

Трансформация роли регуляторов финансового рынка: постановка исследовательской задачи

Мария Александровна Михайлова, исполнительный директор Национальной платежной ассоциации, г. Москва
E-mail: mihailova@paymentcouncil.ru

Андрей Владимирович Обычный, директор по стратегии Национальной платежной ассоциации, г. Москва
E-mail: avo@paymentcouncil.ru

Кристина Владимировна Швандар, д. э. н., руководитель Центра перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов НИФИ Минфина России, г. Москва
E-mail: shvandar@nifi.ru, ORCID: 0000-0001-9946-5681

Аннотация

Быстро формирующаяся новая социально-экономическая реальность и не успевающие за ней научные исследования в области экономической теории привели к тому, что до настоящего момента не сложилась система объективных экономических критериев, позволяющих проводить оценку соответствия решений, принимаемых регуляторами различных стран мира при осуществлении своих функций, в частности в таких сферах, как платежные услуги или выход на финансовый рынок компаний из других секторов экономики (BigTech и пр.), характеру происходящих рыночных изменений, а также основополагающим целям и задачам развития рынка и конкуренции на нем. В совокупности с кардинальной сменой роли регулирования в развитии финансового рынка это формирует широкий пласт научно-исследовательских задач.

В своей новой роли регулирование не столько выполняет функции мониторинга состояния рынка и установления границ и правил его развития, сколько стремится определять, как именно будет происходить это развитие, вплоть до выбора конкретных технологий. В рамках данной статьи обосновывается подход к исследованию изменения функций макрорегулирования как единого механизма по отношению к единому объекту, в отличие от имеющихся в научной литературе исследований в рамках отдельных сегментов или инфраструктуры финансового рынка, а также практики его регулирования. Использование в качестве примера платежного рынка связано с тем, что к настоящему моменту именно на нем в наибольшей степени можно наблюдать проявления исследуемых изменений.

Ключевые слова: регулирование, центральные (национальные) банки, системы быстрых (мгновенных платежей), розничные платежи, конкуренция на финансовом рынке, ценовое регулирование, технологии, финтех, бигтех, развитие, агенты развития, инновации

JEL: G15, G18, G21, G28

Для цитирования: Михайлова М. А., Обычный А. В., Швандар К. В. Трансформация роли регуляторов финансового рынка: постановка исследовательской задачи // Финансовый журнал. 2020. Т. 12. № 5. С. 15–29. DOI: 10.31107/2075-1990-2020-5-15-29.

DOI: 10.31107/2075-1990-2020-5-15-29

Transformation of the Role of Financial Market Regulators: Statement of the Research Problem

Mariya A. Mihailova¹

E-mail: mihailova@paymentcouncil.ru

Andrey V. Obynochny¹

E-mail: avo@paymentcouncil.ru

Kristina V. Shvandar²

E-mail: shvandar@nifi.ru, ORCID: 0000-0001-9946-5681

¹ National Payment Council, Moscow 109012, Russian Federation

² Financial Research Institute, Moscow 127006, Russian Federation

Abstract

Rapid socioeconomic development has produced a widening gap between economic theory and reality. As a result, it has become increasingly difficult to objectively assess whether financial regulatory policies adopted by nations worldwide are aligned with the fundamental objectives of stimulating financial market growth and promoting competition, and whether these policies are based on a realistic market picture. Such policy assessments have become particularly challenging for the payments industry and in regards to the regulation governing emergent financial market players from other industries (e.g. Big Tech). Coupled with the radical shift in the role of regulators themselves, this phenomenon raises a variety of scientific questions.

Over the past few years, participants in the financial industry, primarily in the payment segment around the world, have, in practice, faced changes in the approaches of central (national) banks to market regulation. In our opinion, the key change lies in the new role that regulation is acquiring: now it not only reacts to market changes by setting a regulatory framework for them, but also becomes the central source and determining instrument of market changes. In this article, we substantiate an approach to the study of the directions of changes in the functions of macroregulation as a single mechanism in relation to a single object, in contrast to the studies available in the scientific literature within the framework of individual segments or infrastructures as well as the practice of regulation. The payment market used as an example is due to the fact that, by now, it is on this market that the changes studied manifest themselves to the greatest extent

Keywords: regulation, central (national banks), instant payment systems, retail payments, financial market competition, price controls, technology, fintech, bigtech, market development, vehicles (agents) of change, innovation

JEL: G15, G18, G21, G28

For citation: Mihailova M.A., Obynochny A.V., Shvander K.V. Transformation of the Role of Financial Market Regulators: Statement of the Research Problem. *Financial Journal*, 2020, vol. 12, no. 5, pp. 15–29 (In Russ.). DOI: 10.31107/2075-1990-2020-5-15-29.

ВВЕДЕНИЕ

В течение последних нескольких лет участники финансовой индустрии, в первую очередь платежного ее сегмента, по всему миру на практике сталкиваются с изменениями в подходах центральных (национальных) банков к регулированию рынка. Ключевое, на наш взгляд, изменение заключается в новой роли, которую при этом приобретает регулирование: теперь оно не просто реагирует на рыночные изменения, задавая им нормативные рамки, но становится центральным источником и определяющим инструментом самих рыночных изменений.

Одним из наиболее ярких примеров указанной трансформации является то, как происходит повсеместное внедрение систем мгновенных или быстрых платежей (далее — СБП).

Несложно заметить, что в большинстве проектов СБП именно регуляторы выступают в роли инициаторов, а в ряде случаев даже действуют как прямые участники рынка [BIS, 2020]. Помимо Банка России такие системы развивают Европейский центральный банк (ЕЦБ) и центральные банки стран Евросоюза, Канады, Нигерии, Федеральный резерв США, Резервный банк Австралии, Банк Англии, регуляторы Саудовской Аравии и других стран. Как отметил представитель Центрального банка Венгрии, «в последнее время внедрение мгновенных платежей стало глобальной тенденцией» [Kajdi L. et al., 2019].

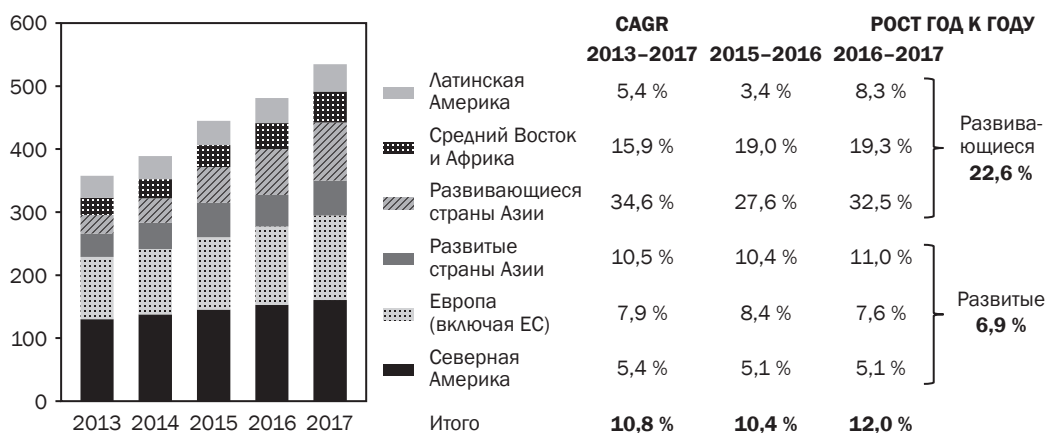
Очевидно, что одновременное исполнение одним институтом роли инициатора и надзорного органа за инициативами потенциально способно порождать конфликт интересов. Тем самым трансформация роли центральных банков как агентов развития рынка, по всей видимости, требует как минимум формирования института независимой экспертизы принимаемых регулятором решений и/или иных инструментов и мер минимизации рисков возникновения такого конфликта.

Актуальность данной задачи можно проследить на примере все тех же СБП. Необходимость их скорейшего внедрения регуляторы мотивируют различным образом. В одном случае это создание альтернативы карточным расчетам, в других — повышение финансовой доступности либо финансовой стабильности либо решение задачи цифровизации платежной отрасли, стандартизации, развития конкуренции. Несомненно, все это важно для платежной отрасли. Однако остается нераскрытым вопрос, насколько именно СБП и в особенности получающие преференции и закрепляемые (в ряде случаев как безальтернативные) при их внедрении технологии и бизнес-модели являются адекватным инструментом решения данных задач.

Кроме того, остается открытой проблема приоритизации «инновационной инициативы» регуляторов применительно к платежной отрасли. Сфера безналичных розничных платежей до сих пор — практически единственный сегмент финансового рынка, который не переживал никаких существенных сбоев, благополучно прошел через череду финансовых кризисов и иных сложных ситуаций (например, пандемию), а также много лет демонстрирует уверенный рост показателей во всем мире и значительный внутренний потенциал инновационного развития [Van der Клаар P. et al., 2018; Bansal S. et al., 2018]. Поэтому причины именно такой активности регуляторов в данном сегменте тем более требуют тщательного анализа и изучения.

Рисунок 1

Динамика числа безналичных транзакций в мире в региональном разрезе, млрд / Worldwide non-cash transactions (in billions, by region)



Примечание: CAGR — совокупный среднегодовой темп роста / Note: CAGR — Compound annual growth rate.

Источник: World Payments Report 2019. Capgemini, p. 32 / Source: World Payments Report 2019. Capgemini, p. 32.

Очевидно, данные вопросы имеют первоочередную значимость при принятии регуляторных решений, однако, как показывает практика, в отсутствие института экспертизы и прочих инструментов вряд ли они будут поставлены и объективно разрешены. Решающую роль в формировании данных инструментов, на наш взгляд, может сыграть научное сообщество, чей исследовательский интерес выполняет функцию актуализации и объективного независимого анализа социально-экономических проблем.

Крайне заинтересованы в исследовании указанных феноменов участники рынка, поскольку имеют дело с их практическими последствиями, которые не только оказывают влияние на текущую деятельность, но и в значительной степени определяют перспективу их дальнейшего существования и развития. Наибольшую значимость подобные исследования имеют для самих регуляторов, так как позволяют формировать объективную научную основу для принимаемых ими регуляторных решений.

«КОНСАЛТИНГОВЫЙ СДВИГ» И ОБЕСПЕЧЕНИЕ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ КАК ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ ТРАНСФОРМАЦИИ РОЛИ РЕГУЛЯТОРОВ

В 2010-х гг. началось активное обсуждение новой промышленной революции, а также ускоренное развитие целого ряда новых технологий (искусственный интеллект, большие данные, цифровые платформы и пр.), включая всплеск практического интереса к использованию технологии распределенных реестров, в том числе в таких формах, как создание криптовалют. В совокупности с кризисом концепций традиционного банкинга и интересом к финансовому рынку «технологических гигантов» из иных секторов экономики, а также сложностью, объемностью и скоростью одновременно происходящих социально-экономических и технологических изменений это породило целую волну попыток самых разных субъектов, в том числе экспертного сообщества, различных «фабрик мысли» (*think tanks*), представителей консалтингового сегмента фактически заниматься предсказанием будущего. Визионеры и консультанты рассказывали о драматических переменах, которые должны принести новые технологии — FinTech, RegTech, BigTech и прочие «техи», изменившееся потребительское поведение, диктующее переход к «экономике потребителя» [к примеру, см. King B., 2010; King B., 2012; King B., 2014].

В течение последовавших нескольких лет заявления о неминуемой «смерти банкинга»¹ и переходе к новой цифровой финтех-реальности, в которой роль провайдеров финансовых услуг будут играть всемогущие технологические платформы и изобретательные финтех-стартапы, которые победят банки в конкуренции за потребителя за счет непрерывного инновационного развития продуктов и сервисов, изначально воспринимавшиеся как радикальные, трансформировались в общепринятые представления о будущем отрасли, что начало находить отражение в повестке отраслевых мероприятий, деловой прессе, действиях рыночных участников и в конце концов в стратегических документах регуляторов.

Примечательно, что на фоне заявлений о «смерти банкинга» (см., напр.: [Durham K., 1992]) традиционные финансовые институты, в первую очередь банки, действительно утратили роль основной движущей силы развития отрасли; источником новых продуктовых предложений, новых моделей сервисного обслуживания, новых подходов к использованию технологий и данных стали финтех-стартапы и необанки [Блажевич А. А., Рябченко А. А., 2018]. Одновременно банки столкнулись с кризисом понимания своей роли и своего будущего, ужесточением банковского регулирования и нехваткой ресурсов²

¹ Современная банковская система со временем «умрет», а ее место займет одноуровневая система, в которой клиенты будут открывать счета в Центральном банке напрямую, считает глава Сбербанка Герман Греф. URL: <https://ria.ru/20160521/1437470618.html>.

² URL: <https://www.bis.org/review/r200803j.htm>; URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/special/html/ecb.fsrart201911_01~81377050be.en.html.

для осуществления ускоренного внедрения инноваций и цифровизации. Начиная примерно с 2012 г. проблематика «слабого потенциала генерирования банками доходов» является постоянно обсуждаемой проблемой ЕЦБ [Constâncio V., 2016; Andreeva D. et al., 2019; De Guindos L., 2020]. Исследование Accenture [McIntyre A. et al., 2019], проведенное среди банков в 21 стране мира, показало, что половина кредитных организаций пока не готовы к цифровизации по предлагаемым им сценариям. С одной стороны, компании частного сектора финансового рынка, находясь в прямом контакте с потребителем, понимали, что изменения его поведения происходит эволюционно и не столь драматическим образом, как это представляют визионеры; изменения в рамках цифровизации нужны, но, вероятно, не те и не с той скоростью, как это предлагают делать консультанты. С другой стороны, банки не имели необходимого запаса ресурсов, чтобы выступить локомотивом практической реализации цифровизации в понимании визионеров.

Меняющийся социально-экономический контекст актуализировал проблематику изменения роли, функций и методов деятельности центральных (национальных) банков и в первую очередь поставил вопрос о цели и средствах достижения регуляторами обеспечения финансовой стабильности [Carstens A., 2019; Mersch Y., 2019; Kuroda H., 2019; Романовская Е. В. и др., 2018; He D. et al., 2017]. Как отмечалось в резюме круглого стола по «цифровому сдвигу» на финансовых рынках Организации экономического развития и сотрудничества, «регулирование имеет важное значение для создания равных условий для обеспечения честной конкуренции, но может препятствовать инновациям. Следовательно, регулирование должно быть тщательно продумано, чтобы сбалансировать компромисс между финансовой стабильностью и инновациями»³. Пример набирающих обороты криптобирж и бум проведения ICO⁴ служили подтверждением тезиса «экспертов по будущему» о том, что единственная верная стратегия — это упреждающие действия регуляторов, включая опережающее внедрение новых технологий. Так, эксперты консалтинговой компании Accenture отмечали в своем отчете, что «по мере того, как европейские банки взвешивают эти варианты, конкурентная угроза со стороны глобальных технологических гигантов растет с каждым днем. Так что нельзя терять время. Идея ясна: действуйте сейчас — пока не поздно. Свяжитесь с нами, чтобы узнать, чем мы можем помочь» [Agarwal S. et al., 2019].

Недостаток научных исследований и теоретических обобщений в экономической теории, соответствующих новой реальности, привел к тому, что регуляторы, отвечающие за рынок в целом, оказались не только без целостного представления о регулируемом рынке, закономерностях его динамики, но и без инструментов [Mersch Y., 2019] — как для того, чтобы стимулировать банки быстрее внедрять инновации (что стало актуальным перед лицом прогнозируемой «смерти банкинга»), так и для того, чтобы управлять предпринимательской активностью по освоению финансовой сферы компаниями нефинансового сектора (BigTech, блокчейн-проекты). Последнее формировало угрозу накопления системных рисков, оценить которые с текущими компетенциями центральных банков не представлялось возможным. «...Нашим возможностям по осуществлению надзора угрожают новые участники банковского сектора. Я говорю о финтех-компаниях и крупных технологических компаниях, а также о важных сторонних поставщиках, таких как облачные сервисы...

³ *Executive Summary of the roundtable on Digital Disruption in Financial Markets. Annex to the Summary Record of the 131st Meeting of the Competition Committee held on 5–7 June 2019.* URL: [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/M\(2019\)1/ANN4/FINAL/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/M(2019)1/ANN4/FINAL/en/pdf).

⁴ URL: <https://www.rvc.ru/press-service/media-review/venture/111310/>; URL: <https://vc.ru/crypto/24383-ico-faq>; URL: [https://www.tadviser.ru/index.php/%D0%A1%D1%82%D0%B0%D1%82%D1%8C%D1%8F:ICO_\(Initial_%D0%A1oin_Offering\)](https://www.tadviser.ru/index.php/%D0%A1%D1%82%D0%B0%D1%82%D1%8C%D1%8F:ICO_(Initial_%D0%A1oin_Offering)); URL: <https://techcrunch.com/2020/08/03/is-the-2020-spac-boom-an-echo-of-the-2017-ico-craze/>.

мы должны спросить себя: могут ли эти новые игроки войти в финансовый сектор, не входя в сферу надзора?» [Wuermeling J., 2020].

Таким образом, регуляторы, оказавшись в ситуации, когда, с одной стороны, они обязаны гарантировать финансовую стабильность, а с другой стороны, лишены каких-либо способов для построения собственной картины будущего на фоне интенсивного развития технологий при дефиците научных и методологических подходов (что существенно усложняет как проведение анализа и оценки рисков, так и подбор соответствующих инструментов управления ими), выбрали в качестве основы для собственных действий картину и принципы, предлагаемые сообществом в области ИТ-консалтинга. Прогнозы о будущем финансовой системы и о том, какие действия необходимо предпринимать, начали строиться на основании анализа преимущественно технологической составляющей. Результатом данной совокупности факторов, которую можно охарактеризовать как «консалтинговый сдвиг», когда определенный набор «идей развития» был воспринят не частным сектором, а регуляторами, стало фактически безусловное принятие приоритета технологической повестки, а диджитализации — как абсолютного блага и самооценности.

ИЗМЕНЕНИЕ РЕГУЛЯТОРНОГО ПОДХОДА И РОЛИ РЕГУЛЯТОРА: ОТ АРБИТРА К АГЕНТУ РАЗВИТИЯ

Исторически роль регулятора заключалась в том, чтобы выступать своего рода арбитром, призванным в ходе происходящих рыночных изменений регулировать баланс интересов отдельных участников рынка, интересов рынка, социальных интересов и задач государства и т. п. Такое регулирование можно условно назвать реактивным, и на определенном этапе регуляторы во всем мире пришли к выводу, что оно неэффективно, так как не успевает за происходящими изменениями.

В рамках процессов диджитализации инновации частного сектора начали восприниматься регуляторами иначе, чем раньше. Ранее они оценивались как предпринимательский ответ на преодоление «тонких мест» в существующих способах оказания услуг, служащий развитию рынка, за которым следует наблюдать, а затем ввести в регуляторные рамки. Теперь же они начали рассматриваться в качестве угрозы⁵.

Дальнейшее обсуждение необходимости перехода к проактивному регулированию, по всей видимости, и спровоцировало наблюдаемый в настоящее время сдвиг — регуляторы взяли на себя функцию центрального агента развития. Невозможность заранее сконструировать механизмы, которые позволяли бы реагировать на события в будущем в силу их непредсказуемости, с одной стороны, и необходимость действовать «здесь и сейчас», с другой стороны, привели к тому, что регулирование из позиции «наблюдатель изменений» перешло к позиции «создатель изменений»⁶. Соответствующим образом трансформировалось видение регулятором собственных задач и вопросов развития рынка: теперь нужно решать не «кто может или не может», а кто «будет или не будет» рыночным участником, не «могут или не могут предоставляться какие-либо продукты и сервисы», а «какие продукты и сервисы должны быть предоставлены», какие рыночные инфраструктуры нужны, на основе каких принципов и механизмов они будут сформированы, каковы потребности конечных потребителей услуг.

⁵ «Такие проекты, как Libra, являются “тревожным сигналом” и указывают на явный пробел “для дешевых, быстрых и удобных платежей”», — сказал в видеообращении к участникам конференции Валдис Домбровскис, вице-президент Европейской комиссии. URL: https://www.ecb.europa.eu/paym/intro/mip-online/2020/html/2001_retail_payments.en.html.

⁶ URL: https://www.ecb.europa.eu/paym/intro/mip-online/2020/html/2001_retail_payments.en.html; URL: <https://www.accenture.com/us-en/insights/blockchain/evolution-money>; URL: <https://www.ecb.europa.eu/paym/integration/retail/ecb/html/index.en.html>.

В частности, если судить по материалам Европейского центрального банка [ECB, 2019a; ECB, 2019b; Sœuré B., 2019], регулирование должно:

— реализовывать определенную регулятором стратегию развития рынка в расширенном понимании, считая заложенные в ее основу ценности как базовые и более значимые, чем экономическая целесообразность для банков и других участников рынка. Платежная инфраструктура должна формироваться не за счет экономически обоснованной реализации собственных бизнес-стратегий различных участников рынка, а на основе абсолютной ценности ряда принятых регулятором принципов. «Рынок» для европейского регулятора — это более не рынок участников и их продуктов, а сконструированная регулятором модель конечного потребителя;

— иметь приоритетом интересы конечного потребителя. Регулятор активно опосредует эти интересы, формируя за потребителя его принципы и приоритеты. Маркетинговые исследования, рыночные механизмы работы с формированием спроса и предпринимательским поиском отходят на второй план.

С этой точки зрения представляет интерес проведенное в августе 2019 г. исследование отношения голландских потребителей к сервисам небанковских провайдеров платежных услуг, которые стали возможны в рамках PSD2 [Kajdi L. et al., 2019]. Исследование показало, что потребители предпочитают обслуживание в традиционных банках и не готовы ни делиться своими данными с новыми участниками платежного рынка (финтех- и бигтех-компаниями), ни предоставлять им доступ к своим счетам.

ЦЕНТРАЛЬНЫЕ БАНКИ КАК АГЕНТЫ РАЗВИТИЯ

Новое понимание регуляторами своей роли привело к тому, что они взяли на себя ту функцию, которую ранее выполняла предпринимательская инициатива в качестве инструмента развития рынка [Миркин Я. М., 2011]. При этом очевидно, что в силу своего положения, задач и организации регуляторы, в отличие от предпринимателей, не могут действовать в поисковом режиме, исследуя рыночные возможности, создавая и апробируя большое число способов их использования в виде новых технологий и бизнес-моделей, не имеют возможности рисковать ресурсами на неудачные попытки. Как следствие, в силу недоступности «изобретательства» регуляторы вынуждены прибегать к заимствованию готовых модельных конструкций с их точки зрения «правильно» или «эффективно» устроенного рынка, в которые административным образом помещать всех рыночных участников⁷.

Административный (в противовес предпринимательскому) способ развития рынка привел к трансформации образа действий регуляторов.

1. *Отбор и регулирование определенных технологий и бизнес-моделей — вместо создания регуляторных рамок для любых технологий и бизнес-моделей.*

Развитие технологий воспринимается регуляторами в качестве одного из основных потенциальных источников создания рисков финансовой стабильности, а связанное с ним усложнение цепочек оказания, например, платежных услуг и многообразие бизнес-моделей на фоне неопределенного и непредсказуемого будущего обсуждается регуляторами

⁷ В частности, Банк международных расчетов в своем ежегодном докладе пишет: «Частный сектор может предложить инновации, изобретательность и творческий подход для лучшего обслуживания клиентов, но история показывает, что услуги частного сектора процветают на прочной основе центрального банка. Независимо от того, продвигает ли он функциональную совместимость, устанавливает стандарты или выравнивает конкурентное поле, есть веские аргументы в пользу того, что государственный сектор играет определенную роль... Цель состоит в том, чтобы обеспечить домохозяйствам и предприятиям доступ к безопасным и эффективным способам оплаты. Центральные банки сами могут выбирать, что они будут в авангарде инноваций, не в последнюю очередь при прямом предоставлении услуг населению в целом». BIS Annual Economic Report 2020. URL: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e3.htm>.

как серьезный вызов, ставящий под сомнение как существование банковской системы, так и возможность осуществлять регуляторные функции⁸.

Ограничивать на уровне нормативных актов бизнес-модели представляется возможным (в качестве примера можно привести письмо Банка России в отношении пополнения транспортных карт⁹), но формулировать в них регулирование технологических процессов крайне сложно. Способом преодолеть эту проблему стал переход от регулирования множества сторонних проектов и решений к замещению их собственными/подконтрольными регулятору решениями. Таким образом, регуляторы получили возможность в прямом смысле управлять технологиями — став фактическими руководителями проектов [Brainard L., 2020; Lowe P. A., 2019]. Например, представители Центрального банка Венгрии в статье о внедрении быстрых платежей в стране отмечают: «Мы считаем, что Центральный банк Венгрии решил эту проблему эффективно и уникально, в основном за счет обеспечения мгновенных платежей в обязательном порядке по закону» [Kajdi L. et al., 2019].

Розничная платежная инфраструктура, которая формировалась ранее за счет реализации множеством участников рынка собственных бизнес-моделей и стратегий развития, становится предметом национального или наднационального проектирования. И то, что проекты регулятора являются конкурентами имеющихся (или потенциально могущих появиться) решений рыночных участников, воспринимается тем же регулятором не как угроза конкуренции, а скорее как барьер, который нужно преодолеть. К примеру, Банк России отмечает: «...представители ЕЦБ высказывают опасения, связанные с развитием TIPS. Это обусловлено тем, что на рынке присутствует ряд крупных участников рынка в сфере платежей (например, PayPal), которые занимают существенную долю рынка благодаря удобному набору платежных инструментов и их поддержке многими участниками рынка в качестве расчетной системы, что требует более активного продвижения иных инфраструктурных инициатив» [Банк России, 2018].

2. Активизация использования ценового регулирования, установление «справедливых цен» на платежные услуги как регуляторный инструмент.

Реализуя собственные проекты, регуляторы получают возможность не только управлять ими через установление правил доступа к ним внешних компаний (действующих участников рынка, компаний из других секторов экономики), но также и устанавливать любые цены, поскольку в отличие от коммерческих компаний в рамках проектов они не связаны требованиями экономической целесообразности.

При этом, так как до настоящего времени не разработано каких-либо общепризнанных методов оценки ценообразования на платежные услуги (и, шире, — финансовые услуги), регуляторное воздействие на цены часто мотивируется различными оценочными критериями: «справедливости», обеспечения «равного доступа», «ниже, чем в других платежных системах» и пр.

Установление цен на услуги в рамках проектов регуляторов можно рассматривать как косвенный механизм ценового регулирования, влияние которого на рынок еще предстоит изучать. Рыночные механизмы установления цен все более подвергаются сомнению как недостаточно «эффективные». Однако в итоге регуляторного воздействия ценовая конкуренция разрушается, поскольку невозможно конкурировать с ценой, установленной вне экономической логики.

3. Пересмотр понятия конкуренции и методологии управления конкуренцией, «независимые» инфраструктурные проекты регуляторов в качестве упреждающих мер минимизации риска монополизации рынка доминирующими игроками.

⁸ URL: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp171012_1.en.html.

⁹ Запрет на пополнение наличными неперсонифицированных электронных кошельков не затрагивает транспортные и школьные карты / Банк России, 2020. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=7989>.

Трансформация отрасли — финансовых услуг, цепочек их оказания, рыночного участия и потребительского поведения — трансформирует и характер рыночной конкуренции. Регуляторы столкнулись с необходимостью поиска новой методологии определения границ рынка, предмета конкуренции (что должно быть в фокусе внимания: конкуренция способов оплаты (условно: «карточные-бескарточные»), конкуренция между участниками рынка, конкуренция за потребителя), достаточности или недостаточности развития конкуренции и т. п.

При этом регуляторы разных стран мира в своих документах отмечают, что платежные услуги сами по себе имеют внутренние механизмы, преследующие целью монополизацию рынка [Claessens S. et al., 2003; Kajdi L. et al., 2019]. Некоторые отмечают фактически сложившуюся рыночную олигополию, а также все констатируют тот факт, что обсуждать, а тем более развивать конкуренцию в условиях формирования двусторонних цифровых платформ, имеющих множественные сетевые эффекты (платежные системы относятся большинством регуляторов именно к этому типу) — задача крайне сложная и не имеющая на сегодня однозначного решения.

Важным является тот факт, что собственные проекты регуляторы не рассматривают в контексте наличия возможных механизмов монополизации, позиционируя, например, создаваемые системы быстрых платежей как «независимую» инфраструктуру, а также как способ «координации участников рынка» или как механизм развития конкуренции. Созданные под эгидой регуляторов системы и инфраструктуры не рассматриваются ими в качестве одного из факторов общего конкурентного поля.

Регуляторы, приняв на себя роль агентов развития, переносят по аналогии на все большее число различных сегментов финансового рынка, в том числе на платежный, исполнение своей роли выступать в качестве «банка банков» или быть «кредитором последней инстанции». Можно предположить, что, распространяя принцип двухуровневой системы в те сегменты, в которых ранее регулятор только прямо или косвенно осуществлял надзор или вообще не присутствовал (например, розничные расчеты, применение финансовых технологий), регуляторы рассматривают собственные проекты в том числе и в качестве инструмента минимизации риска антиконкурентного влияния доминирующих участников рынка. В определенном смысле создание собственных проектов, управление ими и их регулирование становится основным механизмом управления конкуренцией¹⁰.

4. Кризис доверия частным стандартам, инициативам и инновациям. Регуляторная «песочница» как механизм контроля инноваций.

ЕЦБ обеспокоен потерей контроля и стратегического влияния на европейский платежный рынок в условиях, когда все большее распространение получают стандарты, принадлежащие частным компаниям, охраняемые интеллектуальными правами, а также выработанные в рамках профессиональных объединений частных компаний.

Частные стандарты представляются зоной риска для регуляторов разных стран — даже несмотря на то, что они обеспечивают, по признанию самих же регуляторов, надежное и универсальное обслуживание клиентов. С их позиций необходимы национальные стандарты, которые автоматически приравниваются по смыслу к «государственным». Также часть регуляторов считает, что имеет право на жизнь стандарт ISO.

Выработка подходов к стандартизации и процесс их нормативного закрепления, в том числе обязательности использования, — ключевой вопрос ближайшего времени, в том числе и в таких сферах, как открытые API, технологии распределенных реестров, цифровые валюты центральных банков.

¹⁰ См., например, «Комплекс мер по развитию конкуренции на финансовом рынке». URL: http://www.cbr.ru/content/document/file/90556/consultation_paper_191125.pdf, с. 35.

Локальные инновации, или, иначе, предпринимательская инициатива, в сфере платежных услуг — еще один аспект, который регуляторы выделяют как проблему в стандартизации. Нагляднее всего это проявляется в Евросоюзе, где ЕЦБ считает неправильной и недопустимой всякого рода локализацию в едином пространстве SEPA. Инновации также должны быть унифицированными и становиться доступными сразу всем конечным потребителям¹¹.

Регуляторные «песочницы» в финансовой сфере — еще один из активно развивающихся механизмов контроля предпринимательской инициативы, который указывает на уход в прошлое того понимания механизмов рыночного развития, которое было сформировано до наступления «консалтингового сдвига». С одной стороны, этот механизм призван поддерживать новые технологические и организационные решения, не укладывающиеся в действующую регуляторику. С другой — по сути является механизмом согласования идей, что явно противоречит смыслу предпринимательского подхода.

Таким образом, стандартизация и регуляторная «песочница» становятся механизмами допуска инноваций на рынок.

ПРОБЛЕМЫ, ТРЕБУЮЩИЕ ТЕОРЕТИЧЕСКОГО ОБОСНОВАНИЯ И ПРАКТИЧЕСКИХ РЕШЕНИЙ

Происходящие в действиях регуляторов изменения безусловно требуют всестороннего анализа и изучения, тем более что практический опыт показывает недостаточность качественных научных и экспертных заключений, которые должны лежать в основе принимаемых регуляторами решений и их деятельности в сфере развития того или иного рыночного сегмента, цифровизации финансового сектора и в целом — адекватного ответа на изменяющийся социально-экономический контекст.

Заинтересованными в построении целостной картины финансового рынка, определении его границ и факторов, влияющих на динамику его развития, являются сегодня все стороны. Это и участники рынка (действующие и потенциальные), поскольку регуляторы прямо влияют на возможности и стратегии их развития. При этом участникам рынка необходимо выстраивать новую платформу для диалога с регуляторами, реализующими собственные проекты развития.

Это и регуляторы, которые, выполняя роль агентов развития, должны быть заинтересованы в изменении механизмов анализа и оценки их деятельности, в формировании внешней экспертизы. Такая экспертиза должна давать ответы на вопросы о возможных последствиях, в том числе в части финансовой стабильности, если, к примеру, принятые технологические или проектные решения регуляторов окажутся неверными или обстоятельства сложатся таким образом, что они не смогут далее выполнять роль агентов развития. Возможность потерпеть крах является неотъемлемой составляющей любой предпринимательской инициативы. И собственно, сами регуляторы наработали достаточно инструментов для недопущения системного риска в таких случаях. Как именно нивелировать потенциальные неудачи в проектах самих регуляторов, выступающих агентами развития, вопрос пока остается открытым.

В международной дискуссии центральных банков достаточно активно обсуждаются вопросы «нового контроля» и «новой прозрачности» деятельности регуляторов. Например, как отметил в своем выступлении генеральный директор компании BIS: «...очевидно, что чем шире миссия центральных банков, тем сильнее аргументы в пользу повышения

¹¹ «Европейская платежная инициатива — ответ на этот призыв. Она направлена на замену национальных схем для карточных, онлайн- и мобильных платежей единой картой и цифровым кошельком, которые можно использовать по всей Европе, тем самым устраняя существующую фрагментацию». URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200702~214c52c76b.en.html>.

прозрачности и подотчетности. Более того, возросшая сложность миссии центральных банков вынуждает их активизировать свои усилия по развитию необходимого технического и человеческого потенциала для решения соответствующих проблем» [Carstens A., 2019].

Иллюстрацией запроса на построение новых инструментов экспертизы решений регуляторов, а также на необходимость новой платформы для диалога с ними могут служить примеры проведения исследований, инициированных регуляторами по оценке реализованных ими проектов, и интерпретаций их результатов регуляторами вместе с экспертным сообществом¹².

Подводя итоги проведенного анализа, перечислим основные вопросы, требующие, на наш взгляд, первоочередного внимания со стороны международного научного сообщества.

1) Разработка методологии определения границ платежного рынка и отдельных его сегментов, подходов к структурированию рынка как набора взаимосвязанных сегментов и сложных отношений внутри цепочек оказания финансовых, в том числе платежных, услуг.

Отсутствие общепринятой целостной картины финансового рынка, которая бы отражала сложное устройство внутренних взаимосвязей между различными его сегментами, на наш взгляд, является одной из главных причин «мозаичного» характера видения рынка регуляторами, продиктованного узкими задачами развития отдельных направлений и решения отдельных проблем.

Наглядный пример — ситуация с европейскими банками (которым регулятор, ограничивший размер комиссионного вознаграждения, советует наращивать доходы от комиссионного вознаграждения), описанная выше. Меняется субъектный состав участников финансового рынка, одни и те же институты начинают выполнять все больше ролей в цепочках оказания финансовых, в том числе платежных, услуг — все эти изменения требуют актуальных исследований и обсуждений с профессиональным и экспертным сообществом;

2) Оценка влияния на конкуренцию участия регулятора на рынке, поддержки регулятором отдельных технологий и проектов, создания им «национальных инфраструктур» как метода борьбы с монополизацией рынка «платформами».

Вероятно, «инновационный толчок» со стороны регулятора в краткосрочном плане может привести к существенным качественным изменениям на платежном рынке. Однако в настоящий момент отсутствуют общепринятые методики оценки долгосрочного влияния решений регулятора на рынок, которые могли бы использоваться в качестве базы для принятия этих решений. Будут ли способствовать выбранные регуляторами стратегии дальнейшему поступательному развитию платежного рынка или рынок станет монополией набора «инфраструктур», как трансформируется рыночное участие, и будет ли место на рынке для предпринимателей, каким будет развитие платежных инструментов и услуг в условиях жесткого контроля предпринимательской инициативы — на все эти вопросы пока невозможно дать ответ;

3) Исследование ценового регулирования как инструмента развития рынка.

Наблюдающаяся в разных странах мира активизация использования центральными банками ценового регулирования сталкивается с отсутствием критериев оценки адекватности его применения как инструмента развития рынка. В риторике, сопутствующей таким регуляторным решениям, часто используются как самоочевидные и не требующие обоснования понятия «справедливых цен», «социального блага» и т. п. Отсутствие объективных критериев оценки ценообразования не позволяет вести аргументированный диалог, в результате чего часто обсуждения заходят в тупик, а решения принимаются без учета возможных негативных последствий для отрасли.

¹² URL: <https://medium.com/paymentregulation/dif2007311-123941ddb2fe>.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В настоящей статье мы постарались показать, что наблюдающаяся в настоящий момент серьезная трансформация регулирования во всем мире требует пристального внимания со стороны научного сообщества. В научных трудах необходимо не только зафиксировать происходящие изменения, определить назревшие проблемы, но и предложить направления их изучения, а также пути решения. По нашим наблюдениям, на современном этапе развития исследования по рассматриваемой проблематике проводятся по большей части самими регуляторами, что может приводить к перекосам как в постановке исследовательских задач, так и в интерпретации результатов.

Целый ряд факторов, из которых в качестве основных мы выделили два: феномен, условно названный нами «консалтинговым сдвигом», а также ответственность за сохранение финансовой стабильности в условиях стремительных технологических трансформаций, привели к тому, что регуляторы финансового рынка начали применять проактивный подход к регулированию, переходя от определения того, что можно или нельзя делать участникам рынка, к определению того, как должно быть.

Логика проактивного подхода к регулированию, с нашей точки зрения, приводит финансовых регуляторов к принятию на себя роли агентов развития, которой присущ ряд характерных признаков, а именно:

- отбор и регулирование определенных технологий и бизнес-моделей вместо создания регуляторных рамок для любых технологий и бизнес-моделей;
- активизация использования ценового регулирования, установление «справедливых цен» на платежные услуги в качестве регуляторного инструмента;
- пересмотр понятия конкуренции и методологии управления конкуренцией, «независимые» инфраструктурные проекты регуляторов как ответ на угрозу роста монополизации отрасли;
- кризис доверия частным стандартам, инициативам и инновациям.
- создание механизма контроля инноваций (регуляторная «песочница»).

Происходящая на наших глазах трансформация роли регуляторов финансового рынка по сути является современным вызовом научному сообществу, ставя на повестку дня широкий перечень проблем и вопросов. Высокая скорость изменений как самого финансового рынка, так и практики его регулирования предъявляет новые требования к скорости научного осмысления происходящих изменений, позволяющего формировать основу для принятия регуляторных решений и взаимодействия регуляторов с участниками рынка.

Очевидно, что диапазон исследований существенно шире, чем предлагаемые нами три направления (обновление содержания понятия финансового рынка; влияние на рынок реализации регуляторами роли агентов развития и ценовое регулирование в качестве инструмента развития). Безусловно, требуют своего внимания и такие направления исследований, как:

- экономический смысл и применимость в регулировании рынка таких понятий, как справедливость, открытость и т. п., относящихся скорее к морально-этическим категориям, но все чаще используемых в качестве обоснования необходимости регуляторного воздействия;
- риски, связанные с реализацией административного способа развития, а также с вероятным превращением регуляторов финансового рынка в цифровые платформы, исключительно на которых могут существовать участники рынка;
- конфигурация финансовой системы в условиях новой промышленной революции и механизмов цифровизации и многие другие.

Список источников

- Блажевич А. А., Рябченко А. А. Необанк как новое направление финансовых инноваций в Российской Федерации // Вестник Института экономических исследований. 2018. № 4 (12). С. 160–168.
- Краткий обзор европейского платежного пространства / Банк России, 2018. URL: <https://www.cbr.ru/Content/Document/File/59839/ObzSEPA.pdf>.
- Миркин Я. М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: Geleos, 2011. 480 с.
- Романовская Е. В., Андрияшина Н. С., Бакулина Н. А. и др. Деятельность центральных банков на мировом финансовом рынке // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2018. Т. 8. № 10А. С. 189–195.
- Agarwal S., Kotthaus-Krahmer B., Mallick A. Open Banking + Instant Payments: Go-time for Europe / Accenture, 2019. URL: <https://www.accenture.com/us-en/insights/banking/open-banking-instant-payments-go-time-europe>.
- Andreeva D., Grodzicki M., Móré C. et al. Euro area bank profitability: where can consolidation help? / Financial Stability Review. European Central Bank, 2019. С. 107–116. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr201911~facad0251f.en.pdf>.
- Bansal S., Bruno P., Denecker O. et al. Global payments 2018: A dynamic industry continues to break new ground / Global Banking Practice. McKinsey & Company, 2018. URL: <https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/industries/financial%20services/our%20insights/global%20payments%20expansive%20growth%20targeted%20opportunities/global-payments-map-2018.ashx>.
- BIS Annual Economic Report, June 2020. URL: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e.pdf>.
- Brainard L. The Future of Retail Payments in the United States: a speech at the FedNow Service Webinar, Washington, DC (via webcast), August 06, 2020. URL: <https://ideas.repec.org/p/fip/fedgsq/88524.html>.
- Card payments in Europe – Current landscape and future prospects: a Eurosystem perspective / ECB, 2019a. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pubbydate/2019/html/ecb.cardpaymentsineu_currentlandscapeandfutureprospects201904~30d4de2fc4.en.html.
- Carstens A. The new role of central banks / BIS, 2019. URL: <https://www.bis.org/speeches/sp190314.pdf>.
- Claessens S., Dobos G., Klingebiel G. et al. The growing importance of networks in finance and its effects on competition. Innovations in financial and economic networks. Cheltenham: Elgar, 2003. С. 110–135.
- Cœuré B. Towards the retail payments of tomorrow: a European strategy / ECB, 2019. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp191126~5230672c11.en.html>.
- Constâncio V. Challenges for the European banking industry / ECB, 2016. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160707_1.en.html.
- De Guindos L. Building the Financial System of the 21st Century / ECB, 2020. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200722~338ac4a611.en.html>.
- Durham K. The Death of Banking. In: The New City. Economics Today. London: Palgrave, 1992. P. 66–94. URL: https://doi.org/10.1007/978-1-349-21913-1_4.
- He D., Leckow R., Haksar V. et al. Fintech and Financial Services / IMF Staff Discussion Notes, 2017. URL: https://www.elibrary.imf.org/doc/IMF006/24364-9781484303771/24364-9781484303771/Other_formats/Source_PDF/24364-9781484303818.pdf.
- Implications of digitalisation in retailpayments for the Eurosystem’s catalyst role / ECB, 2019b. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.implicationsdigitalisationretailpayments201907~d0a6f7abca.en.pdf>.
- Kajdi L., Takács K., Varga L. Instant payments in Hungary – Central Bank’s role in the development / ECB, 2019. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20191126_payments_conference/academic_paper_kajdi.pdf.
- King B. Bank 2.0: How Customer Behavior and Technology Will Change the Future of Financial Services. Singapore: Marshall Cavendish Reference, 2010.
- King B. Bank 3.0: Why banking is no longer somewhere you go, but something you do. Singapore: Marshall Cavendish Business. 2012.
- King B. Breaking Banks: The Innovators, Rogues, and Strategists Rebooting Banking / Wiley, 2014.
- Kuroda H. Payments Innovations and the Role of Central Banks: Addressing Challenges Posed by Stablecoins. Speech at the Symposium for the 35th Anniversary of the Center for Financial Industry Information Systems / Bank of Japan, December 4, 2019. URL: <https://www.bis.org/review/r191204c.pdf>.
- Lowe P. A Payments System for the Digital Economy / Reserve Bank of Australia, 2019. URL: <https://www.rba.gov.au/speeches/2019/pdf/sp-gov-2019-12-10.pdf>.
- McIntyre A., Skan J., Leruste C. et al. Caterpillars, butterflies, and unicorns: Does digital leadership in banking really matter? / Accenture, 2019. URL: https://www.accenture.com/_acnmedia/PDF-102/Accenture-Banking-Does-Digital-Leadership-Matter.pdf.
- Mersch Y. The changing role of central banking / ECB, 2019. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190204~fc6f950d31.en.html>.

Van der Knaap P., De Vries T., Boesenach E. World Cash Report 2018 / Payments Advisory Group, 2018. URL: <https://cashesentials.org/app/uploads/2018/07/2018-world-cash-report.pdf>.

Wuermeling J. The European financial market after Brexit / BIS, 2020. URL: <https://www.bis.org/review/r200312c.htm>.

Поступила в редакцию 17 августа 2020 г.
Принята к публикации 23 октября 2020 г.

References

Andreeva D., Grodzicki M., Móri C. et al. (2019). Euro area bank profitability: where can consolidation help? Financial Stability Review. European Central Bank, pp. 107–116. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr201911~facad0251f.en.pdf>.

Agarwal S., Kotthaus-Krahmer B., Mallick A. (2019). Open Banking + Instant Payments: Go-time for Europe. Accenture. Available at: <https://www.accenture.com/us-en/insights/banking/open-banking-instant-payments-go-time-europe>.

BIS (2020). Annual Economic Report. June. Available at: <https://www.bis.org/pub/arpdf/ar2020e.pdf>.

Bank of Russia (2018). Brief Review on European Payments Landscape (In Russ.). Available at: <https://www.cbr.ru/Content/Document/File/59839/ObzSEPA.pdf>.

Bansal S., Bruno P., Denecker O. et al. (2018). Global payments 2018: A dynamic industry continues to break new ground. Global Banking Practice. McKinsey & Company. Available at: <https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/industries/financial%20services/our%20insights/global%20payments%20expansive%20growth%20targeted%20opportunities/global-payments-map-2018.ashx>.

Blazhevich A.A., Ryabchenko A.A. (2018). Neobank as a New Direction of Financial Innovations in the Russian Federation. *Vestnik Instituta ekonomicheskikh issledovanii — Institute for Economic Research Bulletin*, no. 4 (12), pp. 160–168 (In Russ.).

Brainard L. (2020). The Future of Retail Payments in the United States: a speech at the FedNow Service Webinar, Washington, DC (via webcast). August 06. Available at: <https://ideas.repec.org/p/fip/fedgsq/88524.html>.

Carstens A. (2019). The new role of central banks. BIS. Available at: <https://www.bis.org/speeches/sp190314.pdf>.

Claessens S., Dobos G., Klingebiel G. et al. (2003). The growing importance of networks in finance and its effects on competition. Innovations in financial and economic networks, Cheltenham: Elgar, pp. 110–135.

Cœuré B. (2019). Towards the retail payments of tomorrow: a European strategy. ECB. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp191126~5230672c11.en.html>.

Constâncio V. (2016). Challenges for the European banking industry. ECB. Available at: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160707_1.en.html.

De Guindos L. (2020). Building the Financial System of the 21st Century. ECB. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200722~338ac4a611.en.html>.

Durham K. (1992). The Death of Banking. The New City. Economics Today, London: Palgrave, pp. 66–94.

European Central Bank (2019a). Card payments in Europe — Current landscape and future prospects: a Eurosystem perspective. Available at: https://www.ecb.europa.eu/pub/pubbydate/2019/html/ecb.cardpayment-sineu_currentlandscapeandfutureprospects201904~30d4de2fc4.en.html.

European Central Bank (2019b). Implications of digitalisation in retail payments for the Eurosystem's catalyst role. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.implicationsdigitalisationretailpayments201907~d0a6f7abca.en.pdf>.

He D., Leckow R., Haksar V. et al. (2017). Fintech and Financial Services. IMF Staff Discussion Notes. Available at: https://www.elibrary.imf.org/doc/IMF006/24364-9781484303771/24364-9781484303771/Other_formats/Source_PDF/24364-9781484303818.pdf.

Kajdi L., Takács K., Varga L. (2019). Instant payments in Hungary — Central Bank's role in the development. ECB. Available at: https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20191126_payments_conference/academic_paper_kajdi.pdf.

King B. (2010). Bank 2.0: How Customer Behavior and Technology Will Change the Future of Financial Services. Singapore: Marshall Cavendish Reference.

King B. (2012). Bank 3.0: Why banking is no longer somewhere you go, but something you do. Singapore: Marshall Cavendish Business.

King B. (2014). Breaking Banks: The Innovators, Rogues, and Strategists Rebooting Banking. Wiley.

Kuroda H. (2019). Payments Innovations and the Role of Central Banks: Addressing Challenges Posed by Stablecoins. Speech at the Symposium for the 35th Anniversary of the Center for Financial Industry Information Systems. Bank of Japan, December 4. Available at: <https://www.bis.org/review/r191204c.pdf>.

Lowe P. (2019). A Payments System for the Digital Economy. Reserve Bank of Australia. Available at: <https://www.rba.gov.au/speeches/2019/pdf/sp-gov-2019-12-10.pdf>.

McIntyre A., Skan J., Leruste C. et al. (2019). Caterpillars, butterflies, and unicorns: Does digital leadership in banking really matter? Accenture. Available at: https://www.accenture.com/_acnmedia/PDF-102/Accenture-Banking-Does-Digital-Leadership-Matter.pdf.

Mersch Y. (2019). The changing role of central banking. ECB. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190204~fc6f950d31.en.html>.

Mirkin Y.M. (2011). Financial Future of Russia: Extremes, Booms, Systemic Risks. Moscow: Geleos Publ. (In Russ.).

Romanovskaya E.V., Andryashina N.S., Bakulina N.A. et al. (2018). Activities of Central Banks in the Global Financial Market. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra – Economics: Yesterday, Today and Tomorrow*, vol. 8, no. 10A, pp. 189–195 (In Russ.).

Van der Knaap P., De Vries T., Boesenach E. (2018). World Cash Report 2018. Payments Advisory Group. Available at: <https://cashesentials.org/app/uploads/2018/07/2018-world-cash-report.pdf>.

Wuermeling J. (2020). The European financial market after Brexit. BIS. Available at: <https://www.bundesbank.de/en/press/speeches/the-european-financial-market-after-brexit-827994>.

Received 17.08.2020

Accepted for publication 23.10.2020