма, сохраняющиеся налоговые стимулы, поощряющие жилищное строительство, и поступающее (как и в другие страны) финансирование от ЕС по линии постпандемической восстановительной программы «Next Generation EU»; однако есть риск, что небольшой совокупный прирост по компонентам потребления может быть перевешен неблагоприятной динамикой запасов материальных оборотных средств⁸.

⁷ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-08-25/german-economy-more-resilient-than-estimated-in-second-quarter>.

⁸ <https://think.ing.com/snaps/surprising-growth-in-italian-gdp-in-second-quarter>.



Рис. 5 Индекс деловых настроений в Италии (2010=100%)

Источник: Trading Economics – копия (<https://tradingeconomics.com/italy/business-confidence>).

Перспектива рецессии во втором полугодии с возможным продолжением в первой половине 2023 года почти не вызывает сомнений в европейских экспертных кругах, вопрос только в глубине спада. «Подушки безопасности», такие как уже принятые к исполнению заказы на выпуск продукции в индустриальных экономиках Евросоюза и сформированные за время пандемии сбережения, за счет которых может продолжаться фондирование инвестиций и оборотных средств без резкого повышения его стоимости, позволяют рассчитывать на «мягкое приземление» без крупной потери рабочих мест. Спад может быть смягчен продолжением, насколько возможно, экспансионистской фискальной политики и специальными антикризисными мерами. К слову о последних, если перевести внимание на другие регионы мира, то, например, у Кореи есть шансы избежать рецессии благодаря намерению банковского сообщества по созданию совместно с государством специализированной организации для списания на ее баланс просроченных требований банков и правительственному плану льготного рефинансирования долгов малого бизнеса⁹.

Главный фактор неопределенности для ЕС – глубина последствий замещения российского газа; в видении европейских экспертов они могут стать причиной существенного отклонения в худшую сторону от сценария «мягкой рецессии»¹⁰. Перспективы зависят также от того, как быстро будет действовать и насколько далеко зайдет Евросистема с повышением процентной ставки; источником дополнительного риска остаются и возобновляющиеся циклы роста заболеваемости COVID-19.

⁹ <https://think.ing.com/snaps/korea-real-gdp-unexpectedly-grew/>.

¹⁰ <https://think.ing.com/snaps/the-netherlands-second-quarter-probably-last-quarter-with-strong-gdp-growth/>.

За три месяца после публикации МВФ в апреле предыдущего выпуска доклада «World Economic Outlook» и до опубликования в июле нового выпуска с промежуточной корректировкой прогнозов видение Фондом темпов роста европейских экономик по итогам текущего года ухудшилось не настолько, как в случае с Китаем и США – здесь прогнозы снижены на 1,1-1,4 п.п., тогда как Евросоюз и еврозона «потеряли» пока лишь 0,1-0,2 п.п., а прогноз в отдельности для Италии стал даже более оптимистичным (таб. 1). Что же касается 2023 года, прогнозы МВФ в отношении темпов роста ВВП США и еврозоны ухудшились почти одинаково (снижение на 1,1-1,3 п.п.), причем ожидается, что наибольшие потери от ухудшения деловой конъюнктуры в следующем году испытает Германия (снижение прогноза на 1,9 п.п.).

	2021	ПРОГНОЗ			
		2022		2023	
		июл'22	апр'22	июл'22	апр'22
МИР	6,1	3,2	3,6	2,9	3,6
Бразилия	4,6	1,7	0,8	1,1	1,4
Индия	8,7	7,4	8,2	6,1	6,9
Китай	8,1	3,3	4,4	4,6	5,1
ЮАР	4,9	2,3	1,9	1,4	1,4
США	5,7	2,3	3,7	1,0	2,3
Канада	4,5	3,4	3,9	1,8	2,8
Евросоюз	5,4	2,8	2,9	1,6	2,5
Еврозона	5,4	2,6	2,8	1,2	2,3
Германия	2,9	1,2	2,1	0,8	2,7
Франция	6,8	2,3	2,9	1,0	1,4
Италия	6,6	3,0	2,3	0,7	1,7
Британия	7,4	3,2	3,7	0,5	1,2
Япония	1,7	1,7	2,4	1,7	2,3

Таб. 1 МВФ: прогнозы темпов роста мировой экономики и ВВП отдельных зарубежных государств и государственных объединений (%) – июльский выпуск «World Economic Outlook» 2022 года по сравнению с апрельским выпуском

Источник: IMF (<file:///C:/Users/User/Downloads/text-en.pdf>).

Р. Менон: «Да цифровым активам, нет криптовалютным спекуляциям». Продолжая тематику цифровизации финансового рынка, приводим далее неофициальный свободный перевод выступления Рави Менона, одного из известнейших азиатских финансовых экспертов, возглавляющего второй десяток лет денежно-кредитное управление Сингапура (MAS – Monetary Authority of Singapore), озвученного в рамках обмена мнениями на организованной регулятором сингапурской коммуникативной площадке финтех-фестиваля «Green Shoots» («Молодые побеги»). Выступление состоялось 29 августа 2022 года.

Казалось бы, сингапурский регулятор противоречит сам себе. С одной стороны, он продвигает позиции Сингапура в качестве финтех-хаба, сотрудничает с финансовой отраслью в деле использования технологии распределенного реестра (DLT – distributed ledger technology), поддерживает цифровые инновации, утверждает, что желал бы привлечь ведущих игроков крипторынка в Сингапур. С другой стороны, им же регламентирован строгий и длительный процесс лицензирования лиц, желающих оказывать услуги, связанные с криптографией. Более того, выпущены настоятельные предостережения против розничных инвестиций в криптовалюты и приняты еще более жесткие меры по ограничению таких инвестиций.

Некоторые наблюдатели выражают обеспокоенность и замешательство в связи со столь двойственной по их мнению позицией регулятора. Одни отмечают внешние противоречия: MAS утверждает, что «в восторге от возможностей построить криптографическую и токенизированную экономику», но на деле «закручивает гайки». Другие сетуют на разворот в политике MAS относительно цифровых активов. По их словам, некогда регулятор «принимал решения в пользу криптовалюты», теперь же стал «чрезмерно осторожен, из-за чего Сингапур теряет привлекательность в качестве глобального крипто-хаба». Есть и третьи, полагающие, что регулятор нашел верный баланс, и нынешняя «криптовалютная зима» (повсеместное падение рынков и разрушение криптовалютных схем) доказывает его правоту.

Чего же на самом деле хочет MAS? Прежде чем ответить на этот вопрос, необходимо составить четкое представление о чем вообще идет речь. Общественное внимание и информационная повестка СМИ сосредоточены на криптовалютах. Но они – лишь одна из составляющих экосистемы цифровых активов. Чтобы лучше разобраться в этом вопросе и понять выгоды и риски, необходимо различать компоненты этой экосистемы. Вполне понятна наблюдаемая «растерянность» обычного человека в мире криптовалют, блокчейнов и цифровых активов. Даже для MAS бывает трудно посылать точные сигналы, учитывающие все разнообразие этого мира. Итак, постараемся лучше разобраться в цифровой экосистеме и ее различных компонентах чтобы понять, что MAS стремится поддержать, что обескураживает регулятора и какими рисками он пытается управлять.

Начнем с цифровых активов. Это – любая стоимость, представленная в цифровой форме. Цифровое представление достигается в процессе, известном как «токенизация», когда посредством применения специального программного обеспечения права собственности на актив преобразуются в цифровой токен. Потенциально для токенизации пригодно множество разных активов: финансовые активы наподобие наличных денег или облигаций, реальные активы наподобие вещной или интеллектуальной собственности и даже неосязаемые активы, такие как углеродные кредиты или вычислительные мощности. Иными словами, все, что представляет стоимость, будучи токенизированным, становится цифровым активом. Мир цифровых активов обычно строится на использовании DLT, в котором создаются записи, свидетельствующие о собственности на актив или переходе собственности к другому лицу. Блокчейн – один из вариантов DLT, отличающийся объединением записей в криптографически связанные между собой блоки. Цифровые активы, использующие DLT, иначе именуется криптографическими активами (криптоактивами).

Соединение токенизации с технологией распределенного реестра (криптографией) создает потенциал цифровых трансформаций в экономике. Оно позволяет представить любую стоимость в цифровой форме и осуществлять ее хранение или обмен в цифровом распределенном реестре, в котором ведется учет всех совершенных транзакций. Возникают новые возможности в широком спектре – от повышения операционной эффективности до расширения финансовой инклюзивности и вовлечения в рыночный оборот низколиквидных активов. Это и есть та экосистема, за которой MAS усматривает большое будущее и которую активно поддерживает.

Далее – о криптовалютах. Криптовалюта – цифровой актив, выпущенный непосредственно цифровым протоколом распределенного реестра. Нередко он интерпретируется как собственная валюта реестра, используемая как средство обращения и сохранения стоимости в пределах своей цифровой платформы, например, для оплаты транзакционных комиссий или для мотивации пользователей к участию в обеспечении сетевой безопасности (валидации транзакций). Однако криптовалюта продолжает «жить собственной жизнью» и за пределами выпустившей ее платформы, и это – источник проблем для всего мира криптоактивов. Происходит интенсивная торговля криптовалютами для извлечения спекулятивного дохода, цены на этом рынке не имеют ничего общего с истинной экономической ценностью криптовалют, обусловленной их ролью в распределенных реестрах. Чрезвычайная волатильность цен исключает возможность восприятия криптовалют как жизнеспособной формы денег или инвестиционных активов. Спекуляции с криптовалютами – и есть то, к ограничению чего всемерно стремится MAS.

Далее – о стратегии Сингапура в области развития экосистемы цифровых активов. Регулятор видит свою цель в создании инновационной и ответственной системы. Ключ к ее достижению, как и во всем, что делает регулятор в сфере финтех-решений – сотрудничество с отраслевыми сообществами. Криптехнологии содержат в себе многообещающий потенциал усовершенствования финансовых услуг; его раскрытие – общая ценность, которую разделяют и MAS, и финансовый сектор, и финтех-сообщество. А единственный способ определить работающие во благо решения – экспериментировать, учиться на практике.

Подход MAS к построению экосистемы цифровых активов зиждется на четырех основах:

- 1) раскрытие потенциала DLT в наиболее многообещающих аспектах;
 - 2) поддержка токенизации финансовых и реальных активов;
 - 3) обеспечение возможностей подключения цифровых валют к экосистеме криптоактивов;
 - 4) закрепление в Сингапуре на постоянной основе рыночных игроков в сильными ценностными предложениями и системами риск-менеджмента.
1. Самые многообещающие сферы использования цифровых решений при оказании финансовых услуг – трансграничные платежно-расчетные операции, торговое финансирование, претрейдинговые и посттрейдинговые услуги на рынке капитала. Здесь наблюдается определенный прогресс, в том числе в Сингапуре:
- Цифровые решения, использующие DLT, такие как Patriot – совместный продукт сингапурского цифрового банка DBS, группы JP Morgan и инвестиционной компании Temasek – обеспечивают сокращение времени проведения трансграничных платежно-расчетных операций с нескольких дней до нескольких минут;
 - сетевые решения наподобие Countur – совместного продукта консорциума торговых банков, обеспечивающего автоматическую верификацию документов в объединенном цифровом реестре – способствуют ускорению принятия финансовых решений и снижению процессинговых издержек в сфере торгового финансирования;
 - В области посттрейдинговой активности можно привести пример Marketnode – совместного продукта Сингапурской биржи и Temasek – построенной на DLT платформы для токенизации активов, благодаря которой время, необходимое для клиринга и расчетов, исчисляется не днями, а минутами.
2. Почему необходимо поддерживать токенизацию – потому что она создает преобразующий потенциал, равный тому, который полвека назад привнесла секьюритизация. Она делает возможной монетизацию фактически любых материальных и нематериальных активов. Намного упрощает задачу «дробления актива» при совместном владении. Позволяет безопасно и беспрепятственно осуществлять торговлю без нужды в посредниках.

Вот примеры токенизации активов в Сингапуре, как финансовых, так и реальных:

- банк UOB осуществил пилотный выпуск цифровых облигаций на сумму 600 млн сингапурских долларов на платформе Marketnode;
- банк OCBC (банковская корпорация китайской диаспоры) вступил в партнерство с цифровой биржей Green Metaverse Token (GMT) в целях развития рынка «зеленого» финансирования с использованием токенизированных прав на углеродные кредиты в целях оптимизации прав компаний на выбросы углекислого газа в атмосферу и технологических потребностей в выбросах.

MAS продвигает собственную инициативу «На страже проекта» (Project Guardian) для изучения возможностей токенизации в реальном и финансовом секторах экономики. Первый пилотный проект, ведущими организаторами которого стали DBS, JP Morgan, японская Группа стратегических бизнес-инноваторов (SBI Group) и платформа Marketnode, призван исследовать возможности институциональных инвесторов в торговле токенизированными ценными бумагами и депозитами для повышения эффективности и углубления ликвидности оптового фондового рынка.

3. Почему MAS стремится обеспечивать возможности для подключения цифровых валют к экосистеме криптоактивов – потому что экосистема нуждается в подобном ей средстве обращения, и здесь есть три альтернативы – криптовалюты, стейблкоины и цифровые деньги центрального банка (ЦДЦБ). Что думает MAS о каждой из них?

MAS считает криптовалюты несостоятельными для использования в качестве денег и чрезмерно рискованными для розничных инвесторов. Они лишены трех фундаментальных функций денег: средства обращения, средства сохранения стоимости и единицы учета стоимости. Как отмечено выше, они выполняют полезную функцию на платформе блокчейна – служат вознаграждением участникам за помощь в валидации и ведении реестра. Но вне этой платформы криптовалюты лишаются полезных свойств, приобретая лишь способность генерировать спекулятивную активность. Начиная с 2017 года, MAS систематически публикует предупреждения о высоких рисках инвестиций в криптовалюты.

MAS усматривает позитивный потенциал в использовании стейблкоинов, если они надежно обеспечены высококачественными активами и надежно регулируются. Стейблкоины – это токены, стоимость которых привязана к другим активам, обычно к фиатным валютам, таким как американский доллар. Эта концепция стремится к сочетанию доверия, обусловленного гарантиями сохранения устойчивой стоимости, с преимуществами токенизированного актива, способного служить средством обращения на платформах DLT. Стейблкоины начинают

приобретать признание вне экосистемы криптоактивов. Некоторые традиционные платежные системы, такие как Mastercard, интегрировали популярные стейблкоины в свои сервисы. Возможно, за счет этого платежи станут дешевле, быстрее и безопаснее. Но для того, чтобы быть уверенным в преимуществах стейблкоинов, регулятор должен быть убежден в их действительной устойчивости (к этому вернемся ниже).

MAS видит большой потенциал в оптовых ЦДЦБ, особенно, предназначенных для международных платежей и расчетов. ЦДЦБ – прямое обязательство центрального банка, используемое в качестве платежного инструмента. Это означает, что владелец ЦДЦБ обладает прямым требованием к центральному банку, выпущенному последним, как это сегодня имеет место при использовании физической денежной наличности. Оптовые ЦДЦБ – это класс подобных инструментов (пока существующих главным образом в проектах), доступ к использованию которых ограничивается контингентом финансовых организаций. Они сродни балансам на счетах финансовых организаций в центральном банке, ныне используемым для межбанковских расчетов. Применение оптовых ЦДЦБ на платформе DLT позволяет осуществлять расчеты в реальном времени напрямую между сторонами транзакции без участия посредников. За этим кроется потенциал радикального преобразования всей системы трансграничных расчетов, в своем нынешнем виде – медленной, дорогостоящей и непрозрачной.

Вместе с тем, MAS не находит убедительных аргументов в пользу выпуска в Сингапуре розничных ЦДЦБ. Розничные ЦДЦБ были бы доступны любым экономическим субъектам наравне привычной денежной наличностью, отличаясь от нее только дематериализованной (цифровой) формой. Для сегодняшнего Сингапура с его налаженными платежными системами и широкой доступностью финансовых услуг они – далеко не предмет первой необходимости. Розничные безналичные платежные системы обеспечивают быстрое и бесплатное для отправителей завершение расчетов; остающийся в обращении объем наличных денег так или иначе сохранится, и не усматривается крупной выгоды от его преобразования в нематериальную форму. Тем не менее, MAS работает над созданием технологической инфраструктуры, которая обеспечит возможность выпуска розничных ЦДЦБ, если к тому подведут обстоятельства.

MAS, начиная с 2016 г., активно занят вовлечением цифровых валют в экосистему криптоактивов. В области международного сотрудничества регулятор участвует в «Проекте Данбар» (Project Dunbar) в рамках «Инновационного хаба» Банка международных расчетов, физически расположенного в деловом центре Сингапура. Проект экспериментирует с созданием общей мультивалютной платформы на основе оптовых ЦДЦБ в целях снижения

стоимости, ускорения и повышения уровня безопасности трансграничных расчетов. Внутри страны регулятор сотрудничает с деловым сообществом в рамках «Проекта Орхидея» (Project Orchid) в разработке инфраструктуры и технических компетенций, необходимых для выпуска в будущем в случае необходимости цифрового сингапурского доллара.

4. MAS стремится к закреплению по месту нахождения в Сингапуре рыночных игроков, способных обогащать добавленной стоимостью сингапурскую экосистему цифровых активов и располагающих сильными позициями в области управления рисками.

Динамичная экосистема криптоактивов открывает широкий спектр возможностей для активности, приводящей к созданию добавленной стоимости. Вот три примера:

- Опух – сингапурское отделение JP Morgan по работе с цифровыми решениями, которое стало пионером в деле продвижения на рынке ряда финансовых продуктов и инициатив, включая круглосуточные ускоренные расчеты в реальном времени без посредников;
- Countur – упомянутая выше глобальная информационная цифровая сеть, объединяющая банки, компании и их торговых партнеров и фасилитирующая торговое финансирование – была создана расположенной в Сингапуре компанией «Лаборатория финансов будущего» (Future of Finance Lab), которая продолжает новые разработки в том же направлении;
- Nansen – базирующаяся в Сингапуре компания, которая на основе анализа более чем 100 миллионов адресов цифровых кошельков по всему миру оказывает услуги по информационному освещению активности на платформах блокчейна и обеспечению сведений о сторонах совершаемых сделок, тем самым, помогая делать более прозрачной экосистему цифровых активов во всем мире.

В Сингапуре деятельность по оказанию платежных услуг, связанных с цифровыми активами, подлежит лицензированию в соответствии с Законом о платежных услугах. Регулятор видит определенное разочарование финтех-сообщества процессом выдачи лицензий. Некоторые называют его «долгим и утомительным», другие – «препятствием на пути прогресса». Однако, принимая во внимание абсолютную качественную новизну рынка цифровых активов, изменить это положение нелегко ни самому регулятору, ни рыночным игрокам. MAS со своей стороны внимательно изучает бизнес-модели и технологии соискателей лицензии, чтобы лучше понимать риски. Многие соискатели со своей стороны незнакомы с принципами управления риском содействия незаконным операциям. Регулятор тесно взаимодействует с соискателями, чтобы понять, насколько они разбираются в правилах и соответствуют стандартам. Это отвлекает много времени, но необходимо. MAS не вправе ставить под угрозу

весь предлицензионный контрольный процесс только для того, чтобы упростить получение разрешений игроками на рынке криптоактивов. Принимая во внимание большое число соискателей, MAS отдает предпочтение тем из них, кто демонстрирует убедительные возможности управления рисками и способность внести свой вклад в развитие финтех-индустрии и экосистемы цифровых активов в Сингапуре.

Как и любые новшества, операции с цифровыми активами являются источником не только выгод, но и опасностей. Прошло уже более пяти лет с тех пор, как эти операции достигли масштабов, заставивших регуляторов по всему миру, в том числе и MAS, рассматривать связанный с ними риск отмывания денег и финансирования терроризма как предмет для особой обеспокоенности. По мере быстрого разрастания рынка в масштабах и его усложнения появились и иные поводы для беспокойства. Поэтому регуляторы, включая MAS, сейчас активизируют свои действия в ответ на новые риски.

MAS в соответствии с вмененными законом обязанностями должен контролировать сопряженные с цифровыми активами риски по пяти профилям:

- 1) отмывание денег и финансирование терроризма;
- 2) технологические сбои и кибератаки;
- 3) причинение ущерба розничным инвесторам;
- 4) несостоятельность гарантий устойчивости стейблкоинов;
- 5) потенциальные системные риски (угрозы для макрофинансовой стабильности).

1. Главная опасность, против которой направлены установленные MAS регламенты – легализация преступных доходов и финансирование терроризма. Операции с криптовалютами осуществляются через адреса цифровых кошельков и пользовательские псевдонимы, чем упрощается противозаконная деятельность. Риск тем больше из-за онлайн-природы совершаемых транзакций. С 2020 года MAS распространило на провайдеров услуг, связанных с цифровыми активами, те же требования по процедурам антилегализационного мониторинга, которые предъявляются к другим финансовым организациям. В нынешнем году те же правила были распространены на юридических лиц-резидентов Сингапура, оказывающих данные услуги за рубежом. Правила, действующие в Сингапуре, отвечают международным стандартам, в частности тем, источником которых является Группа разработки финансовых мер (FATF).

2. Другая категория опасностей, с которыми работает MAS – технологические риски и киберугрозы. MAS одним из первых среди мирового сообщества регуляторов распространило на лиц, обслуживающих операции с криптоактивами, те же стандарты профилактики технологических сбоев и кибератак, которые действительно для других финансовых

организаций. Но риски постоянно эволюционируют и на нынешней стадии охватывают, в частности, ошибки кодирования в смарт-контрактах и компрометацию цифровых кошельков или ключей шифрования. Это заставляет MAS пересматривать действующие или вводить новые требования. То же происходит и в других юрисдикциях, включая государства Евросоюза и Японию.

3. Начиная с 2017 года, MAS уделяет большое внимание рискам операций на криптовалютном рынке для розничных инвесторов. Цены здесь крайне волатильны и подвижны куда больше спекулятивными чем фундаментальными экономическими факторами. Для неподготовленного инвестора крайне опасно вкладывать деньги на этом рынке – мы не раз наблюдали, как быстро может измениться стоимость криптовалюты с изменением настроений. MAS опубликовало ряд предупреждений об угрозах потери денежных средств, вложенных в криптовалюты. Взять в пример Luna, родственная токена стейблкоина Terra – еще недавно он стоил больше 100 долларов США, а теперь обесценился до нуля.

Регулятор принял предупреждающие меры по защите розничных инвесторов. С января нынешнего года введен запрет на рекламу криптовалютных сервисов в общественных местах. За этим решением последовали демонтаж «биткойн-банкоматов» и удаление рекламы на станциях сингапурского аналога метрополитена. Тем не менее, несмотря на предупреждения и принятые меры, опросы показывают, что розничные инвесторы все глубже вовлекаются в криптовалютную активность. Это – общемировое явление, а не какая-то особенность Сингапура. Многих по-прежнему привлекает перспектива значительного подорожания криптовалют; такие инвесторы склонны к иррациональному поведению, игнорирующему риск, что заставляет регуляторов по всему миру брать на себя заботу о рисках инвесторов.

MAS рассматривает новые меры по противодействию угрозам благосостоянию частных владельцев криптовалют. Обсуждаются дополнительные ограничения доступа розничных инвесторов на криптовалютный рынок. Он может быть поставлен в зависимость от результатов тестирования; не исключаются ограничения на использование кредитного плеча в криптовалютных сделках. Однако запрет розничного присутствия на криптовалютном рынке вряд ли стал бы действенной мерой. Мир криптовалют – это мир без национальных границ, и всего лишь имея смартфон, любой гражданин Сингапура получает доступ ко множеству криптобирж за рубежом с возможностями покупать и продавать криптовалюты.

Отдельный источник опасностей для розничных инвесторов – манипуляции криптовалютным рынком путем замалчивания информации или фиктивных сделок. любых действий, который вводят в заблуждение участников рынка относительно цен и объемов операций. Тем самым, усугубляется присущая криптовалютному рынку волатильность цен, он приобретает еще

более выраженно спекулятивный характер с соответствующей угрозой нанесения ущерба криптоинвесторам. MAS наряду с регуляторами во всем мире сейчас испытывает усиливающиеся стимулы к совершенствованию регулирования в этой области.

Защита розничных инвесторов от криптовалютных рисков зависит не только от регламентов, исходящих от MAS, но и от сочетания других факторов. Во-первых, для исключения возможностей регуляторного арбитража настоятельно необходимо международное сотрудничество. Криптовалютные операции могут осуществляться из любого места в мире. MAS активно участвует в международном регуляторном мониторинге в целях обеспечения честной деловой среды и защиты инвесторов на всем глобальном пространстве цифровых активов. Во-вторых, многое зависит от содействия со стороны финансовой индустрии. MAS стремится разделять с ней свои опасения и приветствует предложения о мерах по защите инвесторов. В октябре будет опубликован соответствующий документ для общественного обсуждения. В-третьих, сами инвесторы должны проявлять ответственность, рассудительность и предусмотрительность. Никакие регламенты MAS, ни международное сотрудничество, ни солидарность финансовой индустрии не спасут инвестора, если его собственные вложения в криптовалюты однажды утратят стоимость.

4. Регулятор должен быть уверен в состоятельности гарантий устойчивости стейблкойнов, чтобы доверять их способности раскрыть свой позитивный потенциал. Многим стейблкойнам на деле недостает выдерживающих критику гарантий. Обеспечивающие их активы подвержены всем видам риска – кредитному, рыночному, риску ликвидности. Сейчас нет каких-либо международно признанных стандартов качества резервных активов, обеспечивающих стейблкойны. Регуляторы в разных странах мира задумываются об установлении нормативов в отношении безопасного хранения резервов или своевременного обмена токенов на резервные средства. MAS намерен в октябре вынести на общественное обсуждение соответствующий доклад (параллельно документу по вопросам защиты розничных инвесторов).

5. Наконец, требуют внимания потенциальные угрозы для финансовой стабильности. Системные риски, обусловленные активностью на рынках цифровых активов, в настоящее время невелики, но необходимо держать ситуацию под контролем. По мере роста экосистемы криптоактивов будут усиливаться ее взаимосвязи с традиционной банковской системой. Возникнет опасность «инфицирования» финансовых рынков через имеющиеся у институциональных инвесторов цифровые активы. MAS тесно взаимодействует с другими регуляторами в разработке пруденциальной модели регулирования банковских рисков, связанных с криптоактивами. Задача здесь – установить понятные банкам общие правила

измерения этих рисков и их покрытия капиталом, что ограничит опасность цепных реакций, вызванных трудностями одного банка, в масштабе всей банковской системы.

Сингапур стремится стать центром инновационной, но и ответственной деятельности, связанной с цифровыми активами, повышающей эффективность относительно привычных технологий и тем самым обладающей действительной экономической ценностью. Инновации вполне способны сосуществовать с регулированием, и MAS не разделяет идеи, призывающие ни к меньшему содействию инновациям, ни к менее строгому регулированию. Стратегия в области развития цифровой экосистемы делает Сингапур одновременно и одной из самых привлекательных и благоприятствующих юрисдикций для криптоактивов, и одной из самых строгих в таких вопросах, как, например, всесторонняя защита инвесторов. На деле стремление MAS содействовать операциям с криптоактивами и его ограничительная позиция в отношении криптовалютных спекуляций не противоречат друг другу. Это – целостный и синергетический подход к развитию Сингапура как инновационного и ответственного глобального центра цифровых инициатив.

**НИФИ**НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ
МИНФИНА РОССИИ**РОСТ ВВП**

(отчетный квартал относительно соответствующего квартала предыдущего года, %)

	2020				2021				2022				*	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2022 I	2022 II
Россия**	1,5	-7,4	-3,3	-1,3	-0,3	10,5	4,0	5,0	3,5	-4,0			↓	↓
США	0,6	-9,1	-2,9	-2,3	0,5	12,2	4,9	5,5	3,5	1,7			↓	↓
Канада	-0,6	-12,4	-4,9	-3,1	0,2	11,7	3,8	3,2	2,9				↓	
Япония	-2,1	-10,3	-5,4	-0,9	-1,7	7,3	1,2	0,5	0,7	1,1			↑	↑
Соед. Королевство	-2,0	-21,1	-7,7	-6,3	-5,0	24,5	6,9	6,6	8,7	2,9			↑	↓
Евросоюз (27)***	-2,5	-13,8	-3,8	-4,0	-0,9	14,0	4,1	5,0	5,5	4,0			↑	↓
Еврозона (19)***	-3,1	-14,6	-4,0	-4,3	-0,9	14,6	3,9	4,8	5,4	3,9			↑	↓
Германия***	-1,2	-10,4	-2,5	-2,1	-2,2	10,2	1,8	1,2	3,5	1,7			↑	↓
Франция***	-5,2	-18,6	-3,6	-4,2	1,5	18,6	3,6	5,1	4,8	4,2			↓	↓
Италия***	-6,4	-18,5	-5,4	-6,1	0,0	17,5	4,0	6,4	6,2	4,6			↓	↓
Испания***	-4,3	-21,5	-8,7	-8,8	-4,1	17,8	3,5	5,5	6,3	6,3			↑	→
Португалия***	-2,6	-17,9	-6,3	-6,8	-5,4	16,5	4,4	5,9	11,9				↑	
Греция***	-1,4	-15,5	-10,8	-6,9	-1,7	15,0	11,7	8,1	7,0				↓	
Бельгия***	-1,5	-13,3	-3,6	-4,4	0,1	15,2	5,1	5,7	4,9				↓	
Нидерланды***	-0,3	-8,5	-3,2	-3,6	-2,1	10,3	5,5	6,2	6,6	5,4			↑	↓
Финляндия***	0,5	-6,5	-1,9	-0,9	-0,9	7,1	3,1	3,1	3,8	2,8			↑	↓
Швеция***	1,0	-7,7	-1,1	-1,5	0,2	9,8	4,3	5,6	3,1				↓	
Дания***	0,4	-6,6	-1,1	-0,7	0,0	9,1	3,9	6,7	6,2				↓	
Норвегия	1,4	-3,8	-0,3	-0,4	-1,1	6,2	5,3	5,3	4,9	3,9			↓	↓
Швейцария	0,0	-6,7	-1,4	-1,5	0,3	8,6	3,8	3,6	4,4				↑	
Китай	-6,9	3,1	4,8	6,4	18,3	7,9	4,9	4,0	4,8	0,4			↑	↓
Индия	2,8	-23,8	-6,6	0,7	2,5	20,1	8,4	5,4	4,1				↓	
Бразилия	-0,1	-10,7	-3,7	-0,9	1,3	12,3	4,0	1,6	1,7				↑	
ЮАР	0,5	-16,8	-5,8	-3,5	-2,6	19,1	2,9	1,7	3,0				↑	
Турция	4,4	-10,4	6,3	6,2	7,2	21,7	7,5	9,1	7,3				↓	
Польша***	2,6	-7,5	-1,6	-2,1	-1,1	11,0	6,1	8,0	9,2				↑	
Мексика	-1,0	-18,7	-8,5	-4,4	-3,8	19,9	4,5	1,1	1,8	2,0			↑	↑
Корея (Респ.)	1,5	-2,6	-1,0	-1,1	1,9	6,0	4,0	4,2	3,0	2,9			↓	↓
Индонезия	3,0	-5,3	-3,5	-2,2	-0,7	7,1	3,5	5,0	5,0	5,4			→	↑
Малайзия	0,7	-17,1	-2,5	-3,3	-0,5	15,9	-4,5	3,6	5,0	8,9			↑	↑
Австралия	1,6	-6,0	-3,4	-0,7	1,4	9,7	4,1	4,4	3,3				↓	
Аргентина	-5,0	-19,0	-10,2	-4,3	3,1	18,1	11,8	8,9	6,0				↓	
Чили	0,2	-14,2	-9,0	0,4	0,0	18,9	17,2	12,0	7,2	5,4			↓	↓
Венгрия***	1,8	-13,0	-4,2	-3,2	-1,4	17,6	6,5	7,1	8,0				↑	
Чешская Респ.***	-1,5	-10,8	-5,2	-4,6	-1,9	9,1	3,8	3,5	4,9				↑	
Словакия***	-2,8	-10,1	-2,2	-2,3	0,2	10,0	1,2	1,2	3,0	1,6			↑	↓
Беларусь	0,2	-3,0	0,1	0,0	1,1	5,8	1,3	1,1	-0,4	-7,8			↓	↓
Казахстан****	2,7	-6,1	-4,8	-1,6	-1,4	6,4	6,1	6,3	4,6	2,2			↓	↓

* Сравнение с динамикой в предыдущем квартале.

** II кв. 2022 - предварительная оценка Росстата (https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/vvp_12-08-2022.htm).

*** Источник Евростат; на базе сезонно сглаженных динамических рядов ВВП.

**** Расчеты НИФИ по данным Бюро национальной статистики Агентства по статистическому планированию и реформам Республики Казахстан об индексе физического объема ВВП, рассчитанного производственным методом, за периоды с начала отчетного года по последний месяц отчетного квартала.

**НИФИ**НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ
МИНФИНА РОССИИ**ИНФЛЯЦИЯ**

(отчетный месяц относительно соответствующего месяца предыдущего года, %)

		Год	Месяцы											
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Россия		2021	5,2	5,7	5,8	5,5	6,0	6,5	6,5	6,7	7,4	8,1	8,4	8,4
		2022	8,7	9,2	16,7	17,8	17,1	15,9	15,1					
Беларусь		2021	7,7	8,7	8,5	8,6	9,4	9,9	9,8	9,8	10,2	10,5	10,3	10,0
		2022	10,4	10,0	15,9	16,8	17,0	17,6	18,1					
Казахстан		2021	7,4	7,4	7,0	7,0	7,2	7,9	8,4	8,7	8,9	8,9	8,7	8,4
		2022	8,5	8,7	12,0	13,2	14,0	14,5	15,0					
Еврозона*		2021	0,9	0,9	1,3	1,6	2,0	1,9	2,2	3,0	3,4	4,1	4,9	5,0
		2022	5,1	5,9	7,4	7,4	8,1	8,6	8,9					
Германия*		2021	1,6	1,6	2,0	2,1	2,4	2,1	3,1	3,4	4,1	4,6	6,0	5,7
		2022	5,1	5,5	7,6	7,8	8,7	8,2	8,5					
Франция*		2021	0,8	0,8	1,4	1,6	1,8	1,9	1,5	2,4	2,7	3,2	3,4	3,4
		2022	3,3	4,2	5,1	5,4	5,8	6,5	6,8					
Италия*		2021	0,7	1,0	0,6	1,0	1,2	1,3	1,0	2,5	2,9	3,2	3,9	4,2
		2022	5,1	6,2	6,8	6,3	7,3	8,5	8,4					
Нидерланды*		2021	1,6	1,9	1,9	1,7	2,0	1,7	1,4	2,7	3,0	3,7	5,9	6,4
		2022	7,6	7,3	11,7	11,2	10,2	9,9	11,6					
Бельгия*		2021	0,6	0,3	1,6	2,1	2,5	2,6	1,4	4,7	3,8	5,4	7,1	6,6
		2022	8,5	9,5	9,3	9,3	9,9	10,5	10,4					
Финляндия*		2021	1,0	0,9	1,4	2,2	2,3	1,9	1,8	1,8	2,1	2,8	3,5	3,2
		2022	4,1	4,4	5,8	5,8	7,1	8,1	8,0					
США (РСЕРИ**)		2021	1,4	1,6	2,5	3,6	4,0	4,0	4,2	4,2	4,4	5,1	5,6	5,8
		2022	6,0	6,3	6,6	6,3	6,3	6,8	6,3					
Китай		2021	-0,3	-0,2	0,4	0,9	1,3	1,1	1,0	0,8	0,7	1,5	2,3	1,5
		2022	0,9	0,9	1,5	2,1	2,1	2,5	2,7					
Индия		2021	4,1	5,0	5,5	4,2	6,3	6,3	5,6	5,3	4,3	4,5	4,9	5,7
		2022	6,0	6,1	7,0	7,8	7,0	7,0	6,7					
Япония		2021	-0,7	-0,5	-0,4	-1,1	-0,8	-0,5	-0,3	-0,4	0,2	0,1	0,6	0,8
		2022	0,5	0,9	1,2	2,5	2,5	2,4	2,6					
Корея (Респ.)		2021	0,9	1,4	1,9	2,5	2,6	2,3	2,6	2,6	2,4	3,2	3,8	3,7
		2022	3,6	3,7	4,1	4,8	5,4	6,0	6,3					
Турция		2021	15,0	15,6	16,2	17,1	16,6	17,5	19,0	19,3	19,6	19,9	21,3	36,1
		2022	48,7	54,4	61,1	70,0	73,5	78,6	79,6					
Британия		2021	0,7	0,4	0,7	1,5	2,1	2,5	2,0	3,2	3,1	4,2	5,1	5,4
		2022	5,5	6,2	7,0	9,0	9,1	9,4	10,1					
Польша		2021	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4	5,0	5,5	5,9	6,8	7,8	8,6
		2022	9,4	8,6	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6					
Венгрия		2021	2,7	3,1	3,7	5,1	5,1	5,3	4,6	4,9	5,5	6,5	7,4	7,4
		2022	7,9	8,3	8,5	9,5	10,7	11,7	13,7					
Чехия		2021	2,2	2,1	2,3	3,1	2,9	2,8	3,4	4,1	4,9	5,8	6,0	6,6
		2022	9,9	11,1	12,7	14,2	16,0	17,2	17,5					
Швейцария		2021	-0,5	-0,5	-0,2	0,3	0,6	0,6	0,7	0,9	0,9	1,2	1,5	1,5
		2022	1,6	2,2	2,4	2,5	2,9	3,4	3,4					
Бразилия		2021	4,6	5,2	6,1	6,8	8,1	8,3	9,0	9,7	10,3	10,7	10,7	10,1
		2022	10,4	10,5	11,3	12,1	11,7	11,9	10,1					
ЮАР		2021	3,2	2,9	3,2	4,4	5,2	4,9	4,6	4,9	5,0	5,0	5,5	5,9
		2022	5,7	5,7	5,9	5,9	6,5	7,4	7,8					
Мексика		2021	3,5	3,8	4,7	6,1	5,9	5,9	5,8	5,6	6,0	6,2	7,4	7,4
		2022	7,1	7,3	7,5	7,7	7,7	8,0	8,2					
Индонезия		2021	1,6	1,4	1,4	1,4	1,7	1,3	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9
		2022	2,2	2,1	2,6	3,5	3,6	4,4	4,9					

* Harmonized Index of Consumer Price (Eurostat).

** Personal Consumption Expenditure Price Index.

Коллектив авторов

Швандар Кристина Владимировна, руководитель Центра Перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов НИФИ

Черкасов Всеволод Юрьевич, сотрудник Центра Перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов НИФИ

Данный информационно-аналитический обзор представляет собой результат работы сотрудников Научно-исследовательского финансового института. Содержание доклада отражает мнения коллектива авторов, которые могут не совпадать с официальной позицией Научно-исследовательского финансового института и Министерства финансов Российской Федерации.